

Diretor-Relator: Sergio Weguelin

**RELATÓRIO**

1. Trata-se de processo trazido ao Colegiado pela Superintendência de Relações com Empresas ("SEP"). O processo diz respeito à operação de reestruturação societária da Gafisa S/A, ora em curso. Nesta oportunidade, a SEP coloca para a análise do Colegiado a operação de incorporação, pela Gafisa S/A, da Urucari Participações Ltda. ("Urucari"), sociedade que hoje integra o bloco de controle da companhia.

2. Em síntese, a Gafisa S/A (Gafisa) requereu à CVM: (i) a confirmação do seu entendimento de que não se aplicaria ao caso a restrição objeto do art. 3.º da Instrução CVM 10/80, uma vez teriam sido atendidos todos os demais requisitos constantes do art. 2.º da mesma Instrução; e (ii) o reconhecimento de que, no caso, não tem aplicação a exigência dos laudos de avaliação comparativos a que se refere o art. 264 da Lei 6.404/76.

3. A SEP manifestou-se sobre o pedido nos MEMO/SEP/GEA-1/n.º190/2005 e MEMO/SEP/GEA-1/n.º195/2005, os quais, por sua clareza e precisão, dispensam maiores detalhes para efeito da elaboração deste Relatório:

**MEMO/SEP/GEA-1/n.º190/2005**

"A Companhia aberta em referência manifesta seu entendimento quanto à não aplicação do artigo 264 da Lei 6.404/76, em decorrência da operação de incorporação objeto do presente processo, sob a alegação de que a referida operação será aprovada pela totalidade dos acionistas da Sociedade Incorporadora (Gafisa S/A), e não haverá acionistas não controladores na Sociedade Incorporada (Urucari Participações Ltda), que é um dos seus controladores.

Ademais, consulta-nos acerca da possibilidade de deixar de atender à restrição do art. 3º da Instrução CVM nº 10/80, uma vez que as ações da própria Gafisa S/A pertencentes a Urucari não seriam extintas e sim alocadas em tesouraria.

**I - Descrição da Operação**

1. A incorporação da Urucari Participações Ltda pela Gafisa S/A será submetida à aprovação da Assembléia da Sociedade Incorporadora, até o final de 2005, tendo como base as demonstrações financeiras de ambas as Companhias em 30/09/2005;

2. Já foi publicado o fato relevante de que trata a Instrução CVM nº 319/99 e divulgado o protocolo de Incorporação referente à operação, além do laudo de avaliação contábil da Sociedade Incorporada;

3. A Urucari Participações Ltda é um dos acionistas controladores da Gafisa S/A, detendo 1.533.334 ações preferenciais classe B, resgatáveis e sem direito à voto e 1.250.000 ações preferenciais classe C, resgatáveis e com direito à voto, que representam, atualmente, 9,95% do capital social da Sociedade Incorporadora;

4. As quantidades de ações citadas acima correspondem a 100% de ambas as classes;

5. As ações preferenciais da classe B serão resgatadas entre 08/05/2007 e 08/04/2013 e as de classe C, entre 02/12/2005 e 08/04/2013;

6. A Urucari Participações Ltda é controlada 100% pela SPEL Empreendimentos e Participações Ltda, que por sua vez também é proprietária de 17,88% do capital social Gafisa S/A;

7. Não existem acionistas minoritários com direitos a serem protegidos na Sociedade Incorporada, porém na Sociedade Incorporadora existem acionistas minoritários que representam 4,28% do seu capital total: a Cimob que detém 1,17% das ações ordinárias, a Emerging Markets Capital Investments que detém 5,64% das ações preferenciais e os seis membros do conselho de administração que detêm cada um uma ação preferencial classe A;

8. No entanto, a operação será aprovada pela unanimidade dos acionistas da Gafisa S/A;

9. A pretendida incorporação resultará em benefícios financeiros para a Gafisa, na medida em que o ágio, no valor R\$ 17.186.700,00, originalmente registrado pela Urucari e atribuído à perspectiva de resultado futuro da Controlada, oriundo da aquisição em 2005, de ações de emissão da referida controlada de propriedade da Cimob Companhia Imobiliária, será, após a incorporação, amortizado em um período de sessenta a cento e vinte meses pela própria Gafisa, nos termos da Legislação vigente;

10. Com a criação da provisão no montante da diferença entre o valor do ágio e do benefício fiscal decorrente da sua amortização, redutora da conta em que o ágio encontra-se registrado, o patrimônio líquido da Urucari tornou-se negativo em R\$ 9.197.441,30, já a partir da demonstração financeira de 30/09/2005;

11. A operação não resultará em emissão de ações em favor dos sócios da Urucari;

12. As ações da Gafisa pertencentes à Sociedade Incorporada serão colocadas em tesouraria na Sociedade Incorporadora, após a operação de incorporação;

13. O motivo disto é que a Urucari, ao comprar as ações pertencentes à Cimob, recebeu, também, uma dívida, cuja garantia maior são as próprias ações da Gafisa de sua propriedade;

14. Com isso, caso a operação seja aprovada por todos os acionistas da Gafisa S/A, todos os outros acionistas controladores da Gafisa terão os seus percentuais aumentados proporcionalmente, mesmo não existindo qualquer emissão de novas ações;

15. A Incorporadora é emissora de R\$ 64.000.000,00 em debêntures simples, em circulação.

**II – Entendimento da Companhia**

1. A pretendida incorporação resultará em benefícios financeiros para a Gafisa, na medida em que o ágio, no valor R\$ 17.186.700,00, originalmente registrado pela Urucari e atribuído à perspectiva de resultado futuro da Controlada, oriundo da aquisição em 2005, de

ações de emissão da referida controlada de propriedade da Cimob Companhia Imobiliária, será, após a incorporação, amortizado em um período de sessenta e vinte meses pela própria Gafisa, nos termos da Legislação vigente;

