

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS
DEPARTAMENTO DE DIREITO**

GUSTAVO ARANHA GOMES

**CRITÉRIOS PARA AVALIAÇÃO DO VALOR DA AÇÃO DA COMPANHIA
INCORPORADA QUANDO DA INCORPORAÇÃO – O DIREITO DE RETIRADA E
REEMBOLSO**

**Florianópolis/SC
Novembro de 2015**

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS
DEPARTAMENTO DE DIREITO**

GUSTAVO ARANHA GOMES

**CRITÉRIOS PARA AVALIAÇÃO DO VALOR DA AÇÃO DA COMPANHIA
INCORPORADA QUANDO DA INCORPORAÇÃO – O DIREITO DE RETIRADA E
REEMBOLSO**

Monografia desenvolvida como requisito para
obtenção de título de bacharel em Direito pela
Universidade Federal de Santa Catarina

Orientador: Prof. Dr. Orlando Celso da Silva Neto

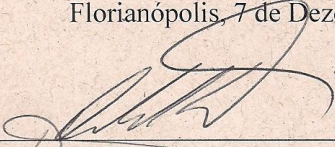
Florianópolis/SC
Novembro de 2015

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS
COLEGIADO DO CURSO DE GRADUAÇÃO EM DIREITO

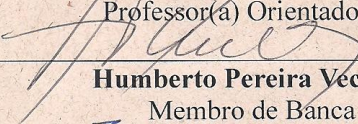
TERMO DE APROVAÇÃO

O presente Trabalho de Conclusão de Curso, intitulado "**Crítérios para avaliação do valor da ação da empresa incorporada quando da incorporação- o direito dos minoritários.**", elaborado pelo(a) acadêmico(a) **Gustavo Aranha Gomes**, defendido em **07/12/2015** e aprovado pela Banca Examinadora composta pelos membros abaixo assinados, obteve aprovação com nota 8,5 (OITO INTELÍAS E CINCO DÉCIMO), cumprindo o requisito legal previsto no art. 10 da Resolução nº 09/2004/CES/CNE, regulamentado pela Universidade Federal de Santa Catarina, através da Resolução nº 01/CCGD/CCJ/2014.

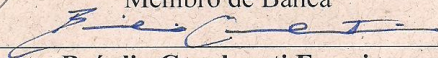
Florianópolis, 7 de Dezembro de 2015



Orlando Celso da Silva Neto
Professor(a) Orientador(a)



Humberto Pereira Vecchio
Membro de Banca



Bráulio Cavalcanti Ferreira
Membro de Banca


Leonardo Rodrigues Lopes



Universidade Federal de Santa Catarina
Centro de Ciências Jurídicas
COORDENADORIA DO CURSO DE DIREITO

TERMO DE RESPONSABILIDADE PELO INEDITISMO DO TCC E
ORIENTAÇÃO IDEOLÓGICA

Aluno(a): **Gustavo Aranha Gomes**

RG:

CPF:

Matrícula: **06205050**

Título do TCC: **Critérios para avaliação do valor da ação da empresa incorporada quando da incorporação- o direito dos minoritários.**

Orientador(a): **Orlando Celso da Silva Neto**

Eu, **Gustavo Aranha Gomes**, acima qualificado(a); venho, pelo presente termo, assumir integral responsabilidade pela originalidade e conteúdo ideológico apresentado no TCC de minha autoria, acima referido

Florianópolis, 7 de Dezembro de 2015

Assinatura manuscrita de Gustavo Aranha Gomes, escrita em tinta preta sobre uma linha horizontal.

Gustavo Aranha Gomes

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, agradeço a todos os docentes e servidores do Centro de Ciências Jurídicas – CCJ da Universidade Federal de Santa Catarina, especialmente aos professores doutores Orlando Celso da Silva Neto e Humberto Pereira Vecchio, que contribuíram diretamente para que este trabalho se realizasse.

Agradeço também aos meus pais, amigos e familiares, pelo apoio incondicional e irrestrito durante o período de pesquisas e redação desta monografia, tempo este de profunda reflexão e aprendizado.

RESUMO

Este trabalho tem por objetivo determinar os critérios de avaliação do valor de reembolso da ação pago aos acionistas, quando do exercício do direito de recesso ou retirada nas operações de incorporação, a partir da análise histórica e jurídica do instituto do recesso e incorporação, passando pelos métodos de precificação de ações através do valor patrimonial, econômico e de mercado (ou de negociação), e sua aplicabilidade como parâmetro de cálculo do valor do reembolso acionário pago aos acionistas dissidentes.

Palavras-chave: direito societário, sociedade anônima, direitos essenciais do acionista, direito de retirada/recesso, reembolso, incorporação, Lei n. 6.404/76.

ABSTRACT

This study aims to determine the evaluation criteria of the repayment value paid to shareholders when exercising the right to appraisal in acquisition transactions, from the historical and legal analysis of the appraisal right and acquisition, through the stock pricing methods as equity, economic and trading, and its use as parameter to calculate the repayment value paid to dissenting shareholders.

Key-Words: corporate law, joint-stock company, vested rights, right to appraisal, repayment, acquisition, Law n. 6.404/76.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	8
1. O DIREITO DE RECESSO.....	11
1.1 Evolução Histórica.....	12
1.2 Conceito.....	19
1.2.1 Natureza Jurídica do Recesso.....	19
1.2.2 Direitos Essenciais do Acionista.....	20
1.2.3 Conceituação do Recesso.....	27
1.3 O Direito de Recesso na Legislação Brasileira.....	29
2. A INCORPORAÇÃO.....	37
2.1 Conceito.....	37
2.2 Direito de retirada na operação de incorporação.....	38
3. O REEMBOLSO NA INCORPORAÇÃO.....	47
3.1 Valor Patrimonial Líquido.....	48
3.2 Valor de Negociação (de Mercado).....	50
3.3 Valor Econômico.....	52
3.3.1 O método do Fluxo de Caixa Descontado, Valor Presente Líquido (VPL) e Taxa Interna de Retorno (TIR).....	53
3.3.2 Fluxo de Caixa Descontado.....	53
3.3.3 Valor Presente Líquido (VPL).....	53
3.3.4 Taxa Interna de Retorno (TIR).....	54
3.3.5 Aviamento.....	54
3.4 O reembolso na Lei 6.404/76.....	55
Pagamento do Reembolso.....	62
CONCLUSÃO.....	64
REFERÊNCIAS.....	66

INTRODUÇÃO

O Brasil passou na última década por um considerável crescimento econômico e testemunhou o aumento da renda do brasileiro graças à estabilidade da economia e à conjuntura internacional favorável. Estes fatores contribuíram para um expressivo desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro – sobretudo o mercado acionário.

Milhares de pequenos investidores passaram a aplicar seus recursos em ações de empresas negociadas em Bolsa de Valores, tornando-se acionistas minoritários destas sociedades anônimas de capital aberto.

Este ganho de maturidade do mercado de capitais e o cenário econômico favorável fizeram com que aumentassem consideravelmente as operações de incorporação de sociedades menores por grandes empresas buscando uma consolidação nos mercados em que atuam; obtendo ganhos de sinergias, economias de escala e participação de mercado. Este fenômeno atraiu os chamados fundos de “*private equity*” - que atuam comprando e vendendo empresas promissoras.

Dados¹ da *Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA)* apontam que, “em 2014, os anúncios de fusões e aquisições, ofertas públicas de aquisições de ações (OPAs) e reestruturações societárias chegaram a R\$ 192,7 bilhões, o volume mais alto dos últimos seis anos, e 16,6% superior ao montante observado em 2013”. A entidade atribui, como causa que motivou este aumento, a concentração de grandes operações no período.

Em virtude dos imensos montantes envolvidos nestas transações, é comum que os interesses dos controladores dessas empresas, fundos de “*private equity*” e bancos de investimento se sobreponham aos interesses da parte hipossuficiente – os acionistas minoritários.

Não há como se ter uma economia desenvolvida sem um mercado de capitais forte e eficiente. Assim como não há um mercado de capitais forte sem que

¹ ANBIMA. Boletim de Fusões e Aquisições. Ano IX - N° 22 – Fevereiro/2015. Disponível em: http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/boletins/fusoes-e-aquisicoes/Documents/BoletimFeA_201502.pdf

os acionistas minoritários e pequenos investidores estejam amparados legalmente contra arbitrariedades e abusos cometidos por aqueles que detêm maior poder econômico.

E o direito insere-se neste panorama a fim de promover o desenvolvimento econômico, e neste caso específico, o mercado de capitais nacional, através da justa regulação das relações entre os atores envolvidos, fornecendo-lhes a devida segurança jurídica para celebrar seus negócios e investimentos, como destaca Carvalhosa (1994) em comentário tecido sobre a “*Lei das S/A’s*”:

A vigente lei de sociedade por ações, tendo em vista ter sido elaborada com o objetivo precípuo de criar a estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de capitais de risco no País, de molde a propiciar a mobilização da poupança popular e seu encaminhamento voluntário para o setor empresarial, cuidou de assegurar ao acionista minoritário maiores direitos e garantias (CARVALHOSA, 1994, p.22).

Moritz (1996), em artigo sobre o recesso na então nova “*Lei das S/A*”, também elogiou os avanços trazidos pelo novel diploma no tocante à promoção e desenvolvimento das companhias e do mercado de capitais:

Devido ao seu objetivo de promover grandes empresas privadas e expandir o mercado de capitais, a nova lei ampliou o direito da retirada como uma forma de proteção aos acionistas, proporcionando uma maior segurança para novos investidores. A preocupação resumia-se em garantir à minoria condições para que investissem nas empresas, angariando cada vez um número maior de investidores para fornecerem o capital social da companhia (MORITZ, 1996, p.56).

Um dos direitos essenciais conferidos pelo ordenamento jurídico aos acionistas minoritários – o direito de recesso, visa reembolsar, por suas ações, o acionista dissidente de deliberação em assembleia que ensejou o recesso (ou retirada). Porém, dentre os métodos de determinação do valor do reembolso previstos no ordenamento jurídico, qual seria o mais justo?

