FGV DIREITO SP
MESTRADO PROFISSIONAL

Os Deveres Fiduciários do Administrador em Operação de Incorporação de Ações de Controlada

Beatriz Fernanda Conter Fogliano

Anteprojeto de pesquisa apresentado ao
Mestrado Profissional da FGV Direito SP.

Versão de 04 de julho de 2022

1. Tema, contexto e delimitação de escopo

O regulamento da operação de incorporação de ações foi introduzido no ordenamento jurídico brasileiro a partir da edição da Lei de Sociedades Anônimas, Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que assim prescreve, em seu artigo 252:

> "Art. 252. A incorporação de todas as ações do capital social ao patrimônio de outra companhia brasileira, para convertê-la em subsidiária integral, será submetida à deliberação da assembleia-geral das duas companhias mediante protocolo e justificação, nos termos dos artigos 224 e 225.
>
> § 1º A assembleia-geral da companhia incorporadora, se aprovar a operação, deverá autorizar o aumento do capital, a ser realizado com as ações a serem incorporadas e nomear os peritos que as avaliarão; os acionistas não terão direito de preferência para subscrever o aumento de capital, mas os dissidentes poderão retirar-se da companhia, observado o disposto no art. 137, II, mediante o reembolso do valor de suas ações, nos termos do art. 230.
>
> § 2º A assembleia geral da companhia cujas ações houverem de ser incorporadas somente poderá aprovar a operação por metade, no mínimo, do total de votos conferidos pelas ações com direito a voto e, se a aprovar, autorizará a diretoria a subscrever o aumento do capital da incorporadora, por conta dos seus acionistas, e os dissidentes da deliberação terão direito de se retirar da companhia, observado o disposto no inciso II do caput do art. 137 desta Lei, mediante o reembolso do valor de suas ações, nos termos do art. 230 desta Lei.

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

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

A incorporação de ações é uma operação na qual uma sociedade anônima é convertida em subsidiária integral de outra companhia brasileira, mediante a transferência compulsória de todas as ações de sua emissão, em aumento de capital, à companhia incorporadora. Essa, por sua vez, passa a ser a única e integral titular das ações da companhia incorporada[1].

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

Assim, os acionistas que até então são titulares das ações da companhia que será incorporada, passarão a deter ações da incorporadora e a responder apenas pelos direitos e obrigações relativos a tais ações. A sociedade convertida em subsidiária integral da incorporadora não é extinta, na verdade, ela subsiste à incorporação de ações, e as ações de sua emissão, que também não são extintas, passam a ser detidas integralmente pela incorporadora.

Trata-se, de acordo com Alberto Xavier, de uma "configuração jurídica da operação como um contrato não já entre sócio e sociedade, mas *entre duas sociedades,* a companhia cujas ações houverem de ser incorporadas, e a companhia incorporadora".

Ou seja, "este contrato resulta da convergência da vontade de suas companhias, expressa nas deliberações das respectivas assembleias gerais, a que

---

[1] EIZIRIK, Nelson. Incorporação de Ações: Aspectos Polêmicos, p. 78. In: Warde Jr., Walfrido Jorge. Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos.

se referente os §§ 1º e 2º do art. 252"[2]. Ou seja, é uma operação que se aprova pela maioria, e não pela unanimidade dos sócios, e a maioria na sociedade cujas ações houverem de ser incorporadas, é uma maioria qualificada, que exige o voto de no mínimo metade das ações com direito a voto (art. 252, §2º).

Feita essa breve análise sobre a operação de incorporação de ações, será iniciado o exame da incorporação de ações de companhia controlada – modalidade caracterizada pelo fato da sociedade cujas ações houverem de ser incorporadas ser controlada pela incorporadora, conforme define o § 2º do art. 243 da Lei de Sociedades Anônimas:

> "Art. 243. (...)
> § 2º Considera-se controlada a sociedade na qual a controladora, diretamente ou através de outras controladas, é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores."

Esse tipo de operação não possui duas maiorias acionárias distintas e independentes que possam atuar para defender os interesses de cada uma das sociedades envolvidas.

Na operação de incorporação de ações "convencional", a operação se funda a partir de uma negociação livremente ajustada entre a incorporada e a incorporadora, que, através da aprovação por suas maiorias qualificadas em suas respectivas assembleias gerais, deliberam pela sua aprovação.