2. Desse modo, todo o benefício econômico decorrente da Incorporação e da dedutibilidade do ágio será apropriado de forma perfeitamente simétrica por todos os seus acionistas atuais e futuros e não somente pelos sócios da Urucari;
3. Com a criação da provisão no montante da diferença entre o valor do ágio e do benefício fiscal decorrente da sua amortização, redutora da conta em que o ágio encontra-se registrado, o patrimônio líquido da Urucari tornou-se negativo em R\$ 9.197.441,30, já a partir da demonstração financeira de 30/09/2005;
4. A operação de incorporação não resultará em emissão de ações em favor dos sócios da Urucari, cujas participações serão proporcionalmente diluídas;
5. Como as ações da Gafisa S/A de propriedade da Urucari estão atualmente empenhadas em favor de instituições financeiras, fica afastada a hipótese de cancelamento imediato destas ações, restando as Sociedades Incorporada e Incorporadora optar pela sua manutenção em tesouraria, após a incorporação, até que o gravame sobre as mesmas seja desconstituído, quando as mesmas serão canceladas;
6. Destaca-se, ainda, que não se aplica ao caso presente o disposto nos §§4º e 5º do art. 244 da Lei 6.404/76, inclusive quanto aos limites temporais ali previstos, pois a pretendida incorporação não resultará em participação recíproca. Por isso, apenas, o protocolo de incorporação deverá dispor sobre a solução adotada quanto às ações do capital de uma das sociedades possuída pela outra, de acordo com o inciso IV do art. 224 da mesma lei;
7. Ressalta-se, neste contexto, que as reservas disponíveis hoje existentes na Gafisa são em montante bastante superior ao necessário para a manutenção destas ações em tesouraria;
8. Não haveria que se falar, tampouco, em prejuízo aos credores da Gafisa, decorrente da manutenção destas ações em tesouraria, uma vez que o seu capital, garantia desses credores, não será atingido, pois a Companhia deixará de pagar à Urucari o preço das ações resgatáveis de sua emissão em valor e cronograma de pagamentos idênticos aos da dívida bancária então assumida;
9. Em outras palavras, a Gafisa já tem um débito com a Urucari correspondente a obrigação de liquidar as ações cujo resgate foi aprovado na AGE realizada em 2005, e a segunda tem um débito de valor equivalente para com instituições financeiras. Na medida que esta é incorporada pela primeira, a obrigação se mantém, havendo apenas uma substituição de credores;
10. Esta operação, contudo, terá como efeito fazer com que o percentual de ações em tesouraria existente na Gafisa após a incorporação seja superior à relação máxima permitida pelo art. 3º da Instrução CVM nº 10/80, em sua redação atual;
11. No entanto, e como explícito na nota explicativa CVM nº 16/80, que acompanhou a edição da referida Instrução, o objetivo da restrição em questão sempre foi o de evitar distorções prejudiciais ao funcionamento regular e ordenado do mercado de valores mobiliários, através da redução das ações em circulação;
12. Logo, uma vez que estas ações não decorrerão de qualquer aquisição no mercado, em sentido técnico, mas da sucessão universal resultante da incorporação, sem qualquer redução das ações em circulação, e tendo sido atendidos todos os demais requisitos do art.2º da Instrução citada, a restrição estabelecida na referida Instrução não tem aplicação ao caso concreto;
13. Desse modo, em amparo ao art.23 da mesma Instrução, a Companhia requisita autorização para deixar de atender a restrição disposta no art.3º da Instrução 10/80;
14. Quanto ao artigo 264 da lei 6.404/76, alegam a sua inaplicabilidade, pois não haverá interesses de acionistas minoritários a serem tutelados, na medida em que a incorporação somente será implementada se aprovada por unanimidade dos sócios da Gafisa e da Urucari (100% pertencentes à SPEL), não se justificando a elaboração de laudos de avaliação para tanto;
15. Ademais, o cumprimento integral às disposições deste artigo da lei, geraria custos da ordem de R\$30.000,00, sem benefício prático algum para os acionistas das duas Sociedades, pela ausência de qualquer relação de troca, e inaplicabilidade do direito de recesso;
16. Como se vê, os custos com a obtenção das avaliações ultrapassariam substancialmente os benefícios daí decorrentes, resultando, portanto, em flagrante desproporcionalidade e falta de razoabilidade.

### III – Análise

#### Art. 264 da Lei 6.404/76

1. Quanto ao pleito referente ao artigo 264 da LSA tecemos algumas considerações;
2. A Companhia já publicou o fato relevante, divulgou o protocolo de incorporação, as demonstrações financeiras de ambas as Companhias e o laudo de avaliação da Urucari, exigidos pela Lei 6.404/76 e Instrução 319/99;
3. A propósito, a empresa JVS Assessoria Empresarial Ltda apresentou o referido laudo, informando que valor total do ativo da Urucari é de R\$ 37.828.258,72 e o seu passivo total é de R\$ 47.025.700,02, gerando um patrimônio líquido negativo de R\$ 9.197.441,30, em data base 30/09/2005, uma vez que foi constituída nas demonstrações financeiras da Sociedade Incorporada uma provisão no montante da diferença entre o valor do ágio e do benefício fiscal decorrente de sua amortização, redutora da conta em que o ágio encontra-se registrado, em cumprimento ao disposto no art.6º,§ 1º, letra a da Instrução CVM nº 319/99;
4. Ademais, o montante de reservas livres registradas na Gafisa reduzir-se-á em valor equivalente à aquisição do patrimônio negativo da Urucari;
5. Entretanto, ao analisarmos as atas das AGEs da Gafisa, que transformaram as ações ordinárias pertencentes à Urucari em preferenciais das classes B e C, ambas resgatáveis até 2013, constatamos que o seu valor de resgate é de R\$ 43.742.000,00, portanto superior ao seu valor contábil, uma vez que o ativo total da Urucari é formado apenas pelo investimento em ações da Gafisa S/A;
6. No entanto, na medida em que não existem acionistas minoritários na sociedade a ser incorporada (Urucari), desse modo inexistindo aumento de capital na sociedade incorporadora nem relação de troca de ações entre as companhias, não se justificaria onerar a operação com a elaboração de laudos de avaliação a preços de mercado;

#### Instrução 10/80

7. Quanto à possibilidade de deixar de atender o art.3º da Instrução CVM nº10/80, com base no disposto no art.23 da mesma Instrução, tecemos algumas considerações;
8. A Gafisa apresenta, em 30/09/2005, reservas de lucros para investimentos no valor de R\$ 81.302.000,00;
9. A propósito, esta reserva é considerada disponível para os efeitos do art.7º da referida Instrução, e suficiente para resguardar esta operação de tesouraria;
10. Além disso, as ações pertencentes à Urucari, que serão colocadas em tesouraria, são preferenciais das classes PNB e PNC, e ambas resgatáveis;
11. Ademais, não existem ações em circulação no mercado em ambas as classes;
12. Logo, a Companhia poderia ter o seu pleito atendido, tendo em vista que não estaria modificando a quantidade de ações em circulação no mercado;
13. Entretanto, estas ações representam 100% de ambas as classes, ferindo amplamente o art.3º da Instrução CVM nº 10/80, que dispõe que as companhias abertas não poderão manter em tesouraria ações de sua emissão em quantidade superior a dez por cento de cada classe em circulação no mercado, *verbis*:
14. Constatamos, também, que a aquisição das próprias ações pela companhia aberta obedecerá, sob pena de nulidade, às normas expedidas pela CVM, que poderá subordiná-la a prévia autorização em cada caso, de acordo com o disposto no art.30 da Lei 6.404/76;
15. Por isso, o art.23 da Instrução CVM nº 10/80 cita que a CVM poderia conceder dispensa em casos especiais desde que respeitado o art.2º da mesma Instrução *verbis*:
16. Entretanto, o art.2º desta Instrução veda a aquisição, de modo direto ou indireto, de ações de emissão de qualquer Companhia, para permanência em tesouraria ou cancelamento quando tiver por objeto, como no caso em tela, ações pertencentes ao acionista controlador, *verbis*:
17. Além disso, qual seria o valor de entrada dessas ações em tesouraria, uma vez que não foram compradas no mercado, e sim advindas de um processo de incorporação de uma empresa que detém patrimônio líquido negativo?