A presente monografia objetiva verificar estes critérios a partir de uma análise histórica e conceitual do direito de recesso e seu exercício nas operações de incorporação de sociedades anônimas, passando à discussão do valor do reembolso através da exposição dos métodos de avaliação do preço de ações mais comumente

utilizados na prática dos negócios e os enumerados na *Lei n. 6.404/76*.

No primeiro capítulo, trata-se do direito de recesso a partir de sua evolução histórica, passando por sua conceituação jurídica e sua disciplina na legislação brasileira atual.

Em seguida, no capítulo dois, abordar-se conceitualmente a operação societária de *incorporação*, bem como o direito de retirada especificamente neste gênero de reorganização societária.

Por fim, o capítulo três versa sobre o reembolso devido ao acionista retirante na incorporação, as técnicas de se quantificar o valor a ser pago pela ação, e sua disciplina legal.

1. O DIREITO DE RECESSO

Um dos pilares que norteiam as relações societárias é o princípio majoritário. Nas palavras de Paraiso (1985, p. 9), “este princípio significa que as deliberações sociais são tomadas por maioria de votos e não pelo consentimento de todos os sócios”, ou seja, os acionistas controladores que detêm a maioria do capital votante nas deliberações em assembleia conduzem os destinos da sociedade, e pressupõe-se que estas decisões melhor traduzem a vontade social, e “as pretensões individuais são marginalizadas em razão do interesse do grupo” (PARAISO, 1985, p. 10).

Conseqüentemente, aos acionistas minoritários, resta acatar as decisões majoritárias, que impõem os destinos da sociedade anônima através da aprovação das matérias deliberadas em assembleia geral e da escolha da maioria dos administradores (PARENTE, 1985). Em contrapartida ao princípio majoritário, no intuito de equilibrar as relações de poder entre majoritários e minoritários contra eventuais abusos de ambas as partes, emergem os direitos essenciais ou fundamentais dos acionistas (art. 109 da *Lei n. 6.404/76*), dentre estes o direito de recesso. Em artigo sobre o direito de retirada e o princípio majoritário na sociedade anônima, Guerreiro (2009) expõe a questão:

Tradicionalmente afirma-se que a instituição do *direito de retirada* na disciplina das sociedades anônimas corresponde a uma solução de compromisso entre a necessidade de fazer atuar o princípio majoritário, de um lado, e, de outro lado, a necessidade de atenuar o rigor desse mesmo princípio. Entra em cena, com frequência, a reiterada disposição de proteção das minorias acionárias não apenas contra as ilicitudes porventura perpetradas pela maioria como, principalmente, contra o exercício abusivo de seus poderes (GUERREIRO, 2009, p. 13).

O recesso ou retirada é um instituto próprio do direito societário que confere ao acionista a faculdade de se desligar de forma unilateral da sociedade nas hipóteses previstas em lei, por discordância de aprovação de matérias operadas por decisão coletiva da assembleia de acionistas que alteram substancialmente as bases da sociedade, e que são contrárias ao interesse do acionista dissidente. É, portanto, um remédio jurídico concedido aos acionistas em contrapartida ao princípio majoritário.

Neste capítulo, abordar-se-á o surgimento do direito de recesso e sua evolução no direito comparado e pátrio, bem como sua conceituação e tratamento no ordenamento jurídico atual.

1.1 Evolução Histórica

O instituto jurídico do recesso teve sua origem no direito italiano, a partir do *Código de Comércio de 1882*, em seu art. 182, que consagrava o direito de recesso ao acionista dissidente de deliberação de assembleia em algumas hipóteses, dentre estas, a dissolução antecipada da sociedade, a prorrogação de sua duração, fusão com outra sociedade, a redução, reintegração ou aumento do capital social, mudança no objeto social ou outra modificação do ato constitutivo:

De acordo com este diploma [Código de Comércio italiano de 1882], a assembleia poderia modificar livremente o estatuto, inclusive quando se tratasse de alterações, os acionistas discordantes poderiam se retirar da sociedade, mediante o reembolso do valor de suas ações pela própria sociedade (PARAISO, 1985, p. 11).

Paraiso (1985) explica que o recesso surgiu a partir da teoria das bases essenciais, conferindo ao acionista dissidente a faculdade de se retirar da sociedade quando houvesse profunda alteração das bases da sociedade, por meio da alteração do estatuto social.

Posteriormente, o direito de recesso foi restringido na Itália com o advento do *Código Civil de 1942*, que limitou a retirada somente aos casos de deliberações de assembleia geral que tratem de mudança do objeto social da companhia, transformação do tipo societário ou da transferência da sede social para o exterior (LUCCA, 1998), sendo, portanto, excluído o recesso nos casos de cisão, fusão, incorporação e formação de grupos de sociedades.

Após a Itália, foi a vez de Portugal positivizar em sua legislação o direito de recesso no art. 41, §3º da *Lei de 1901*, que praticamente reproduziu o dispositivo italiano que versava sobre o tema, concedendo a retirada aos acionistas dissidentes de assembleia geral que deliberasse sobre a prorrogação, fusão, aumento,

reintegração ou redução do capital social.

Nos Estados Unidos, após um período de ascensão do instituto do recesso – *appraisal right*, este, a partir da década de 1960, após a reformulação do *Model Business Corporation Act* (CARVALHOSA, 2011), passou a sofrer restrições nas legislações estaduais que versavam sobre o tema. A principal limitação se deu em relação às companhias abertas que possuísem ações negociadas em bolsa de valores. O argumento para a adoção de tal restrição é o de que os acionistas dissidentes titulares de ações destas companhias poderiam se desfazer dos papéis livremente no mercado acionário, “não tendo sentido obrigar os demais [acionistas] a suportar uma redução do valor patrimonial de suas ações, por via do reembolso aos retirantes” (COMPARATO, 1999, p.12). Em contrapartida, “a legislação do Estado de New York, em que as ações das principais companhias nacionais e estrangeiras são negociadas, não contém essa restrição” (CARVALHOSA, 2011, p. 1051).

Na Espanha, concede-se ao acionista dissidente o direito de retirar-se nos casos de fusão, nos termos do art. 144 da *Lei das S/A*, de julho de 1951, e na Argentina, há previsão legal no art. 245 da *Lei 19.550*, em casos de cisão e fusão, excluindo-se o recesso em fusões envolvendo companhias abertas (LOBO, 1991).

E foi inspirado na *Lei de 1901* de Portugal que o legislador brasileiro introduziu o instituto do recesso no ordenamento jurídico, por meio do *Decreto-Lei n. 3.708*, de 10 de janeiro de 1919, em seu art. 15:

Art. 15. Assiste aos socios que divergirem da alteração do contracto social a faculdade de se retirarem da sociedade, obtendo o reembolso da quantia correspondente ao seu capital, na proporção do ultimo balanço approvedo. Ficam, porém, obrigados ás prestações correspondentes ás quotas respectivas, na parte em que essas prestações forem necessarias para pagamento das obrigações contrahidas, até á data do registro definitivo da modificação do estatuto social.

Ressalta-se que este decreto regulava as sociedades por quotas de responsabilidade limitada. Em 1932, o *Decreto n. 21.536*, que dispunha sobre o modo de constituição das sociedades anônimas, também previu, em seu art. 9º, o direito de retirada aos acionistas dissidentes de deliberação que aprovaria a criação de ações preferenciais, ou alterações nas preferências ou vantagens conferidas a uma ou mais classes, ou criação de nova classe de ações preferenciais mais

favorecidas (COMPARATO, 1999).

Em 1940, o *Decreto-Lei n. 2.627* tratou de regular de forma mais ampla as sociedades anônimas, também prevendo o recesso em seu art. 107, incluindo-o entre os direitos essenciais dos acionistas elencados no art. 78:

Art. 78. Nem os estatutos sociais, nem a assembléia geral poderão privar qualquer acionista: [...]

e) do direito de retirar-se da sociedade, nos casos previstos no art. 107.

Parágrafo único. Os meios, processos ou ações, que a lei dá ao acionista para assegurar os seus direitos, não podem ser elididos pelos estatutos”. [...]

Art. 107. A aprovação das matérias previstas nas letras a, d, e e g do art. 105 dá ao acionista dissidente o direito de retirar-se da sociedade mediante o reembolso do valor de suas ações, se o reclamar à diretoria dentro de trinta dias, contados da publicação da ata da assembleia geral.

A referência ao art. 105 corresponde às hipóteses de exercício do direito de retirada, em casos de “criação de ações preferenciais ou alterações nas preferências ou vantagens conferidas a uma ou mais classes delas ou criação de nova classe de ações preferenciais mais favorecidas; mudança do objeto essencial da sociedade; incorporação da sociedade em outra ou sua fusão; cessação do estado de liquidação, mediante reposição da sociedade em sua vida normal” (BRASIL, Decreto-Lei n. 2.627, de 26 de setembro de 1940).

O art. 107 deste mesmo decreto dispunha sobre o valor do reembolso a ser pago ao acionista dissidente, fazendo menção ao último balanço aprovado pela assembleia geral para fins de cálculo do preço da ação.

Finalmente, em 1976, a *Lei n. 6.404* – denominada “*Lei das S/A*”, veio a regulamentar de forma mais ampla o direito de recesso em seu art. 137, que previu várias hipóteses em que o acionista dissidente poderia se retirar da companhia mediante o reembolso de suas ações, dentre estas, a aprovação em assembleia de fusão da companhia ou sua incorporação em outra. Além do art. 137, o referido diploma legal trazia originalmente outros dispositivos que versavam sobre a retirada – criação de subsidiária integral mediante incorporação de ações (art. 252, §1º); compra, por companhia aberta, do controle de qualquer sociedade mercantil (art. 256, §2º); incorporação, por controladora, de companhia controlada (art. 264, §3º).