Já na incorporação de ações de controlada, o acionista controlador da incorporadora e da incorporada é o mesmo. Ou seja, a mesma maioria que delibera na assembleia geral da incorporadora aprovando as condições da operação, delibera na incorporada, que será convertida em sua subsidiária integral, podendo, dessa forma, propiciar uma situação mais favorável à incorporadora em prejuízo dos acionistas minoritários da incorporada, que se tornará subsidiária integral.

Nessa conjuntura, ficamos à frente de uma "autocontratação", visto que apenas uma vontade atua na operação em que o acionista controlador determina, sem qualquer limitação, o teor da deliberação dos dois polos da

---

[2] XAVIER, Alberto. Incorporação de Ações: Natureza Jurídica e Regime Tributário, p. 127. In: De Castro, Rodrigo R. Monteiro, e De Aragão, Leandro Santos, Sociedade Anônima, 30 anos da Lei 6.404/76.

negociação, forçando obviamente decisão imparcial sem a presença da livre negociação ajustada pelas partes.

É nesse contexto que se pretende, no presente projeto, analisar os fundamentos, a sistemática e o funcionamento do artigo 264 da Lei de Sociedades Anônimas, bem como conceituar e analisar os deveres fiduciários do administrador a fim de apresentar qual será a melhor forma de promover o estímulo ao comportamento diligente do administrador a partir desse prisma.

No que tange ao artigo 264, sua redação atual dispõe o seguinte:

> "Art. 264. Na incorporação, pela controladora, de companhia controlada, a justificação, apresentada à assembleia-geral da controlada, deverá conter, além das informações previstas nos arts. 224 e 225, o cálculo das relações de substituição das ações dos acionistas não controladores da controlada com base no valor do patrimônio líquido das ações da controladora e da controlada, avaliados os dois patrimônios segundo os mesmos critérios e na mesma data, a preços de mercado, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, no caso de companhias abertas.
>
> § 1o A avaliação dos dois patrimônios será feita por 3 (três) peritos ou empresa especializada e, no caso de companhias abertas, por empresa especializada.
>
> § 2o Para efeito da comparação referida neste artigo, as ações do capital da controlada de propriedade da controladora serão avaliadas, no patrimônio desta, em conformidade com o disposto no caput. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)
>
> § 3o Se as relações de substituição das ações dos acionistas não controladores, previstas no protocolo da incorporação, forem menos vantajosas que as resultantes da comparação prevista neste artigo, os acionistas dissidentes da deliberação da assembleia-geral da controlada que aprovar a operação, poderão optar, no prazo previsto no art. 230, entre o valor de reembolso fixado nos termos do art. 45 e o valor apurado em conformidade com o disposto no caput, observado o disposto no art. 137, inciso II.
>
> § 4o Aplicam-se as normas previstas neste artigo à incorporação de controladora por sua controlada, à fusão de companhia controladora com a controlada, à incorporação de ações de companhia controlada ou controladora, à incorporação, fusão e incorporação de ações de sociedades sob controle comum.

> § 5º O disposto neste artigo não se aplica no caso de as ações do capital da controlada terem sido adquiridas no pregão da bolsa de valores ou mediante oferta pública nos termos dos artigos 257 a 263."

Verifica-se do dispositivo acima, que seu principal objetivo é a proteção do acionista minoritário em situações em que haja risco de prejuízo a tais acionistas, por não haver duas maiorias independentes atuando na negociação.

Diante disso, a CVM apresentou o Parecer de Orientação CVM nº 35, de 01 de setembro de 2008, que traz à tona os deveres fiduciários dos administradores nas operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo a sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum.

No referido parecer, o colegiado afirma que:

> "É pacífico o entendimento de que o art. 264 da Lei nº 6.404, de 1976, criou um regime especial para as operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo a sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum, deixando claro que o controlador pode, via de regra, exercer seu direito de voto nessas operações. (...) Todavia, é também pacífico nesta autarquia o entendimento de que **o regime especial previsto no art. 264 não afasta a aplicação dos arts. 153, 154, 155 e 245 da Lei nº 6.404, de 1976, como demonstram diversos precedentes**. Portanto, ao negociar uma operação de fusão, incorporação ou incorporação de ações, os administradores devem agir com diligência e lealdade à companhia que administram, zelando para que a relação de troca e demais condições do negócio observem condições estritamente comutativas." (grifo meu).

É nesse contexto que serão analisados e estudados os deveres dos administradores das sociedades, através da análise do capítulo "Deveres e Responsabilidades" da Lei de Sociedades Anônimas, bem como da análise da atual doutrina, para conceituar quanto ao que representaria o padrão comportamental do administrador, e sob essa conceituação, se pretende no presente projeto analisar quais são os deveres fiduciários do administradora que devem ser observados para que os acionistas minoritários não se prejudiquem em razão da operação em análise.