#### Outros

18. Apesar de se tratar de incorporação efetuada por companhia aberta, no caso, a Gafisa S/A, não se aplicam os artigos 136, inciso IV e 137, inciso II, da LSA, pois a Urucari Participações Ltda não é uma S/A;
19. Para não suscitar dúvidas quanto ao direito dos debenturistas da Gafisa na referida operação de incorporação, é desnecessária a sua aprovação por parte destes debenturistas, nos termos do artigo 231 da Lei 6.404/76, tendo em vista, conforme o formulário IAN de 31/12/2004, que a incorporadora é a própria emissora de R\$ 64.000.000,00 em debêntures simples;
20. Os atuais acionistas controladores da Gafisa S/A celebraram um novo acordo de acionistas em 09/06/2005;
21. A propósito, fazem parte deste acordo: a SPEL Empreendimentos e Participações S.A, Urucari Participações Ltda, Brazil Development Equity Investments Llc, Emerging Markets Capital Investments Llc, Equity International Properties (Campsas Participações Ltda), EIP Brazil Holdings Llc;
22. Existe um processo de irregularidade referente à conversão de ações ordinárias em preferenciais classe B, sem direito à voto e classe C, com direito à voto, ambas resgatáveis, ora em análise nesta SEP;
23. A propósito, estas ações resgatáveis são as mesmas que pertencem à Urucari e fazem parte do referido processo de Incorporação.

#### IV – Considerações Adicionais:

1. A consulta da Companhia, *quanto ao quesito não aplicabilidade do art.264 da Lei 6.404/76*, é similar àquela formulada pela Ambev, em 13/04/2005, objeto do processo CVM/RJ/2005/2597; e pela própria Gafisa, objeto do processo CVM/RJ/2005/3735;
2. A propósito, com relação à primeira, em 03/05/2005, o Colegiado autorizou, com base na parte final do caput do art.264 da LSA, a confrontar os patrimônios das Sociedades Incorporadora, Ambev, e Incorporada, Companhia Brasileira de Bebidas (CBB), com base nos respectivos valores patrimoniais contábeis;
3. Em relação à consulta da GAFISA S/A, em reunião realizada em 28/06/2005, o Colegiado deferiu o pedido, dispensando a aplicação do art. 264 da Lei das S/A, autorizando a utilização, como base para a operação de incorporação, do balanço auditado da Gafisa S/A de 31.12.04 e os balanços não auditados das SPEs de mesma data, na medida que os resultados encontravam-se integralmente refletidos no balanço consolidado da Gafisa de 31.12.04.

#### V – Conclusão

Manifestamo-nos favoravelmente ao pleito da requerente com relação à não aplicação do art.264 da Lei 6.404/76, se, e somente se, a operação de incorporação for aprovada pela totalidade dos acionistas da Sociedade Incorporadora.

Quanto à possibilidade de deixar de atender à restrição do art.3º da Instrução CVM nº 10/80, contudo, nos posicionamos contrariamente, uma vez que o art.23 da referida Instrução impede que a CVM autorize esta dispensa, quando existir desrespeito ao art.2º da mesma Instrução.

Diante do exposto, sugerimos encaminhar o processo ao Colegiado, se de acordo, com o propósito de submeter o assunto a sua apreciação.

**MEMO/SEP/GEA-1/n.º195/2005**

"Em aditamento ao Memo/CVM/SEP/GEA-1/nº190/05 acrescentamos as seguintes considerações com relação à venda de ações da Gafisa pertencentes a CIMOB para a Urucari e a conversão destas ações:

1. Até início deste ano, a CIMOB detinha 3.199.740 ações ordinárias da Gafisa S/A que representavam 39,02% do seu capital votante e 16,63% do capital total;
2. A Gafisa não publicou qualquer fato relevante sobre a alteração no seu controle acionário, como foi o caso da alienação por parte da CIMOB de quase toda a sua participação acionária na própria Gafisa;
3. A Gafisa divulgou, via sistema IPE, apenas em 12/08/2005, que a CIMOB alienou a prazo 1.250.000 ações ordinárias para a Urucari, em 12/05/2005, informando também que os recebíveis foram penhorados junto a uma Instituição Financeira para garantir financiamentos imobiliários em atraso, ficando reduzida a sua participação acionária no capital votante da Gafisa em 19,53%. Logo, passou a deter apenas 149.740 ações ordinárias, referente à 2,91% do seu capital;
4. Na verdade, a CIMOB vendeu no primeiro semestre deste ano a sua participação acionária na Gafisa para a Urucari Participações Ltda;
5. Em 09/06/2005, foi assinado um novo acordo de acionistas sem incluir a participação da CIMOB. Desse modo, esta Companhia se tornou acionista minoritário da Gafisa S/A;
6. Em 27/10/2005, a Gafisa realizou uma AGE, que aprovou por unanimidade dos acionistas a conversão de 50.000 ações ordinárias pertencentes a CIMOB em ações preferenciais classe D, resgatáveis na mesma data pelo preço de R\$13,66 por ação. Com isso, a CIMOB passou a deter apenas 99.740 ações ordinárias da Gafisa, que representam 1,17% do seu capital votante e 0,36% do capital total;
7. Anteriormente, em 08/04/2005, a Gafisa realizou uma AGE, que aprovou por unanimidade dos acionistas a conversão de 1.800.000 de suas ações ordinárias pertencentes à Urucari em ações preferenciais classe B, sem direito à voto, resgatáveis pelo preço de R\$ 15,00 por ação. A propósito, destas ações 266.666 foram resgatadas 45 dias depois, logo a Urucari continuou sendo proprietária de 1.533.334 ações preferenciais classe B, resgatáveis em sua totalidade, entre 08/05/2007 e 08/04/2013 ;
8. Em 18/05/2005, a Gafisa realizou uma outra AGE, que aprovou por unanimidade dos acionistas a conversão de 1.250.000 de suas ações ordinárias pertencentes à Urucari em ações preferenciais classe C, com direito à voto, resgatáveis pelo preço de R\$ 15,91 por ação, entre 02/12/2005 e 02/05/2010;
9. As ações preferenciais classe B e classe C pertencentes à Urucari não serão extintas na operação de incorporação, pois foram dadas em garantia à instituições financeiras;
10. Na verdade, a totalidade dos acionistas da Gafisa aprovou, nestas duas últimas AGEs, a assunção do endividamento (conversão das ações ordinárias em PNB e PNC, ambas resgatáveis) associada à aquisição de seu próprio controle por parte da Urucari;
11. Entretanto, no protocolo de Incorporação da Gafisa, divulgado em 18/11/2005, via sistema IPE, é informado que o valor do resgate das ações da Gafisa pertencentes à Sociedade Incorporada (Urucari), obrigações essas que serão extintas com a Incorporação, correspondem ao valor das obrigações da Urucari que serão assumidas pela Gafisa, desse modo, não havendo alteração do valor global das obrigações dessa última;
12. No entanto, o art. 15 da Instrução CVM nº 319/99, informa em seu inciso II que em operações de incorporação, fusão e cisão, a assunção, pela companhia, como sucessora legal, de forma direta ou indireta, de endividamento associado à aquisição de seu próprio controle, ou de qualquer outra espécie de dívida contraída no interesse do acionista controlador é hipótese de exercício abusivo do poder de controle;
13. Logo, esta Superintendência não se sente confortável com a aprovação desta operação nas condições estabelecidas no seu protocolo de incorporação, mesmo que a referida operação seja aprovada por todos os acionistas da Gafisa S/A.
14. Diante do exposto, sugerimos encaminhar este memo de aditamento ao Colegiado, se de acordo, com o propósito de submeter o assunto a sua apreciação."