Infelizmente, sob o pretexto de se combater uma chamada “indústria do recesso”, sobreveio em 1989 a *Lei n. 7.958*, que ficou conhecida como “*Lei Lobão*” em alusão ao seu autor, o então senador Edson Lobão, que tinha por objetivos, segundo ele próprio, “defender a agilidade das sociedades anônimas” e “evitar que os pequenos acionistas embarquem a vida dinâmica das empresas” (apud LOBO, 1991, p. 1992).

Esta lei gerou grande polêmica nos meios jurídico, político e empresarial, “cujo projeto foi tramitado, sem qualquer divulgação ou consulta às entidades representativas do mercado de valores mobiliários, e da classe jurídica e empresarial, foi aprovado, sem ter sido sequer submetido à discussão em plenário” (CARVALHOSA, 1994, p. 21). Muito contestada, tal lei restringiu o direito de retirada suprimindo os incisos VI e VIII do art. 137 da *Lei n. 6.404/76*, que previam o recesso nos casos de incorporação da companhia em outra, fusão ou cisão e na participação em grupo de sociedade, sob o pretexto de que “os minoritários ‘infernizam’ a vida das empresas e, por essa razão, a lei teria ampliado o direito dos sócios controladores ou majoritários, cassando direitos essenciais da minoria” (MACHADO, 1991, p. 1253). Porém, a doutrina e a jurisprudência, bem como a Comissão de Valores Mobiliários firmaram entendimento de que a “*Lei Lobão*” não excluiu nem suprimiu a retirada aos acionistas dissidentes em nenhuma das hipóteses antes previstas:

Na análise teleológica da lei, que é o de assegurar os direitos fundamentais dos acionistas, inclusive o de preservar o equilíbrio das relações entre a maioria-minoria, para solução de conflitos, é de clareza solar que a simples alteração redacional de um artigo de caráter geral não tem o alcance de extinguir esse direito essencial (MACHADO, 1994, p. 24).

Em 1999, o Superior Tribunal de Justiça decidiu que a “*Lei Lobão*” não excluiu o recesso na hipótese de cisão, e conseqüentemente, também nos casos de incorporação e fusão, em razão da supracitada lei não ter revogado o art. 230 da *Lei n. 6.404/76* que versa sobre o direito de retirada nestas operações (CARVALHOSA, 2011).

Em sentido contrário, e defendendo a restrição do exercício da retirada trazida pela polêmica novel lei, Lobo (1991) entendeu em artigo por ele escrito que a

“*Lei Lobão*”, ao alterar o art. 137 da *Lei 6.404/76*, revogou os demais dispositivos que versavam sobre tal direito nas hipóteses de cisão, fusão, incorporação e participação em grupo de sociedades, pois tais disposições seriam acessórias ao disciplinado pelo art. 137, sendo este, o preceito principal.

O notório equívoco legislativo criado pela *Lei n. 7.958/89* foi corrigido pela *Lei n. 9.457/97*, popularmente denominada “*Lei Kandir*”, que revogou expressamente a “*Lei Lobão*”, assegurando novamente aos acionistas dissidentes o exercício da retirada nas hipóteses anteriormente mencionadas, com exceção do recesso nas operações de cisão. Esta restrição teria sido imposta pela nova lei casuisticamente para acelerar o “Plano Nacional de Desestatização, principalmente para promover a *divisão* da Telebrás em várias empresas, e, posteriormente, privatizá-las sem ter que pagar o valor do reembolso aos acionistas eventualmente dissidentes” (CARVALHOSA; EIZIRIK, 2002, p. 267).

Esta mesma lei também inovou ao excluir o direito de retirada, nas hipóteses de fusão, incorporação e formação de grupo de sociedades, dos acionistas dissidentes titulares de ações das respectivas companhias que possuísem liquidez ou dispersão no mercado. O motivo para tal restrição reside na suposição de que, sendo líquida a ação ou dispersa no mercado, o acionista dissidente teria facilidade de alienar as ações de sua titularidade no próprio mercado, não havendo necessidade de a própria companhia reembolsar o valor dos referidos títulos, como justificam Carvalhosa e Eizirik (2002):

A supressão do direito de recesso, em tais hipóteses, decorreu da presunção de que, havendo liquidez *ou* dispersão das ações, o acionista insatisfeito poderia alienar suas ações no mercado, não ficando portanto obrigado a permanecer vinculado a determinado empreendimento econômico (CARVALHOSA; EIZIRIK, 2002, p. 269).

Ressalta-se que os critérios de liquidez e dispersão, nessa lei, eram alternativos, ou seja, bastava que a ação estivesse enquadrada em apenas um desses critérios para que fosse negado o direito de recesso ao acionista dissidente titular daquela ação.

Em 31 de outubro de 2001 foi promulgada a *Lei n. 10.303*, que visou fortalecer o recesso no intuito de melhor tutelar os interesses dos acionistas

minoritários, uma vez que após a privatização de diversas companhias estatais, o governo passou de controlador a acionista minoritário destas empresas. Então, mais uma vez, o direito de retirada foi modificado de acordo com os anseios governamentais de ocasião. É oportuno destacar a crítica neste ponto:

As modificações constantes verificadas no direito de recesso a partir de 1989 constituem um reflexo da sua indevida utilização como instrumento de política governamental: ora é enfraquecido, para viabilizar ou reduzir os custos da privatização, ora é fortalecido, como ocorre com a Lei n. 10.303/2001, para aumentar o valor de posições acionárias minoritárias do governo federal (CARVALHOSA; EIZIRIK, 2002, p. 272).

Os autores citados acima vão além nas críticas tecidas às sucessivas modificações legislativas casuísticas no que concerne o direito de recesso:

Não é necessário dizer que essa *ciclotimia legislativa* é extremamente danosa não só para a segurança das operações empresariais, como também para a efetiva *tutela* dos direitos dos minoritários, uma vez que impossibilita a adequada institucionalização do direito de recesso, dificultado a compreensão de seu alcance e objetivos, assim como a formação de uma jurisprudência consistente sobre a matéria (CARVALHOSA; EIZIRIK, 2002, p. 273).

A Lei n. 10.303/2001 manteve a restrição do recesso aos titulares de ações dotadas de liquidez e dispersão nas hipóteses de incorporação e fusão da companhia trazida pela Lei 9.457, de 1997. Entretanto, enquanto que nesta lei de 1997 os critérios de liquidez e dispersão necessários para se negar o recesso eram alternativos, na Lei 10.303, de 2001, passaram a ser cumulativos. A partir de então, a negativa de retirada ao acionista dissidente de deliberação que aprovou incorporação ou fusão da sociedade, nos termos do art. 137, II, só é possível caso a espécie ou classe de ação atenda ao critério de liquidez (alínea “a”) e, cumulativamente, dispersão (alínea “b”):

O inciso II do art. 137 é explícito ao mencionar a liquidez e a dispersão de espécie ou classe de ações, ao contrário da redação anterior de 1997. E, assim, os critérios de liquidez e dispersão devem ser verificados cumulativamente e não mais alternativamente, como na redação de 1997 ao art. 137, II, para que possa ser excluído o exercício do direito de recesso (CARVALHOSA, 2011, p. 1060).

Outra alteração trazida pela Lei n. 10.303, de 2001 restaurou o direito de retirada na hipótese de cisão da companhia (art. 137, III da Lei n. 6.404/76), que

havia sido excluído pela *Lei n. 9.457*, de 1997. Ademais, também se incluiu entre as causas ensejadoras do recesso a criação de ações preferenciais e o aumento de classe de ações preferenciais existentes, sem guardar proporção com as demais classes de ações preferenciais, salvo se já previsto no estatuto social (art. 137, I, da *Lei n. 6.404/76*).

Recentemente, a *Lei n. 13.129* de 26 de maio de 2015 criou uma nova hipótese que permite ao acionista dissidente retirar-se da companhia: a deliberação em assembleia aprovando a inserção de convenção de arbitragem no estatuto social, ao inserir na *Lei n. 6.404/76* o art. 136-A:

Art. 136-A. A aprovação da inserção de convenção de arbitragem no estatuto social, observado o quorum do art. 136, obriga a todos os acionistas, assegurado ao acionista dissidente o direito de retirar-se da companhia mediante o reembolso do valor de suas ações, nos termos do art. 45.

§ 1º A convenção somente terá eficácia após o decurso do prazo de 30 (trinta) dias, contado da publicação da ata da assembleia geral que a aprovou.

§ 2º O direito de retirada previsto no caput não será aplicável:

I - caso a inclusão da convenção de arbitragem no estatuto social represente condição para que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação em segmento de listagem de bolsa de valores ou de mercado de balcão organizado que exija dispersão acionária mínima de 25% (vinte e cinco por cento) das ações de cada espécie ou classe;

II - caso a inclusão da convenção de arbitragem seja efetuada no estatuto social de companhia aberta cujas ações sejam dotadas de liquidez e dispersão no mercado, nos termos das alíneas "a" e "b" do inciso II do art. 137 desta Lei.

Frisa-se, aqui, que o legislador optou pela mesma restrição do recesso para titulares de ações que atendam aos critérios cumulativos de liquidez e dispersão, bem como em casos em que seja obrigatória a inclusão da convenção de arbitragem no estatuto das companhias que desejam integrar índice de ações em bolsa de valores que exijam dispersão acionária mínima de 25%, como prescreve o § 2º deste recém-introduzido art. 136-A.

1.2 Conceito

1.2.1 Natureza Jurídica do Recesso

Anteriormente à exposição tocante ao conceito de *direito de recesso*, é assaz oportuno tecer breves apontamentos acerca de sua natureza jurídica a luz da doutrina nacional e internacional. Comparato (1982), em seu artigo “Valor de Reembolso no Recesso Acionário”, explicita o exercício do direito de recesso:

Mediante declaração unilateral de vontade, o sócio dissidente de uma deliberação social pode, nos casos, expressamente previstos em lei, desligar-se da sociedade, obtendo o reembolso do valor de suas cotas ou ações (COMPARATO, 1982, p. 1.178).