2. Quesitos, fontes de pesquisa e formas de acesso

Considerando a exposição das questões centrais de pesquisa, projetam-se os seguintes quesitos, com as respectivas fontes de pesquisa:

Contextualização fática

[Quesito 1:] Conceito de operação de incorporação de ações de controlada, demonstrando quais os seus efeitos.

[Quesito 2:] Análise do artigo 264 da Lei de Sociedades Anônimas.

[Quesito 3:] Análise do Parecer de Orientação CVM nº 35.

[Quesito 4:] Conceito dos deveres fiduciários dos administradores através da análise dos artigos 153, 154 e 155 da Lei de Sociedades Anônimas.

[Quesito 5:] Qual tipo de análise a doutrina, jurisprudência e CVM fizeram sobre o tema?

[Quesito 6:] Qual seria a melhor proposição para aplicar os deveres fiduciários do administrador em uma operação de incorporação de ações de controlada, de forma a promover o estímulo ao cumprimento?

Fontes e formas de acesso: Dissertações, teses, textos doutrinários, livros jurídicos sobre o tema, artigos específicos, textos disponíveis na internet, legislação e atos normativos.

3. Relevância prática, caráter inovador e potencial de impacto

A operação de incorporação de ações de sociedade controlada é uma hipótese peculiar de incorporação de ações, pois nesse caso não existem duas maiorias acionárias distintas e independentes negociando os termos da operação. Em razão disso, ou seja, da existência de uma única vontade, qual seja a do acionista controlados da que é o mesmo, tanto da incorporadora, quanto da incorporada, há grande receiro, em especial no que tange ao prejuízo que pode ser sofrido pelos acionistas minoritários da sociedade controlada.

Dessa forma, o presente trabalho vista conceituar o dever de diligência dos administradores, assunto que já vem sendo recorrentemente discutido, tanto doutrinariamente, quanto em sede de jurisprudência ou, administrativamente (Comissão de Valores Mobiliários), haja vista a enorme possibilidade de conceitos acerca do tema.

Portanto, a ideia proposta tem por objetivo analisar a imputação de um padrão de comportamento exigido ao administrador de Companhia, sob o prisma de uma operação de incorporação de ações de controlada.

4. **Familiaridade com objeto da pesquisa**

Sou advogada que atua há mais de 08 (oito) anos predominantemente com direito societário, analisando e realizando diversos tipos de operação, entre elas, incorporação de ações, e me deparei com uma operação de incorporação de ações de controlada em determinado momento da minha carreira. Este tópico sempre me chamou atenção por parecer uma "simulação" de operação, necessário apenas para justificar burocraticamente as decisões, porém, claramente não havia qualquer debate a ser realizado pois a decisão já é clara tendo em vista a existência de uma única vontade.

5. **Bibliografia preliminar**

RIBEIRO, Renato Ventura. Dever de diligência dos administradores de sociedades. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

SILVA, Alexandre Couto. Responsabilidade dos administradores de S/A: business judgment rule. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

DE CASTRO, Rodrigo R. Monteiro, e DE ARAGÃO, Leandro Santos. Sociedade Anônima 30 anos da Lei 6.404/76. São Paulo: Editora Quartier Latin do Brasil, 2007.

WARDE JR., Walfrido Jorge (Coord). Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Corretatos. São Paulo: Editora Quartier Latin do Brasil, 2009.

ADAMEK, Marcelo Vieira von. Responsabilidade civil dos administradores de S/A e as ações correlatas. 1ª ed. São Paulo: Saraiva, 2010.

CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Deveres e responsabilidades. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coords.). Direito das Companhias. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 802.

BRASIL, Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm. Acesso em 04 de julho de 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (Brasil). 35, de 1º de setembro de 2008. Deveres fiduciários dos administradores nas operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo a sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum., Rio de Janeiro, 2008. Disponível em: file:///C:/Users/BFC/Downloads/pare035.pdf. Acesso em: 04 de julho de 2022.

6. **Cronograma de execução**

	2022						2023												
Atividade	07	08	09	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	Horas
Projeto de Pesquisa																			[15h]
Pesquisa bibliográfica																			[60h]
Leitura da Bibliografia																			[90h]
Reunião com Orientador																			[40h]
Estruturação de Sumário																			[30h]
Entrega da versão preliminar																			[...]
Entrega da versão intermediária																			[...]
Conclusão da redação																			[...]
Revisão																			[30h]
Depósito																			[...]