4. Cabe acrescentar que, tendo o processo sido colocado pela SEP para apreciação do Colegiado, a Gafisa aproveitou o ensejo para, em nova petição protocolizada em 13/12/05, estender o seu pedido de dispensa de elaboração do laudo de avaliação previsto no art. 264 da Lei 6.404/76 em relação à operação societária que resultará na incorporação, também pela Gafisa, das suas controladoras S.P.E.L. Empreendimentos e Participações S/A ("SPEL") e Campsas Participações Ltda. ("Campsas"). A Gafisa reiterou, respeitosamente e com vistas à eventual captação de recursos no mercado, o atendimento prioritário da sua solicitação, para que seja possível cumprir o cronograma da reorganização societária ainda em 2005. Para tanto, argumentou em síntese que:

- a) a fim de encerrar o exercício com um balanço da Gafisa que reflita sua posição patrimonial final (e os seus acionistas também finais), pretende-se submeter a incorporação da SPEL e da Campsas aos acionistas e sócios das sociedades incorporadora e incorporadas em Assembléias Gerais Extraordinárias e Reunião de Sócios que se realizariam no dia 30/12/05, para o que, em 15/12/05, seria publicado fato relevante, em cumprimento às Instruções CVM 319/99 e 358/02;
- b) a SPEL é proprietária de aproximadamente 5.000.001 ações ordinárias de emissão da Gafisa (59,49% do capital votante e 18,72% do capital total). Seus controladores, Brazil Development Equity Investment LLC. ("BDEI") e Emerging Market Capital Investments, LLC ("EMCI"), são proprietários, em conjunto, de 9.943.396 ações preferenciais Classe A de emissão da Gafisa. Tais preferenciais Classe A, em conjunto com as ações ordinárias de propriedade da SPEL, representam aproximadamente 59,49% do capital votante e 37,24% do capital social total da Gafisa;
- c) a Campsas, por sua vez, é proprietária de 3.404.180 ações ordinárias, 4.345.818 ações preferenciais Classe A e 1.250.000 ações preferenciais Classe F de emissão da Gafisa, as quais correspondem a aproximadamente 40,51% do capital votante e 33,70% do capital social da Gafisa;
- d) consumadas as incorporações, e porque não haverá emissão de ações por força da incorporação da Urucari, e deixando de lado as ações de qualificação dos seus administradores, o capital social da Gafisa será dividido apenas entre os atuais acionistas da Campsas, na proporção convencionada de 37,59%, e os atuais acionistas da SPEL, também na proporção acordada em 62,41%, sem nenhum novo acionista que deva receber informação sobre as operações em questão;
- e) as incorporações da SPEL e da Campsas somente serão implementadas se aprovadas por acionistas e sócios que representem 100% do capital votante e total das sociedades incorporadora e incorporadas; não há, assim, acionistas minoritários a serem adicionalmente informados das operações em questão, que correspondem aos ajustes entre as partes, celebrados em contratos privados;
- f) referida incorporação se dará com base nos balanços auditados das sociedades envolvidas em 30/09/05 ("Data-Base"), sendo que no momento da incorporação, praticamente 100% das ações de emissão da Gafisa serão de propriedade das sociedades incorporadas ou

de seus acionistas e sócios (as únicas ações que não serão de propriedade destas sociedades são as 7 ações que, por força de lei, permanecerão de propriedade, em caráter fiduciário, dos 7 membros do conselho de administração da Companhia); não haverá, por isto mesmo, acionistas minoritários a serem tutelados, nem na sociedade incorporadora nem nas sociedades incorporadas, não havendo que se falar, por conseguinte, em direito de recesso;

g) a incorporação resultará, de um lado, no cancelamento da totalidade das ações de emissão da Gafisa de propriedade da SPEL e da Campsas (art. 224, IV, da Lei 6.404/76); de outro lado, dela resultará a emissão, em favor dos acionistas e sócios da SPEL e Campsas, proporcionalmente à participação dos mesmos nas sociedades incorporadas, de ações em número, espécie e classe idênticas ao número, espécie e classes canceladas, sem que haja modificação do número de ações em que se divide o capital social da Gafisa e, conseqüentemente, das participações percentuais de cada acionista no mesmo capital;

h) a relação de troca que ora se coloca foi negociada e será ratificada pela totalidade dos acionistas das sociedades envolvidas, levando-se em conta o disposto no acordo de acionistas da Gafisa firmado em 09/06/05 (ao qual se submetem todos os atuais acionistas da Gafisa), acordo este já arquivado na CVM, sendo ainda de destacar que o acordo já previa a incorporação da Campsas pela Gafisa, sem modificação nas participações percentuais dos acionistas na Gafisa. Na mesma linha, a incorporação da SPEL também corresponde ao mesmo processo simplificador;