Coelho (2011) também assim compreende o recesso:

Ao seu turno, a retirada não é um acordo com a sociedade, mas um direito que o sócio titulariza. Assim, configurada hipótese definida em lei como pressuposto do recesso [...], o minoritário dissidente apenas impõe à sociedade as consequências jurídicas de sua declaração unilateral de vontade, que são o desfazimento do vínculo social e o reembolso das quotas ou ações (COELHO, 2011, p. 326).

Segundo a doutrina alemã, é um direito formador (*gestaltungsrecht*), “pois extingue uma relação jurídica por ato unilateral de vontade” (PARAISO, 1985, p. 16), e para a doutrina italiana, um direito potestativo (PARAISO, 1985), ou seja, aquele direito que “a faculdade de agir do titular não se correlaciona a uma prestação de outrem” (GOMES apud LOBO, 1991, p. 1.193).

Isto porque seu exercício pelo acionista dissidente deriva de ato próprio que independe da vontade de outrem para sua consecução. Logo, trata-se de um direito unilateral e seu exercício decorre da liberalidade do acionista dissidente de se desligar da sociedade em questão, nos casos e na forma prescrita em lei.

Porém, Lobo (1991, p. 1.199) trata a retirada como um “direito potestativo de caráter excepcional”, pois entende que pode ser restringido ou suprimido pelo legislador. Na presente monografia, todavia, não se compartilha tal visão, uma vez que o recesso integra o rol dos direitos essenciais ou fundamentais

do acionista.

1.2.2 Direitos Essenciais do Acionista

Por ser um direito que visa proteger os interesses dos acionistas minoritários em face de deliberação social contrária àqueles, a lei e a doutrina o enquadra como um dos direitos individuais ou essenciais do acionista. A tese dos direitos individuais surgiu na França, sob a luz das ideias políticas da época:

O acionista foi comparado a um cidadão e a S.A. ao Estado democrático. Nesta lógica, o acionista, ou melhor, o sócio, assim como um cidadão, tinha direitos individuais, os quais visavam a sua proteção contra um poder majoritário de comando. Eram direitos concedidos para o fim de limitar o poder soberano da assembleia geral (PARAISO, 1985, p. 11).

São estes direitos inderrogáveis:

Direitos também existem, de que o acionista não pode abrir mão, porque inerentes à qualidade de sócio ou membro da sociedade e dela inseparáveis. Necessário é precisar, pelo menos, a natureza daqueles direitos, que não ficam subordinados à voz da maioria e daqueles que, nem consentindo o acionista, podem ser cancelados (LOBO, 1991, p. 1194).

O mesmo autor assevera que, embora não haja consenso na doutrina quanto ao conceito desses direitos, “partem todos, desde a entrada em vigor do Código Civil Alemão, do disposto no seu § 35, onde se diz que os direitos próprios (*sonderrechte*) do membro de uma pessoa jurídica não podem, sem o seu consentimento, ser atingidos (prejudicados) pela resolução da assembleia”. (LOBO, 1991, p. 1.194).

O recesso, classificado por lei como direito essencial, constitui preceito de ordem pública e é, portanto, prerrogativa intangível, irrenunciável e indisponível, o que impossibilita sua restrição por modificação de estatuto ou assembleia geral. Segundo Carvalho (2011, p. 407), “a renúncia pelo acionista a esse direito, ainda que só para um determinado caso, é nula, como também será qualquer cláusula estatutária ou deliberação da assembleia geral que exclua, dificulte ou protele o seu exercício”. Neste sentido:

A sociedade por ações, por ser uma sociedade de capital, faz prevalecer, na busca dos objetivos sociais, a vontade da maioria. As minorias, contudo, são assegurados direitos intangíveis, dentre os quais o de recesso, como instituto de ordem pública, nas hipóteses, expressamente, previstas em lei. O Estatuto Social não pode negá-lo ou condicioná-lo. O próprio acionista, titular do direito, não pode a ele renunciar. Pode, querendo, deixar de exercitá-lo, mas, não pode renunciar (MACHADO, 1991, p. 1247).

Coelho (2011) adota mesmo entendimento:

Os direitos essenciais não podem ser suprimidos nem pelo estatuto, nem pela assembleia, e, por isso, estabilizam as relações de poder, em determinado grau. Mais do que tutela dos minoritários, os direitos essenciais representam garantias de manutenção da posição acionária. [...] São, com efeito, balizamentos às relações de poder, que as estabilizam em determinado grau (COELHO, 2011, p. 317).

Nos Estados Unidos, onde o recesso é denominado “Right to Appraisal”, alguns estados (ex.: Delaware) o consideram também uma prerrogativa inderrogável, integrando o rol de direitos essenciais - “Vested Rights” dos acionistas (MANNING, 1962).

No entanto, o rol de direitos essenciais, do qual faz parte o direito de recesso, não deve ser encarado exclusivamente perante a visão dos minoritários. Estes direitos foram concebidos no intuito de equilibrar as relações de poder entre majoritários e minoritários, protegendo-os de eventuais abusos cometidos por ambas as partes no âmbito das relações societárias. Segundo Vivante (apud PARAISO, 1985, p.13), “este instituto jurídico opera como um freio contra a facilidade das transformações, como uma tutela do interesse individual dos acionistas contra a maioria e como uma conciliação entre a autonomia da entidade e a dos acionistas”. Na lição de Coelho (2011):

A lei assegura aos acionistas certos direitos essenciais, e o faz de forma definitiva e absoluta, com o objetivo de garantir a estabilização nas relações de poder internas à companhia (art. 109). Não se devem considerar os direitos essenciais apenas pela perspectiva da tutela dos minoritários, porque eles, em certo sentido, também asseguram a conservação do poder de controle, como no caso do direito de preferência na subscrição de novas ações (COELHO, 2011, p. 316).

Lucca (1998), em seu artigo que versa sobre o tema, vai além e classifica a retirada como um direito fundamental do acionista, numa analogia aos

direitos e garantias individuais garantidos pela Constituição Federal, e que não pode ser suprimido. É relevante destacar:

Assim como, no plano constitucional, foram criados os direitos e garantias individuais quanto à forma de coartar os abusos de poder dos governantes, poder-se-ia dizer, analogamente, que os direitos essenciais do acionista, em certo sentido, foram declarados para conter os atos de abuso de poder por parte dos controladores (...) (LUCCA, 1998, p.104).

Sobre estes direitos essenciais do acionista, conclui-se:

Em suma, são garantias, que tutelam uma esfera de interesses particulares, consideradas como a causa pela qual o investidor (acionista) admitiu assumir a posição de acionista, ou seja, investir uma parcela de seu patrimônio em determinada empresa. Os direitos individuais distinguem-se dos direitos específicos da minoria (...). Eles impedem que a vontade soberana da maioria exceda de limites razoáveis e atinja a área do absurdo. Em resumo: estes direitos são *limites impostos por lei* ao poder majoritário. Sendo de ordem pública, são irrenunciáveis (PARAISO, 1985, p. 13).

O direito de retirada, como direito essencial, assume um caráter de exceção ao princípio majoritário, permitindo que o acionista dissidente se retire da companhia de forma lícita e regular em situações onde decisão tomada em deliberação assemblear majoritária resultou contrária ao seu interesse particular:

O fundamento do ora discutido direito essencial repousa na necessidade de conciliar o interesse social, consubstanciado na deliberação assemblear majoritária, com o interesse de acionistas individuais, que não querem permanecer vinculados a uma sociedade diferente daquela na qual ingressaram (FREITAS, 2014, p. 296).

Carvalhosa (2011), ao comentar o direito de retirada como direito essencial positivado na legislação societária brasileira, corrobora o entendimento exposto:

Permite a lei societária, dessa forma, que o acionista, por sua vontade manifestada oportunamente, deixe de suportar determinados efeitos patrimoniais decorrentes da decisão majoritária, sobre matérias específicas. O acionista, portanto, retira-se não da sociedade cuja estrutura jurídica aderiu; afasta-se, isto sim, por antecipação, da companhia modificada (CARVALHOSA, 2011, p. 405).

O referido autor ainda conclui que “trata-se [o recesso] de um contrapeso à regra geral da decisão majoritária, no tocante à modificação das bases

essenciais (organizacionais) da companhia” (CARVALHOSA, 2011, p. 1.072).

Converge para este entendimento Vivante (apud PARAISO, 1985, p. 14), afirmando que “o direito de retirada opera como uma tutela do interesse individual do acionista [...] que o propósito do direito de retirada foi o de conciliar a autonomia da sociedade com a dos acionistas”.

É o pensamento de Wald (1982) sobre o recesso como ferramenta de equilíbrio das relações societárias entre majoritários e minoritários:

É um modo de conciliar a preponderância da vontade da maioria e os legítimos interesses da minoria, quando, discordando de uma modificação substancial da estrutura societária, contra ela se tenha manifestado no prazo legal. É um remédio excepcional de proteção aos não controladores contra o ato voluntário da maioria que pode ser considerado abusivo pelo fato de alterar as regras básicas que ensejaram a criação da empresa (WALD, 1982, p. 1087).

É um instituto de ordem pública, do qual não podem os acionistas ser privados, nem pelo estatuto nem pela assembleia; “o recesso cumpriria, acima de tudo, uma função moderadora da maioria (*funzione moderatrice de diritto di recesso*), uma vez que o acionista não poderia ser levado a aceitar, por exemplo, qualquer mudança no objeto da sociedade” (VIVANTE apud GUERREIRO, 2009, p. 16).

Os tais direitos essenciais que a lei assegura estão previstos no art. 109 da *Lei n. 6.404/76*, e não podem ser suprimidos pelo estatuto social e tampouco por assembleia, por serem essenciais, individuais e de ordem pública, como já exposto anteriormente. Estes direitos, segundo a referida lei, são a participação nos lucros sociais (inciso I); participação no acervo da companhia, em caso de liquidação (inciso II); a fiscalização, na forma prevista em lei, da gestão dos negócios sociais (inciso III); a preferência para subscrever ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição (inciso IV), e o direito de retirada (inciso V).

Comparato (1982) subdivide estes direitos essenciais em direitos materiais e remédios jurídicos. Dentre aqueles, o direito aos lucros e participação no acervo da companhia em caso de liquidação e, quanto aos remédios jurídicos, o

poder de fiscalizar a gestão dos negócios da companhia e o direito de recesso. Em relação a este último:

Trata-se de um remédio jurídico, e não de um direito material à obtenção de lucros ou vantagens. É remédio reconhecido em lei para a proteção de interesses individuais do acionista, não correspondentes, portanto, ao interesse social. Deste, o intérprete primeiro continua sendo o majoritário ou controlador. Ele tem o direito – e, em certas circunstâncias, até mesmo o dever – de tomar a iniciativa das deliberações sociais que contrariam o interesse dos minoritários. Mas o sacrifício destes é considerado iníquo sem uma compensação: o poder atribuído aos dissidentes de se retirarem da sociedade com o reembolso do valor de sua participação social (COMPARATO, 1982, p. 1181).

Daí então a função de remédio jurídico do recesso acionário, que serve de contrapeso à relação entre o princípio majoritário, interesse social da companhia e os interesses dos minoritários, e que protege estes de deliberações não tão “democráticas” que ocorrem quando o acionista controlador impõe e aprova as decisões mediante o poder conferido pela maior fatia do capital votante (princípio majoritário), as quais modificam substancialmente o estatuto da companhia e podem ser contrárias ao interesse social e à continuidade da empresa.

Wald (1982, p. 1.086), sobre um exemplo de modificação da base estatutária – o objeto social e o direito de recesso - entende “[o recesso] como instrumento de proteção da minoria contra a decisão majoritária que modifica a base da estrutura societária (...) o poder da maioria para modificar o objeto social é discricionário, mas implica garantia do direito de recesso, constituindo este uma sanção decorrente da alteração das regras do jogo”.

Todavia, há aqueles que defendem a restrição do direito de recesso, com o argumento de que este direito essencial, de certa forma, atrapalharia o desenvolvimento da empresa, “impossibilitando mudanças estruturais necessárias” (CARVALHOSA, 2011, p. 1074):

Tais críticas traduzem a tendência institucionalista da sociedade anônima e, portanto, o princípio de defesa da empresa e de hegemonia absoluta dos controladores. Entendem, pois, os seus defensores que os interesses empresariais poderiam justificar a privação dos direitos do sócio e, portanto, a alteração de seus interesses. Em suma, teria a empresa objetivos próprios além e acima do interesse dos acionistas. (CARVALHOSA, 2011, p. 1074)

Wald (1993) também acredita estar o interesse social acima dos interesses individuais dos acionistas:

[...] deve ser ponderada a especificidade da situação das grandes empresas abertas, nas quais o direito de recesso deve ser interpretado ainda mais restritivamente, no entender da doutrina, para atender ao interesse social e não sacrificá-lo aos eventuais caprichos de alguns acionistas, que não devem poder impedir o desenvolvimento da sociedade (WALD, 1993, p. 442).

Tal entendimento se baseia no princípio da preservação da empresa, e que segundo Wald (1993), deve se sobrepor ao direito de recesso, sob o argumento de que este inviabiliza as atividades da companhia, ao dificultar mudanças estatutárias necessárias para a continuidade da empresa:

[...] Em suma, as modificações estatutárias, na medida em que representam medidas necessárias ou até indispensáveis ao prosseguimento das atividades sociais de companhia de duração por prazo indeterminado, não pode ensejar a retirada de acionistas dissidentes, porquanto se fundamentam em imperativos alheios à vontade social, tratando-se de modificação necessária e até mesmo inevitável. [...] Finalmente, o acionista requerente do recesso não teria como justificar a medida, por não atender ao princípio da preservação da empresa, já aludido (WALD, 1993, p. 444; 449).

Entretanto, não é possível desconsiderar ou restringir direitos essenciais do acionista em detrimento da preservação da sociedade. A continuidade da empresa, o princípio majoritário e o resguardo aos direitos essenciais dos acionistas devem ser ponderados de maneira equitativa. Não se admite abusos cometidos pelos controladores, invocando-se a preservação da empresa, sem que se dê uma alternativa de saída àqueles que discordam de tais decisões. A boa governança corporativa, pautada na transparência e respeito a todos os acionistas é fundamental para a continuidade da companhia e prosperidade nos negócios.

Ainda que se presuma que os controladores agem de acordo com o interesse coletivo, esta presunção não é absoluta; a maioria somente se legitima quando atua orientada sempre e inevitavelmente no sentido do interesse social. Caso contrário, o acionista dissidente pode socorrer-se ao direito de recesso para romper unilateralmente o pacto societário, pois já não mais se alia aos seus interesses individuais que o motivaram a adquirir ações e compor o quadro social da

companhia. É importante ressaltar que o exercício do recesso independe de comprovação de que os dissidentes tenham sofrido prejuízos em decorrência da aprovação da deliberação que ensejou a retirada:

A doutrina reconhece, portanto, sem discrepância, que o direito de recesso do sócio dissidente de deliberação social não constitui uma sanção de ato ilícito praticado pela maioria; não representa uma forma de indenização. Se o fora, o sócio recedente seria obrigado a provar o prejuízo sofrido para exercer a retirada, quando na verdade o recesso atua como uma espécie de 'denúncia vazia' do vínculo societário (COMPARATO, 1982, p. 1181).

A *Lei 6.404*, de 15 de dezembro de 1976, em seu art. 129, consagra à maioria dos acionistas o poder de ditar os rumos da sociedade anônima através das deliberações de assembleia geral. Em contrapartida, por meio do art. 109, concedeu à minoria direitos essenciais intangíveis que nem estatutos nem assembleia geral podem alterar, uma vez que “o poder da maioria, porém, não é absoluto. Os direitos essenciais dos acionistas (também conhecidos como direitos individuais), expressos no art. 109 da *Lei 6.404/1976*, funcionam como um contrapeso capaz de frear a força da maioria” (FREITAS, 2014, p. 301):

As matérias discriminadas no art. 109, relativas aos assim chamados direitos essenciais dos acionistas, também configuram barreiras à suposta onipotência dos acionistas majoritários, na medida em que apontam para deliberações em que será inválida sua potência ilimitada, que não produzirá efeitos se derrogar por qualquer forma aqueles direitos. Em todas essas instâncias a infringência das restrições impostas pela lei aos poderes da maioria será contrária a normas inderrogáveis – e, portanto, inválida (GUERREIRO, 2009, p. 15).

Wald (1993) ressalta a relevância de se estabelecer um sistema normativo que visa equilibrar o interesse social, o princípio majoritário e os interesses individuais dos acionistas:

A atual tendência que encontramos no direito comparado é, aliás, no sentido de estabelecer um justo equilíbrio entre as exigências de desenvolvimento da empresa e o resguardo das finalidades sociais, que justificaram a subscrição ou aquisição das ações, defendendo-se os interesses sociais, sem, todavia, prejudicar os direitos do acionista, inclusive minoritário, mediante normas que organizem um verdadeiro sistema de freios e contrapesos, que deve funcionar na moderna sociedade anônima (WALD, 1993, p. 438).

Conforme exposto anteriormente, a *Lei n. 6.404/76* pretende

estabelecer esse “sistema de freios e contrapesos” entre o princípio majoritário e o interesse dos minoritários ao conceder direitos essenciais inderrogáveis a estes. No rol destes direitos essenciais, encontra-se o recesso:

Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembleia geral poderão privar o acionista dos direitos de:

[...]

V – retirar-se da sociedade nos casos previstos nesta Lei”.

§2º Os meios, processos ou ações que a lei confere ao acionista para assegurar os seus direitos não podem ser elididos pelo estatuto ou pela assembleia geral.

Portanto, o recesso integra o rol dos direitos essenciais do acionista, e por conseguinte, não pode ser privado ou restringido nem pelo estatuto social, e tampouco pela assembleia geral. Machado (1991) ainda argumenta que a disposição sobre este direito no estatuto é desnecessária:

No que se refere à disposição estatutária, entendemo-la inócua. As hipóteses que geram o direito de recesso são tipificadas na lei. Se o Estatuto repetir o que diz a lei ele é inócua. Se o Estatuto criar uma hipótese não prevista na lei ela é nula. Não é o Estatuto que cria o direito de recesso, mas a lei (MACHADO, 1991, p. 1262).

Sobre os direitos essenciais, do qual o recesso é parte, pode-se entender como verdadeira cláusula pétrea da legislação societária, não sendo passível de restrição ou exclusão.

1.2.3 Conceituação do Recesso

Inicialmente, é de grande valia as exposições teóricas de Carvalhosa (1994, p. 21) acerca do direito de recesso, o qual tem por objetivo “tutelar o interesse do acionista individual, que decide não permanecer vinculado a uma sociedade, cujas transformações institucionais, operadas por decisão assemblear majoritária, não logram alcançar a sua concordância”.

O referido autor apresenta o recesso sob a ótica contratualista das sociedades anônimas:

Na realidade, o direito recesso origina-se do reconhecimento legal da

natureza contratual da companhia. [...] A lei, de um lado, dá poderes à maioria para modificar as bases essenciais do contrato social e de outro, garante ao acionista discordante dessa modificação a possibilidade de denunciar parcialmente o pacto social a que aderiu (CARVALHOSA, 1994, p. 21-22).

E ainda complementa:

[O recesso] Trata-se de um negócio jurídico, em virtude do qual a companhia é obrigada a pagar aos acionistas dissidentes o valor de suas ações. Constitui uma rescisão unilateral ou denúncia. É, portanto, reminiscência da concepção contratualista da sociedade anônima, que ainda subsiste em diversas esferas da sua estrutura (CARVALHOSA, 2011, p. 1070).

Neste mesmo sentido contratualista:

Constitui o direito de recesso um aspecto da rescisão unilateral ou denúncia, entendida como forma de rescisão parcial do contrato de sociedade, justificada pela modificação das cláusulas essenciais que levaram os acionistas a subscrever ou adquirir as suas ações (WALD, 1982, p. 1082).