i) a pretendida incorporação resultará em benefícios financeiros para a Gafisa e, conseqüentemente, para seus acionistas, na medida em que o ágio, originalmente registrado pela Campsas e atribuído à expectativa de resultado futuro da Gafisa, oriundo da aquisição, em 2005, de ações de emissão da Gafisa, poderá ser, após a incorporação, amortizado fiscalmente em um período de 60 a 120 meses pela Gafisa, nos termos da legislação tributária vigente. Adicionalmente, todo o benefício econômico decorrente da dedutibilidade do ágio daí decorrente será apropriado de forma perfeitamente simétrica por todos os acionistas da Gafisa, atuais e futuros, e não apenas pelos sócios da Campsas ou da SPEL, que não farão jus a ações adicionais além daquelas necessárias para manter a sua participação percentual (hoje indireta);

j) por se tratar de incorporação de sociedades controladoras por sociedade controlada, estão as partes sujeitas ao art. 264 da Lei 6.404/76; os custos que seriam incorridos direta ou indiretamente pela Gafisa para elaboração de laudos de avaliação de todas as sociedades envolvidas a preço de mercado seriam da ordem de R\$ 60.000,00, sem benefício prático algum para os acionistas ou sócios das sociedades envolvidas, para o mercado ou ainda para as próprias sociedades incorporadora e incorporada;

l) a incorporação não resultará na assunção pela Gafisa, como sucessora legal, de forma direta ou indireta, de endividamento associado à aquisição do seu próprio controle ou de qualquer outra espécie de dívida contraída no interesse exclusivo do controlador;

m) com base no exposto, a Gafisa vem requerer, com base na parte final do *caput* do art. 264 da Lei 6.404/76, seja autorizada a confrontar os patrimônios das sociedades incorporadora (Gafisa) e incorporadas (SPEL e Campsas) com base nos respectivos valores patrimoniais contábeis. Invocou ainda a aplicação ao caso dos precedentes Processos RJ2004/2040 (Caso Unibanco/Unipart) e RJ2005/3735 (Caso Gafisa), nos quais o Colegiado reconheceu a necessidade de se considerar a relação custo-benefício da exigência legal ou regulamentar em questão.

É o relatório.

## **VOTO**

### **(Considerações iniciais)**

5. Gostaria antes de mais nada de registrar que me parece acertada a conduta da SEP de, diante de um caso excepcional como o presente, não se limitar a apreciar o pleito consoante a legislação vigente, mas sim colocá-lo à apreciação do Colegiado, órgão ao qual incumbe, em última análise, dar cumprimento aos objetivos regulatórios consubstanciados nas suas próprias Instruções.

6. A questão, bem se vê, envolve agora não apenas a incorporação da Urucari pela Gafisa, mas também a incorporação da SPEL e da Campsas pela companhia. Trata-se, portanto, de três operações de incorporação. Inobstante sejam três as operações, parece-me que são dois os aspectos que dão o tom da "reorganização societária" (sentido amplo) em curso.

7. Em primeiro lugar, está claro nos autos que o objetivo das operações é o de preparar a Gafisa para futura captação de recursos no mercado. Isso resta evidente tanto na tentativa de simplificação da estrutura societária em que a companhia está envolta, quanto nos benefícios financeiros que advirão à Gafisa em decorrência do aproveitamento do ágio contabilizado na Urucari (R\$ 17.186.700,00) e na Campsas (R\$ 32.024.066,00).

8. Em segundo lugar, está claro que a reorganização societária depende da expressa aquiescência de todos os acionistas ou sócios das sociedades em questão, não havendo que se falar, por conseguinte, em tratamento assimétrico ou em conduta abusiva do controlador em face de investidores minoritários. Em outras palavras, estamos diante de ajustes negociais de controladores *versus* controladores, já que os acionistas controladores detêm quase a totalidade do capital social (95,72%); quanto aos minoritários, além de eles serem institucionais, todas as operações dependem da sua expressa concordância. Concorro, portanto, com a Gafisa, quando assenta que não há minoritários que possam ser prejudicados pela operação ou que necessitem da tutela da CVM.

9. Feitas essas referências, passo a analisar os pedidos deduzidos da Gafisa por tópicos, de forma a simplificar e melhor esclarecer o meu entendimento sobre a matéria.

### **(art. 264 da Lei 6.404/76)**

10. Já tive a oportunidade de destacar em voto recente (Processo CVM RJ 2005/7365), inclusive fazendo referência a precedentes anteriores do Colegiado (Processos CVM RJ 2004/2040, RJ 2005/2597, RJ 2005/3735), que o art. 264 da Lei 6.404/76 tem finalidade nitidamente protetiva. Protege não só os acionistas minoritários da sociedade incorporada, mas também os minoritários da sociedade incorporadora, na medida em que as informações adicionais por ele exigidas (*laudo de avaliação por empresa especializada, 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 preço de mercado, ou com base em outro critério aceito pela CVM*) permitem que os acionistas ou sócios, de uma e de outra, possam examinar com mais profundidade a relação de substituição prevista para a operação.

### **Voto do então Diretor Marcelo Trindade no Processo CVM RJ 2001/9986:**

*"Como se vê, o caput do art. 264 dispõe expressamente no sentido de que, quando se trate de 'incorporação, pela controladora, de companhia controlada', terá ele incidência. Além disto, extrai-se claramente da norma que a sua preocupação é informacional, pois lê-se no caput que, 'além das informações previstas nos arts. 224 e 225', a justificação deverá conter o cálculo das relações de*

*substituição com base no valor do patrimônio líquido das ações a preços de mercado.*

*Os arts. 224 e 225 da Lei 6.404/76, referidos pelo caput do art. 264, tratam dos requisitos do protocolo e da justificação em operações de incorporação, e aplicam-se quer haja direito de recesso, quer não.*

*Logo, a boa interpretação da lei leva a concluir que ao mandar acrescentar àquelas informações dos arts. 224 e 225 outra — o cálculo das relações de substituição —, a Lei não estatuiu como requisito de sua incidência a existência de acionistas com direito de recesso, pois para fazê-lo precisaria ter sido expressa.*

(...)