No entanto, Carvalhosa (2011) aponta uma segunda teoria sobre o direito de recesso que contrapõe a teoria contratualista - a teoria da lei:

A *teoria da lei*, que entende basear-se tal prerrogativa [o recesso] na vontade do legislador, considerando a matéria como de ordem pública e, por isso, irrenunciável e indisponível por parte do acionista e inderrogável pelo estatuto ou pela assembleia geral (art. 109, V) (CARVALHOSA, 2011, p. 1070)

Com profunda clareza, ao parafrasear Pedreira, Paraiso (1985) conceitua o recesso:

O direito de retirada do acionista consiste no poder jurídico de extinguir por ato unilateral, nos casos previstos em Lei, as relações de sócio que o vinculam à sociedade, passando à posição de credor da mesma, pelo valor de reembolso de suas ações.

É o direito dos acionistas, dissidentes de certas deliberações da assembleia geral, de saírem da companhia mediante o reembolso do valor de suas ações (PEDREIRA apud PARAISO, 1985, p. 16).

Em síntese, o direito de retirada é a faculdade do acionista dissidente de, nos casos previstos em lei, retirar-se da companhia e ser reembolsado por suas ações, passando da condição de acionista para credor da sociedade, ou, nas

palavras de Carvalhosa (2011, p. 1070), “o recesso é a faculdade legal do acionista retirar-se da companhia, mediante a reposição do valor patrimonial das ações respectivas”.

1.3 O Direito de Recesso na Legislação Brasileira

Como se demonstrou anteriormente, o instituto do recesso sofreu inúmeras modificações ao longo do tempo. Houve períodos em que se ampliava, e outros em que se restringia tal direito, suscitando críticas de festejados doutrinadores societários como Modesto Carvalhosa. Em comentário tecido em obra em coautoria com Nelson Eizirik, cujo tema é a *Lei das S/A*, Carvalhosa (2002, p. 265) asseverou que “a legislação societária, no que diz respeito ao direito de recesso, vem sendo objeto de inúmeras alterações, demonstrando uma conduta volúvel dos sucessivos legisladores quanto ao alcance e aos objetivos do instituto”.

Atualmente, o recesso ou retirada está previsto na *Lei n. 6.404*, de 15 de setembro de 1976, em diversos artigos, “de forma esparsa e assistemática” (PARENTE, 1995, p. 97). Esta lei enuncia dois pressupostos basilares para o exercício da retirada.

O primeiro requisito é a ocorrência de uma das hipóteses previstas no art. 136 de modificação do estatuto da companhia através de deliberação eficaz em assembleia de acionistas. Trata-se de pressuposto objetivo, uma vez que somente se origina nas hipóteses elencadas no referido artigo, que apresenta rol taxativo das possibilidades que, segundo corrente doutrinária, não pode ser alterado, reduzido ou ampliado por assembleia ou estatuto. Filiado a esta corrente, Carvalhosa (2011, p. 407) aponta que, “não pode, com efeito, o estatuto ou assembleia geral estender, ampliar, ou criar outras hipóteses que objetivamente deem ensejo ao exercício do direito ao reembolso”. No mesmo sentido, Guerreiro (2009) explica que:

A tipificação dos casos de retirada é, por isso, rigorosa e insuscetível de ampliação para além das figuras expressamente consignadas na lei. (...) O recesso será, assim, apenas o procedimento balizado pela lei e deflagrado exclusivamente em função das causas taxativamente inculpidas no texto

legal (GUERREIRO, 2009, p. 14;18).

O mesmo autor deduz de tal raciocínio que não é possível a interpretação analógica do instituto:

Sob essa perspectiva, parece claro que a caracterização do recesso, além de constituir *numerus clausus*, em toda a lei, não comporta extensões de qualquer espécie, nem mesmo pela via integrativa da analogia *legis* ou da analogia *iuris*. (...) Não será supérfluo enfatizar que o recesso é exceção às normas ordinárias que disciplinam as relações entre acionistas e sociedades anônimas, e como exceção deve ser entendido e interpretado (GUERREIRO, 2009, p. 19).

Converge, também, para o entendimento de não ser possível a interpretação analógica, Machado (1991):

(...) as hipóteses legais são exaustivas, tipificando os fatos geradores do direito de recesso. Inexistindo o tipo, inexistente o direito; não há a possibilidade de uma integração analógica, sob o raciocínio de que, tratando-se de matéria grave, porém, sem previsão legal, a lacuna poderia ser preenchida mediante interpretação (integração) analógica. É a lei quem diz em quais casos a dissidência gera o direito de recesso (MACHADO, 1991, p. 1249).

Filia-se a esta corrente, ao redigir parecer cujo tema abrangia o direito de recesso, Comparato (1995):

As hipóteses de incidência do direito de recesso do acionista, constantes de lei, formam um sistema de tipicidade fechada (...). Desse princípio decorrem duas consequências da maior importância, a saber, a vedação da interpretação analógica e a invalidade da criação de novas hipóteses normativas de retirada do acionista sem previsão legal (COMPARATO, 1995, p. 215).

Porém, embora as hipóteses previstas em lei componham rol taxativo, o próprio doutrinador, no mesmo parecer ressalta que, por ser um dos direitos essenciais do acionista enunciados pelo art. 109 da *Lei das Sociedades Anônimas*, “a exegese legal não há de ser, tampouco, limitativa ou mutilante do conjunto das possibilidades de aplicação, que a própria lei enseja” (COMPARATO, 1995, p. 218).

O segundo requisito para o exercício do recesso é a discordância ou abstenção do acionista retirante em relação à deliberação aprovada que enseja a retirada, ou seja, “se ocorrer o consentimento, o acionista não poderá se arrepender

e exercitar o direito de retirada” (MORITZ, 1996, p. 56).

É oportuno salientar que, para se exercer a retirada, não é necessário que a deliberação cause prejuízo ao acionista; basta que seja atingido o interesse deste. “Assim, é inadmissível falar em prejuízo do acionista alcançado pela alteração estatutária ou estrutural da companhia. O direito do minoritário ao recesso nasce quando o seu *interesse* patrimonial é alcançado pelas alterações havidas” (CARVALHOSA, 2011, p. 1076). Para que se atinja interesse patrimonial do acionista, deve a deliberação acarretar em modificação substancial dos direitos inerentes à ação que o retirante seja titular. Se for objeto de deliberação apenas uma classe ou espécie de ação, sem que se alterem as demais, não terão direito ao recesso os titulares destas, ainda que sejam contrários à deliberação.

Em linhas gerais, o recesso está previsto no art. 137, modificado pela *Lei n. 10.303*, de 31 de outubro de 2001:

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 [...].

Observa-se, então, que o *caput* do art. 137 apresenta as condições para o exercício do direito de retirada, e faz referência ao art. 136 da mesma lei, que elenca as matérias objeto de deliberação em assembleia geral por quórum qualificado. Aquele artigo faz remissão aos incisos I a VI e IX deste para enumerar as hipóteses que ensejam o direito de recesso. São elas: criação de ações preferenciais ou aumento de classe de ações preferenciais existentes, sem guardar proporção com as demais classes de ações preferenciais, salvo se já previstos ou autorizados pelo estatuto (art. 136, I); alteração nas preferências, vantagens e condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais, ou criação de nova classe mais favorecida (art. 136, II); redução do dividendo obrigatório (art. 136, III); fusão da companhia, ou sua incorporação em outra (art. 136, IV); participação em grupo de sociedades (art. 136, V); mudança do objeto da companhia (art. 136, VI) e cisão da companhia (art. 136, IX).

Conforme mencionado no item 1.1 da presente monografia, a *Lei*

13.129/2015 criou mais uma hipótese ensejadora do recesso, ao incluir o art. 136-A na *Lei n. 6.404/76* – a aprovação da inserção de convenção de arbitragem no estatuto social, porém, restringindo a retirada nos casos em que a inclusão da convenção de arbitragem no estatuto represente condição obrigatória para que a companhia possa ter suas ações negociadas em segmento de listagem de bolsa de valores que exija dispersão acionária mínima de 25% (§ 2º, I do art. 136-A), e nos casos onde a companhia atenda aos critérios de liquidez e dispersão enunciados no art. 137, II, alíneas “a” e “b”, dispositivos estes que serão analisados a seguir.

O art. 137, em seus incisos, regula ainda, de maneira pormenorizada os parâmetros para o exercício da retirada.

O inciso I prescreve que, nos casos de criação ou aumento de classes de ações preferenciais, bem como alteração nas preferências, vantagens e condições de resgate, ou criação de nova classe mais favorecida de ações, somente terá direito de retirada o titular de ações de espécie ou classe prejudicadas.

No inciso II, alíneas “a” e “b”, a disposição é no sentido de excluir a possibilidade de exercício do direito de retirada, nos casos de fusão ou incorporação de companhia em outra – formas de reorganização societária - e a participação em grupo de sociedades, pelos acionistas dissidentes detentores de ação cuja espécie ou classe possuam liquidez e dispersão. Há liquidez quando a espécie ou classe de ação, ou certificado que a represente, integre índice geral representativo de bolsa de valores, e há dispersão quando o acionista controlador, a sociedade controladora ou outras sociedades sob o seu controle detiverem menos da metade da espécie ou classe de ação (CARVALHOSA; EIZIRIK, 2002). É oportuno expor a interpretação de Comparato (1999) acerca deste dispositivo:

Em se tratando de fusão da companhia, ou sua incorporação por outra, parece-me incontestável que a exigência constante do inciso II do art. 137 é de aplicar-se em relação às ações da nova companhia resultante da fusão, ou da companhia incorporadora. Se, no momento em que se perfaz a fusão ou a incorporação existia a *condicio iuris* da iliquidez das ações, apurada segundo os critérios determinados em lei, o acionista dissidente tem pleno direito de pedir o reembolso de sua participação acionária, pouco importando o compromisso eventualmente assumido no protocolo de que trata o art. 224, de se adequar o capital acionário da nova empresa resultante da fusão, ou da companhia incorporadora, às condições de liquidez estabelecidas no citado dispositivo legal (COMPARATO, 1999, p. 15).