*Por fim, vale ressaltar que, sendo a informação o principal bem jurídico tutelado pela CVM, por força das normas legais que regem a sua atividade, naturalmente que em caso de dúvida sobre que interpretação legal adotar, deve esta autarquia optar sempre pela interpretação que, sendo cabível e correta, privilegie a informação ao mercado."*

Voto do Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos no Processo CVM RJ 2004/5914:

*"E abro aqui um parêntese para esclarecer que embora intuitivamente de logo se indique que numa operação de incorporação de partes relacionadas, como visto no caput do art. 264, se pense sempre em uma operação de cima para baixo, onde a controladora incorpora a controlada e que o eventual uso indevido do poder estaria ligado diretamente com a subavaliação da relação de troca dos acionistas minoritários da companhia incorporada, tal não é a única hipótese. Daí porque certamente o caput toma por referência a incorporada.*

*Certamente hipóteses há em que aquele que detém o poder de mando e que talvez seja a vontade suficiente para determinar a direção da deliberação detenha interesse maior direto ou indireto na companhia incorporada e nessa linha o mal uso poderia vir da superavaliação da companhia incorporada, na relação de substituição, de modo que ao cabo da operação ele passe a ter um interesse maior na companhia incorporadora, como resultado da incorporação.*

*O ponto seria, então, que, potencialmente, há duas minorias que merecem proteção em uma operação de incorporação, e daí toda a complexidade decorrente, posto que se houver injustificado desequilíbrio na relação de substituição dependendo para que lado este injustificado desequilíbrio pender é que poderia haver a má utilização, ora em detrimento da incorporadora ora em benefício desta e por conseguinte em prejuízo da incorporada."*

11. Na verdade, é com base nas informações exigidas pelo art. 264 que, de um lado, os minoritários da incorporadora e da incorporada podem verificar a justeza da relação de troca sugerida para a incorporação. Tal análise é ainda importantíssima para a decisão dos minoritários da incorporada, na medida em que influenciará fortemente sua decisão de exercer ou não o direito de retirada previsto no art. 136, IV, c/c 137, II, da Lei 6.404/76<sup>1</sup>.

12. Nos autos, entretanto, verifico que nenhuma dessas finalidades protetivas se faz presente nas operações da Gafisa.

13. Está mais do que claro que a operação de incorporação da Urucari não resultará na emissão de novas ações da Gafisa, não havendo que se falar, por conseguinte, de relação de troca de ações que pudesse ser objeto de comparação com o laudo eventualmente elaborado. As ações da Gafisa, hoje de propriedade da Urucari, serão mantidas em tesouraria (vide tópico seguinte do voto) apenas até o momento em que o gravame (penhor) que hoje recai sobre elas seja desconstituído, oportunidade em que serão devidamente canceladas, diluindo-se seu percentual proporcionalmente aos demais acionistas da companhia.

14. Além disso, está igualmente claro que a operação de incorporação da Urucari depende da aprovação unânime de todos os acionistas e sócios da incorporadora e incorporada, não cabendo, portanto, cogitar-se do direito de recesso (art. 137, § 1.º, da Lei 6.404/76<sup>2</sup> e art. 1.077 do Novo Código Civil<sup>3</sup>) ou de laudo de avaliação que influencie a decisão do investidor pelo recesso.

15. Logo, estou certo de que exigir da Gafisa a elaboração dos laudos referidos no art. 264 da Lei 6.404/76 seria sacrificar em vão o patrimônio da companhia. Assim, com base nos aspectos mencionados e em vista de que os direitos patrimoniais dos sócios são disponíveis, que todos eles conhecem a natureza da informação não divulgada e de que todos também irão votar pela aprovação da incorporação, voto no sentido de que a CVM autorize a Gafisa S.A. a confrontar o seu patrimônio líquido com o da Urucari Participações Ltda.

16. Quanto às incorporações de SPEL e de Campsas pela Gafisa, cabe a mesma conclusão, inobstante diferença verificada nessas incorporações. Aqui, haverá sim relação de troca. Entretanto, a relação de troca já restou previamente convencionada entre todos os envolvidos na operação (37,59% para os atuais sócios da Campsas e 62,41% para os atuais acionistas da SPEL), sendo que, novamente, as operações dependem da concordância expressa de todos os sócios e acionistas da incorporadora e incorporadas. Novamente, portanto, sem possibilidade de exercício do direito de recesso.

17. Logo, entendo também satisfatoriamente justificada a desnecessidade de elaboração dos laudos de avaliação previstos no art. 264 da Lei 6.404/76, sendo o caso de o Colegiado autorizar a confrontação do patrimônio da incorporadora e das incorporadas com base nos seus respectivos patrimônios contábeis.

#### **(Instrução CVM 10/80)**

18. A Gafisa também requereu que a CVM, excepcionalmente, a autorizasse a manter em tesouraria ações de sua própria emissão, superando o limite de 10% hoje estabelecido no art. 3.º da Instrução CVM 10/80, utilizando-se, para tanto, do art. 23 da mesma Instrução.

*Art. 3º - As companhias abertas não poderão manter em tesouraria ações de sua emissão em quantidade superior a 5% (cinco por cento) de cada classe de ações em circulação no mercado, incluídas neste percentual as ações existentes, mantidas em tesouraria por sociedades controladas e coligadas. (Artigo alterado pela Instrução CVM nº 268, de 13/11/97, elevando de 5% para 10% o limite de cada classe de ações que podem ser mantidas em tesouraria)*

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

19. A SEP, por sua vez, enquanto estrita fiscalizadora das normas expedidas pela CVM, apontou preocupação para o fato de que a incorporação poderia representar a aquisição indireta de ações do controlador pela companhia, em descompasso, portanto, com o art. 2.º, d, da Instrução 10/80, cuja observância condiciona a discricionariedade da CVM prevista no art. 23.

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

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

20. Não há dúvida de que a Instrução CVM 10/80 consiste num dos principais normativos baixados pela CVM. Afinal de contas, é ela que disciplina aquilo que a Lei 6.404/76 veio a estabelecer como exceção, e não como regra, no que diz respeito à aquisição por companhias abertas de ações de sua própria emissão.

21. Em outras palavras, a Lei 6.404/76 (art. 30) estabeleceu que a regra geral é que a companhia não pode negociar com as próprias ações; excepcionalmente, a Lei 6.404/76 autorizou a negociação, sendo uma das hipóteses previstas a da permanência das ações em tesouraria, desde que respeitado o limite do saldo de lucros ou reservas, exceto a legal. Note-se que a preocupação fundamental da Lei é, neste particular, preservar o capital social, de modo a que restem devidamente protegidos os interesses dos seus credores (princípio da intangibilidade do capital social)<sup>4</sup>.

*Art. 30. A companhia não poderá negociar com as próprias ações.*

*§ 1º Nessa proibição não se compreendem:*

- a) as operações de resgate, reembolso ou amortização previstas em lei;
- b) a aquisição, para permanência em tesouraria ou cancelamento, desde que até o valor do saldo de lucros ou reservas, exceto a legal, e sem diminuição do capital social, ou por doação;
- c) a alienação das ações adquiridas nos termos da alínea "b" e mantidas em tesouraria;
- d) a compra quando, resolvida a redução do capital mediante restituição, em dinheiro, de parte do valor das ações, o preço destas em bolsa for inferior ou igual à importância que deve ser restituída.