Entretanto, não é razoável o entendimento de que a liquidez da ação nas operações de fusão e incorporação deva ser verificada nas ações da nova companhia resultante da respectiva operação societária; mas sim, nas ações das companhias originárias de tais operações, uma vez que, nos termos do inciso IV do art. 137, o acionista dissidente deve reclamar o reembolso dentro dos trinta dias posteriores à publicação da ata da assembleia geral que deliberou sobre o tema. Então é pouco provável que a fusão ou aquisição deliberada em assembleia que ensejou a retirada esteja concluída dentro deste prazo, o que acarretaria a decadência do exercício do recesso por parte do acionista dissidente.

Prosseguindo a análise das hipóteses ensejadoras da retirada, o inciso III do art. 137 apresenta a cisão da companhia como causa ao recesso, porém, não toda e qualquer operação de cisão da companhia; somente quase se fizer presente os requisitos tipificados nas alíneas do art. 137, III; “mudança do objeto social, salvo quando o patrimônio cindido for vertido para sociedade cuja atividade preponderante coincida com a decorrente do objeto social da sociedade cindida” (alínea “a”); “redução do dividendo obrigatório” (alínea “b”) e “participação em grupo de sociedades” (alínea “c”).

É mister, aqui, comentar que a operação de cisão, assim como incorporação e fusão, é forma de reorganização societária que altera fundamentalmente a estrutura jurídica da sociedade e sua relação com seus acionistas. No entanto, o legislador, injustificadamente, discriminou-as ao somente apresentar o critério da liquidez como fator decisivo ao exercício do recesso para as operações de incorporação e fusão, tornando a liquidez irrelevante à verificação da possibilidade do acionista dissidente se retirar de companhia objeto de cisão:

A lei adotou, portanto, metodologia variável: nem firmou o princípio de que não haverá retirada quando não houver restrição na liquidez das ações, nem, tampouco, desprezou essa qualificação em outras hipóteses de reorganização societária, ou em outros casos de alteração substancial nas bases essenciais da sociedade – como, designadamente, no caso relevante de alteração do objeto social estatutário (GUERREIRO, 2009, p. 16).

Causa portanto, no mínimo, certa estranheza por ter deixado o legislador de considerar crucial para o direito de retirada, a liquidez das ações em alguns casos de mudança substancial da sociedade, excetuando as operações de

incorporação e fusão, igualmente relevantes aos desígnios societários. Sobre esta diferenciação, é de grande valia a reflexão:

[...] quando, ao ver do legislador, a liquidez das ações do acionista dissidente estivesse presumivelmente assegurada nas hipóteses mencionadas, de fusão e incorporação bem como de participação em grupo de sociedades (art. 137, II, da Lei 6.404/1976), o recesso não teria cabimento. Seria o caso de se dizer que o mercado compensaria o acionista, em tais hipóteses. Mas nas demais situações ensejadoras do recesso optou-se por diversa solução, carregando-se à própria companhia o ônus do reembolso porventura devido ao acionista dissidente (GUERREIRO, 2009, p. 17).

Defender-se-á, ao longo deste estudo, que a exclusão da retirada para os acionistas dissidentes titulares de ações que possuam liquidez e dispersão, nas hipóteses de incorporação e fusão, não é benéfica e nem colabora para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, e que tal dispositivo legal merece profunda reflexão do ponto de vista da proteção aos pequenos investidores.

Prosseguindo a análise da retirada à luz do art. 137, o inciso IV do referido dispositivo prescreve que o reembolso das ações dos acionistas dissidentes, que desejam se retirar da companhia, deve ser reclamado no prazo de 30 (trinta dias) contado da publicação da ata da assembleia geral que deliberou sobre assunto que ensejou o recesso; e o inciso V determina que o prazo contar-se-á a partir da publicação da ata de assembleia especial, que delibera sobre os temas enunciados no art. 136, incisos I e II (criação de ações preferenciais ou aumento de classe de ações preferenciais existentes, sem guardar proporção com as demais classes de ações preferenciais, salvo se já previstos ou autorizados pelo estatuto, e alteração nas preferenciais, vantagens e condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais, ou criação de nova classe mais favorecida), nos termos do § 1º do mesmo artigo.

O inciso VI prevê que o pagamento do reembolso somente poderá ser exigido após o decurso do prazo para convocação de assembleia de retratação, prevista no § 3º do art. 137. Nos dez dias subsequentes ao término do prazo para os acionistas dissidentes comunicarem o exercício do direito de retirada, poderão os órgãos da administração convocar assembleia para ratificar ou reconsiderar a deliberação que ensejou a retirada caso entendam que o pagamento do reembolso

venha a afetar significativamente a saúde financeira da companhia:

Tendo em vista que o recesso pode colocar em risco a estabilidade financeira da companhia, admitiu a lei que esta, diante do volume de pedidos de retirada, promova assembleia de retratação, tendo como ordem do dia ratificar a deliberação anteriormente tomada ou o seu cancelamento (CARVALHOSA, 2011, p. 1079).

O § 1º do art. 137 determina que, para ter direito ao reembolso, o acionista dissidente de deliberação de assembleia que ensejou a retirada deve comprovar que era titular das ações na data da primeira publicação do edital de convocação da assembleia, ou na data da comunicação do fato relevante objeto da deliberação, se anterior à publicação do edital de convocação da assembleia. O § 2º complementa que o reembolso poderá ser exercido no prazo previsto nos incisos IV ou V do caput do art. 137, ainda que o acionista reclamante tenha se absterido de votar contra a deliberação ou não tenha comparecido à assembleia. Por fim, o § 4º determina que, findo o prazo fixado pelos incisos IV e V do art. 137, não poderá o acionista exercer a retirada.

Em caráter especial, a Lei das Sociedades Anônimas também dispõe sobre o recesso nos arts. 221 (transformação); 223, §4º; 225, IV e 230 (incorporação, fusão e cisão); 236, parágrafo único (constituição de sociedade de economia mista por desapropriação); 252, §1º e 2º (incorporação de ações); 256, §2º (aquisição do controle de qualquer sociedade mercantil); 264, §3º (incorporação de controlada pela companhia controladora); 270, parágrafo único (constituição de grupo de sociedades).

Isto posto, se deduz que as hipóteses ensejadoras da retirada previstas no art. 137 não são exaustivas, uma vez que a própria lei apresenta outras situações passíveis de se exercer o direito de recesso, e estas normas não se conflitam nem se subordinam umas às outras. O art. 137 trata da retirada de forma geral, enquanto que os demais dispositivos esparsos no corpo legal se referem a situações específicas. “As remissões que, porventura, uma faça a outra, não as vinculam em relação de subordinação, mas de explicação, inclusive de fins procedimentais” (MACHADO *apud* PARENTE, 1995, p. 50-51), e “fica, portanto, evidente que as hipóteses previstas no art. 137 não são exclusivas” (CARVALHOSA, 1994, p. 23):

O art. 137 tem caráter de norma geral. Procurou regular, genericamente, o exercício do direito de recesso, nas hipóteses de dissídio decorrente das matérias descritas na lei como autorizadoras dessa dissensão. Ao fazer remissão às hipóteses de *quorum* qualificado previsto em alguns números do art. 126, não esgotou, em si mesmo, todas as demais hipóteses legais de recesso. Nem poderia fazê-lo (MACHADO, 1991, p. 1255).

O supracitado autor ainda complementa:

Dentro do mesmo corpo legal foram previstas normas que definem e tipificam hipóteses caracterizadoras do recesso. Essas normas, dentro do mesmo corpo legal, não se conflitam, não se contradizem e nem ficam subordinadas umas às outras. Cada uma cuida de situações por ela própria definidas. As remissões que, porventura, uma faça à outra, não as vinculam em relação de subordinação, mas de explicitação, inclusive de fins procedimentais (MACHADO, 1991, p. 1252).

Assim, fica evidente que a análise do direito de retirada na *Lei n. 6.404/76* não fica adstrita exclusivamente ao art. 137, sendo fundamental o estudo sistemático do referido diploma legal por hermenêutica teleológica deste:

Mas é de se notar que à interpretação teleológica não se opõe, mas complementa-a o processo sistemático de interpretação, o qual consiste em comparar o dispositivo sujeito à exegese com outros do mesmo repositório ou de leis diversas, mas referentes ao mesmo objeto (CARVALHOSA, 1994, p. 25).

O escopo da presente monografia é o direito de recesso na operação de incorporação de companhia em outra, hipótese prevista especificamente nos arts. 225, inciso IV e 230, e genericamente no inciso IV do art. 136, nos termos do inciso II do art. 137, que restringe a retirada somente para os titulares de ações que não tenham liquidez ou dispersão no mercado.

2. A INCORPORAÇÃO

2.1 Conceito

A incorporação é um dos fenômenos societários que se originam a partir de operações societárias, ou seja, mutações societárias que as sociedades empresárias podem sofrer em sua estrutura. Estas operações são classificadas na legislação brasileira em transformação, fusão, incorporação e cisão. Sobre estas:

De forma muito singela, pode-se dizer que a transformação é a operação que permite a alteração do tipo societário; a cisão permite a versão de parte ou da totalidade do patrimônio de uma sociedade para outra já existente ou constituída para este fim; a fusão é a união de duas ou mais sociedades para a constituição de uma nova e, por fim, a incorporação é a operação em que uma sociedade é absorvida por outra, extinguindo-se a incorporada e mantendo-se a incorporadora (CANTALI; QUEIROZ, 2013, p.102).

Bulgarelli (2000) classifica as operações de fusão e incorporação como fenômenos de compenetração societária e, ainda, a incorporação como derivada da fusão, sendo aquela uma fusão absorção. São três os elementos da compenetração societária – transmissão patrimonial, a participação dos sócios em outra e a extinção de pelo menos uma sociedade (BULGARELLI, 2000).

Quanto ao conceito de incorporação, não há grandes debates entre os doutrinadores, que se assemelham em suas definições.