22. Aquilo que já era excepcional para qualquer companhia (aberta ou fechada) adquiriu ainda maior nível de excepcionalidade quanto às companhias abertas, já que LSA chegou ao ponto de estabelecer que a aquisição das próprias ações pela companhia aberta deve obedecer às normas da CVM, sob pena de nulidade.

*Art.30. ....*

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

23. Nada disso é por acaso. É certo que uma das vantagens oferecidas pela sociedade anônima, especialmente a sociedade de capital aberto, consiste na possibilidade de negociação fácil e rápida de suas ações, que deferem o *status* de sócio aos seus titulares, sem que se venha a modificar com isso o seu ato constitutivo ou organização. "Não importa, na verdade, quem seja o sócio; o que interessa é o capital, cujos títulos representativos podem passar de mão em mão, isto é, serem negociados."<sup>5</sup>

24. É igualmente certo que o sucesso do mercado de capitais depende da existência de real mercado secundário, para onde possam recorrer os investidores quando quiserem se desfazer de suas aplicações. Ou seja, o mercado secundário viabiliza a própria existência do mercado primário.

25. E, para que se viabilize o mercado secundário, é necessário que se estabeleçam rígidas restrições à interferência da companhia — sob o comando do controlador — na negociação de suas ações no mercado. Do contrário, haveria espaço livre para a atuação abusiva do controlador no mercado (que poderia ao seu alvedrio forçar para baixo ou para cima o preço das ações de sua emissão negociadas), em detrimento da própria idéia de mercado secundário. Nesse sentido, Rubens Requião<sup>6</sup> nos lembra que em regra a companhia " não interfere na negociabilidade das ações, que é feita livremente, pelos acionistas e seus titulares, como de resto ocorre com os bens móveis, já que as ações pertencem também a essa categoria." E foi com esse espírito de disciplinar a exceção (aquisição de suas próprias ações) que a CVM editou a Instrução CVM 10/80, cujo cumprimento deve acontecer, sob pena de nulidade.

26. A leitura das Notas Explicativas da Instrução CVM 10/80 — extremamente Explicativa, é preciso reconhecer — permite perceber que foram três as principais preocupações e objetivos da "disciplina da exceção" que inspiraram o normativo: a) a preservação do capital social; b) a tutela da informação; c) e, finalmente, a formação de preço no mercado sem a interferência da companhia. Analisarei brevemente esses pontos, relacionando-os à operação de incorporação da Urucari levada a cabo pela Gafisa.

27. Em primeiro, cabe dizer que a manutenção das ações resgatáveis em tesouraria não prejudicaria o princípio da intangibilidade do capital, já que, segundo a Gafisa, as ações preferenciais resgatáveis — hoje de propriedade da Urucari — serão mantidas em tesouraria apenas e nos estritos limites das reservas admitidas pela legislação.

28. Em segundo, é de se ver que a Gafisa vem informando continuamente o mercado a respeito da reorganização societária (sentido amplo) em curso, não existindo, pelo menos até o momento, nenhuma mácula de falta de *disclosure* que recaia sobre a companhia no que toca a esse assunto.

29. Em terceiro, quanto ao regular processo de formação de preço das ações da Gafisa, cabe dizer que não vejo a incorporação da Urucari e a consequente manutenção de ações preferenciais resgatáveis na tesouraria da Gafisa como interferência na formação de preço, até porque hoje simplesmente inexistente "mercado" dessas ações. Consoante assentado pela SEP em relação às ações PNB e PNC resgatáveis (fls. 106), "não existem ações em circulação no mercado em ambas as classes", já que todas elas estão, hoje, nas mãos da controladora Urucari.

30. Sendo assim, acho plenamente justificado que a CVM se valha do art. 23 da Instrução CVM 10/80 para excepcionalmente autorizar a operação de incorporação, já que o limite de 10% previsto no art. 3.º da Instrução visa exatamente à não interferência do controlador na formação do preço das ações. Ora, uma vez que não existe nenhum *free float* das ações, não vejo qualquer prejuízo em que aquele percentual em tesouraria seja excedido, sobretudo quando se vê que da operação resultará vultoso benefício financeiro para a Gafisa, decorrente da amortização do ágio hoje registrado na Urucari (R\$ 17.186.700,00).

31. Finalmente, não vejo no art. 2.º, d, da Instrução CVM 10/80 restrição capaz de impedir a CVM de se utilizar da liberdade que lhe confere o art. 23 da

mesma Instrução. Na verdade, entendo que a operação de incorporação da Urucari pela Gafisa não corresponde à aquisição que o art. 2.º proíbe. A proibição ali contida diz respeito a "ir a mercado", seja a própria companhia (diretamente), seja através de alguma companhia relacionada (indiretamente). A preocupação da Instrução 10/80 é que essa interferência da companhia ou alguém relacionado — sob as ordens do controlador — possa influenciar na formação do preço das ações, coisa que em absoluto se verifica aqui, já que, como visto, todas as ações já são detidas pelo controlador.

32. Em resumo, entendo que a aquisição via a incorporação da Urucari será um efeito meramente decorrente da incorporação e da conseqüente sucessão universal, não guardando qualquer relação com a proibição contida no art. 2.º, *d* da Instrução CVM 10/80.

33. Com base nesses motivos e com base sobretudo nas circunstâncias excepcionalíssimas verificadas na espécie, é que considero adequado que a CVM autorize a Gafisa a manter, durante o período do gravame, as ações resgatáveis Pref B e Pref C em tesouraria em patamares superiores aos 10% previstos no art. 3.º, desde que, evidentemente, o percentual nunca supere o valor das reservas disponíveis.

#### (Instrução CVM 319/99)

34. No seu MEMO/SEP/GEA-1/n.º195/2005, a SEP afirma que " *não se sente confortável com a aprovação* " da incorporação da Urucari pela Gafisa, mesmo que a referida operação seja aprovada por todos os acionistas da Gafisa S/A. Isso porque, segundo a SEP, o art. 15, II, da Instrução CVM nº 319/99 proíbe que operações de incorporação resultem na assunção, pela companhia, como sucessora legal, de forma direta ou indireta, de endividamento associado à aquisição de seu próprio controle, ou de qualquer outra espécie de dívida contraída no interesse do acionista controlador é hipótese de exercício abusivo do poder de controle.

*Art. 15 - Sem prejuízo de outras disposições legais ou regulamentares, são hipóteses de exercício abusivo do poder de controle:*

*I - .....*

*II - a assunção, pela companhia, como sucessora legal, de forma direta ou indireta, de endividamento associado à aquisição de seu próprio controle, ou de qualquer outra espécie de dívida contraída no interesse exclusivo do controlador;*

35. Não vejo, todavia, a operação com os mesmos olhos. Com efeito, é certo que o dispositivo referido é também da maior importância, porquanto reafirma o dever fundamental do acionista controlador: agir sempre de acordo com o interesse social (art. 116 da Lei 6.404/76). Nesse sentido, a realização de operações societárias que visem a transferir a dívida do controlador para a sociedade são indubitavelmente danosas à companhia e devem ser duramente reprimidas pela CVM.

36. Inobstante, creio não ser essa a hipótese do caso concreto. A meu ver, o equívoco da interpretação decorre de considerar literalmente o dispositivo referido, sem olhar para a operação societária como um todo, na qual se verifica, de um lado, que dela resultará vultoso benefício para a Gafisa e, de outro lado, que a operação depende da concordância de todos os acionistas da Gafisa.

37. O que quero dizer é que o art. 15, II, é mais uma das várias hipóteses — exemplificativas e não taxativas — de caracterização da figura do abuso do poder de controle (vide art. 117 da Lei 6.404/76 e Instrução CVM 323/00). Com a sua redação, a CVM procurou orientar o mercado na condução dos negócios societários da companhia, elegendo presunções de atuação abusiva do controlador.

38. Essa presunção, entretanto, pode evidentemente ceder passo diante das características peculiares encontradas pela entidade reguladora, não sendo suficiente, portanto, a utilização de mero silogismo formal para a aplicação das hipóteses normativas de abuso aos fatos reais. E, nesse sentido, parece-me equivocado dar aplicação à hipótese de abuso de controle prevista na Instrução CVM 319/99 à incorporação da Urucari pela Gafisa, sem levar em consideração as características excepcionais da operação.

39. Ora, a hipótese de abuso do controlador suscitada pela SEP pressupõe a ação do controlador em detrimento de acionistas minoritários ou da própria companhia, coisa que não se verifica na espécie. Todos os acionistas da Gafisa livremente aceitaram a operação e dela resultará manifesto benefício financeiro para a companhia.

40. Acrescento ainda que a operação não pode ser vista isoladamente, mas sim no contexto de reorganização societária em curso, que contou com a participação de todos os acionistas envolvidos. Sendo assim, considero indevido impedir a operação, na medida que não se vê atuação abusiva do controlador, mas sim atuação de propósito financeiro que resultará em benefícios a todos os acionistas.

41. Parece-me oportuno ainda acrescentar que, pelo menos *a priori*, também não enxergo irregularidade na conversão das ações ordinárias detidas pela Urucari em ações resgatáveis Pref B e Pref C. Novamente, sublinho que, se por um lado essa transformação implica um "passivo" para a companhia, por outro lado ela foi aprovada por todos os acionistas interessados, esses que, a despeito da conversão, certamente viam na incorporação — e conseqüente aproveitamento de ágio — o atendimento dos seus interesses.

#### (Conclusão)

42. Em face das características excepcionais do caso e com fundamento no art. 264, *in fine*, da Lei 6.404/76, voto no sentido de autorizar a Gafisa a confrontar o seu patrimônio com o das sociedades a serem incorporadas (Urucari, SPEL e Campsas), com base nos seus respectivos patrimônios contábeis, para efeito do cumprimento do art. 264 da Lei 6.404/76.

43. Ainda em razão das circunstâncias excepcionais do caso concreto e com fundamento no art. 23 da Instrução CVM 10/80, voto no sentido de que a Gafisa seja autorizada a manter em tesouraria as ações preferenciais resgatáveis Pref B e Pref C em limite superior ao previsto no art. 3.º daquela Instrução. Acrescento ainda que a autorização deve ser dada somente enquanto perdurar o gravame das ações, nos estritos limites das reservas disponíveis e desde que se dê ampla e completa divulgação sobre as incorporações ao mercado, nos termos da Instrução CVM 358/02 e 319/99.

É o meu voto.

Rio de Janeiro, 20 de dezembro de 2005.

Sergio Weguelin

Diretor-Relator

1 Art. 136. É necessária a aprovação de acionistas que representem metade, no mínimo, das ações com direito a voto, se maior quorum não for exigido pelo estatuto da companhia cujas ações não estejam admitidas à negociação em bolsa ou no mercado de balcão, para deliberação sobre:

(...)

IV - fusão da companhia, ou sua incorporação em outra;



Art. 137. A aprovação das matérias previstas nos incisos I a VI e IX do art. 136 dá ao acionista dissidente o direito de retirar-se da companhia, mediante reembolso do valor das suas ações (art. 45), observadas as seguintes normas:

(...)

II - nos casos dos incisos IV e V do art. 136, não terá direito de retirada o titular de ação de espécie ou classe que tenha liquidez e dispersão no mercado, considerando-se haver:

a) liquidez, quando a espécie ou classe de ação, ou certificado que a represente, integre índice geral representativo de carteira de valores mobiliários admitido à negociação no mercado de valores mobiliários, no Brasil ou no exterior, definido pela Comissão de Valores Mobiliários; e

b) dispersão, quando o acionista controlador, a sociedade controladora ou outras sociedades sob seu controle detiverem menos da metade da espécie ou classe de ação;

2§ 1º O acionista dissidente de deliberação da assembleia, inclusive o titular de ações preferenciais sem direito de voto, poderá exercer o direito de reembolso das ações de que, comprovadamente, era titular na data da primeira publicação do edital de convocação da assembleia, ou na data da comunicação do fato relevante objeto da deliberação, se anterior.

3 Art. 1.077. Quando houver modificação do contrato, fusão da sociedade, incorporação de outra, ou dela por outra, terá o sócio que dissentiu o direito de retirar-se da sociedade, nos trinta dias subsequentes à reunião, aplicando-se, no silêncio do contrato social antes vigente, o disposto no art. 1.031.

4 Borba, José Edvaldo Tavares. Direito Societário – 8ª edição. Rio de Janeiro: Renovar, 2003, p. 262: "A exigência de reservas ou lucros destina-se à preservação do capital social, pois, se assim não fora, a compra das próprias ações redundaria na anulação do ativo correspondente ao capital. Ao comprar as ações de seu capital, adquire a sociedade bens que, no caso de liquidação, terão valor zero. Por isso, impõe o legislador que essa aquisição se limite às forças das reservas e lucros, de modo a não comprometer o capital, mas apenas a parcela do patrimônio líquido que o excede (ver o nº 227)".

5 Requião, Rubens. Curso de Direito Comercial – vol. 1, 25ª edição. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 85.

6 Requião, Rubens. Curso de Direito Comercial – vol. 1, 25ª edição. São Paulo: Saraiva, 2003, pp. 85, 86.