Coelho (2012, p. 262) define: “a incorporação é a operação pela qual uma sociedade absorve outra ou outras, as quais deixam de existir”. Machado (1991, p. 1261) acrescenta que “a incorporação é, em verdade, um negócio jurídico complexo, composto de vários atos sucessivos, com a finalidade de agrupar as empresas, extinguindo-se uma delas”.

Os autores partem do conceito de incorporação previsto no art. 1.116 do *Código Civil* e no art. 227 da *Lei das S/A*:

Art. 1.116. Na incorporação, uma ou várias sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações, devendo todas aprová-la, na forma estabelecida para os respectivos tipos (BRASIL. Lei n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002).

Art. 227. A incorporação é a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações (BRASIL. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976)

Os conceitos trazidos pela legislação supracitada são bem elucidativos quanto à definição de incorporação e não deixam maiores dúvidas acerca do tema.

2.2 Direito de retirada na operação de incorporação

O recesso acionário nos casos de incorporação está previsto no art. 137, II, e nos arts. 225, IV e 230 da *Lei 6.404/76*. O art. 137 *caput* e seu inciso II prescrevem que o acionista contrário à aprovação de incorporação da sociedade em outra, deliberada em assembleia, tem o direito de retirar-se da companhia mediante o reembolso de suas ações, pago pela empresa, nos termos do art. 45 da referida lei. Isto porque a operação de incorporação de sociedade em outra se traduz em profunda alteração estatutária e fática da empresa, onde o patrimônio da incorporada passa a integrar o patrimônio da incorporadora, e aquela deixa de existir. Sendo assim, os acionistas que discordarem de tal deliberação podem exercer a retirada mediante o reembolso do preço das ações que possuíam a época:

Na incorporação, os acionistas da incorporada que discordarem da operação poderão exercer o direito de retirada. Isto se deve ao fato de que, com a operação, a sociedade à qual pertencem será extinta e eles, se quiserem, poderão fazer parte da nova sociedade (a incorporadora), recebendo novas ações. Desta forma a lei permite que aqueles que não concordem com esta mudança exerçam o direito de retirada (MORITZ, 1996, p. 61).

É oportuno novamente ressaltar que o art. 137 apenas disciplina o recesso de forma geral, sem conflitar com os demais dispositivos que, em situações específicas, estabelecem diretrizes próprias acerca da retirada.

Especificando o regramento do direito de retirada na incorporação, o art. 225, IV faz menção à exigência de definição do valor do reembolso aos acionistas dissidentes na justificação da operação de incorporação; e o art. 230 especifica que o prazo para o exercício do direito de retirada será contado a partir da

publicação da ata que aprovar o protocolo ou justificação, e que o pagamento do preço do reembolso somente será devido se a operação se concretizar.

As operações de incorporação, assim como as de fusão e cisão, se baseiam em dois documentos: o “*protocolo*” e a “*justificação*”. O primeiro envolve os órgãos de administração ou sócios das sociedades interessadas e deve apresentar as condições da operação, nos termos dos incisos do art. 224, incluindo “o número, espécie e classe das ações que serão atribuídas em substituição dos direitos de sócios que se extinguirão e os critérios utilizados para determinar as relações de substituição” (I); “os elementos ativos e passivos que formarão cada parcela do patrimônio, no caso de cisão” (II); “os critérios de avaliação do patrimônio líquido, a data que será referida a avaliação, e o tratamento das variações patrimoniais posteriores” (III); “a solução a ser adotada quanto às ações ou quotas do capital de uma das sociedades possuídas por outra” (IV); “o valor do capital das sociedades a serem criadas ou do aumento ou redução do capital das sociedades que forem parte na operação” (V); “o projeto ou projetos de estatuto, ou de alterações estatutárias, que deverão ser aprovados para efetivar a operação” (VI); “todas as demais condições a que estiver sujeita a operação” (VII). O parágrafo único determina, ainda, que “os valores sujeitos a determinação serão indicados por estimativa.

A “*justificação*” é o documento enviado para deliberação à assembleia geral das companhias interessadas, e deve expor os quesitos elencados nos incisos do art. 225: “os motivos ou fins da operação, e o interesse da companhia na sua realização” (I); “as ações que os acionistas preferenciais receberão e as razões para a modificação dos seus direitos, se prevista” (II); “a composição, após a operação, segundo espécies e classes das ações, do capital das companhias que deverão emitir ações em substituição às que deverão extinguir” (III); “o valor do reembolso das ações que terão direito os acionistas dissidentes” (IV).

Nota-se que, a partir da dicção do art. 225, IV, é necessária a inclusão na justificação do valor de reembolso das ações a que terão direito os acionistas dissidentes, e este documento “deve preceder as assembléias gerais das sociedades que irão deliberar sobre a incorporação, fusão ou cisão, contendo a exposição prevista no art. 225, I a IV, da Lei 6.404/76” (MACHADO, 1991, p.1265).

O art. 137, II da *Lei 6.404/76* exclui o reembolso para os acionistas detentores de ações que tenham liquidez ou dispersão no mercado:

Art. 137 [...]

II - nos casos dos incisos IV [fusão e incorporação] e V [participação em grupo de sociedades] 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; (grifo nosso)

O conceito de liquidez mencionado na alínea “a” é definido pelo art. 9º da *Instrução da Comissão de Valores Mobiliários n. 565*, de 15 de junho de 2015:

Art. 9º A condição de liquidez prevista no art. 137, II, “a”, da Lei nº 6.404, de 1976, estará atendida quando a espécie ou classe de ação, ou certificado que a represente, integrar o Índice Bovespa – IBOVSPA na data do aviso de fato relevante que anunciar a operação.

Em relação ao critério previsto na alínea “b”, tem-se a dispersão “quando o acionista controlador, a sociedade controladora ou outras sociedades sob o seu controle detiverem menos da metade da espécie ou classe de ações que estiver sendo atingida pela deliberação que enseja o direito de recesso” (CARVALHOSA; EIZIRIK, 2002, p. 278). Portanto, somente à espécie ou classe de ações se nega o recesso ao acionista portador dissidente, e não à totalidade das ações da companhia.

Coelho (2011) justifica a adoção dos critérios de liquidez e dispersão para justificar a restrição do recesso:

Há [...] na disciplina das sociedades anônimas, a facilidade da alienação da participação societária e a restrição da retirada, como meios de desligamento dos sócios por vontade própria. Aliás, se as ações de sociedade aberta têm liquidez e dispersão (art. 137, II) – em outras palavras, se o acionista pode presumivelmente vendê-las sem dificuldades -, a lei suprime o direito de retirada, por dissidência da deliberação da assembleia geral sobre determinados temas (fusão da companhia, sua incorporação em outra ou formação de grupo) (COELHO, 2011, p. 326).

Tal limitação afronta o princípio da igualdade e viola os direitos fundamentais do acionista, isto porque discrimina acionistas de sociedades por ações de capital aberto e fechado, e pode acarretar prejuízos de grande monta aos dissidentes portadores de ações negociadas em bolsa de valores, tornando-os vulneráveis em relação às decisões dos controladores, que, não raramente, são tomadas em favor dos seus interesses em detrimento do interesse social, restando os minoritários desprotegidos pela negativa do recesso:

A proteção às chamadas minorias decorre, evidentemente, das distorções ocorridas na direção das sociedades, pelos controladores, abalando a presunção da regra de que deve prevalecer a vontade da maioria, pois que esta será exercida a serviço do interesse social.

E essas distorções, que chegam às raias da patologia, na vida normal da sociedade atingem, de forma peculiar, as sociedades, na fusão e incorporação, ficando, em geral, as minorias desamparadas (BULGARELLI, 1975, p. 198).

Bulgarelli (1975, p. 198) alerta que estes abusos são observados com maior frequência quando as decisões envolvem fusões e incorporações, “onde a maioria pode se utilizar de manobras”, apenas o direito de retirada não é o suficiente para proteger os acionistas minoritários.

A maioria pode cometer abusos, inclusive, no cerne do exercício da retirada pelos dissidentes nas operações de incorporação, através de manipulações objetivando pagamento de reembolso aquém do preço justo, tanto na companhia incorporadora como na incorporada, por meio de sub ou superavaliações nos balanços:

Em relação às primeiras [subavaliações], os acionistas da sociedade incorporada podem ser prejudicados face a certas manobras dos controladores, risco esse bem menor para os acionistas da incorporadora, que em contra-partida podem vir a ser prejudicados pela sobreavaliação (BULGARELLI, 1975, p. 214).

Daí que se tem acentuado a necessidade da adoção de um método eficaz, apto a refletir a realidade econômico-financeira das sociedades. O que se torna mais imperioso na incorporação, dada a necessidade de se cotejarem os patrimônios da incorporanda e da incorporadora (BULGARELLI, 1975, p. 205-206).

Isto posto, o renomado autor supracitado destaca a importância de se proteger as minorias, por ele denominados “*aplicadores de capitais*”, diante dos possíveis e não raros abusos cometidos pelos controladores nas operações de

fusão e incorporação:

Justamente tendo em vista essa distinção, hoje corrente nas sociedades anônimas, entre acionistas aplicadores de capitais e os acionistas controladores ou majoritários, tem-se procurado fórmulas capazes de proteger os primeiros, adotando-se entre outras, [...] o direito de recesso. Tem-se constatado na prática que, através das chamadas financeiras pré-concentracionistas, sobretudo nas incorporações, os detentores do patrimônio da absorvida e os que controlam a sociedade absorvente, não raro usam do seu poder para se reservar certas situações vantajosas em relação aos acionistas minoritários [...] (BULGARELLI, 1975, p. 199).

A deliberação em assembleia aprovando a incorporação da companhia em outra importa em alteração fundamental das bases da sociedade. Machado (1991, p. 1256) é enfático: “a incorporação de uma companhia, ainda que não cause a sua dissolução e liquidação, extingue-a. É, portanto, um ato grave, sério e relevante, com conseqüências diretas no interesse dos acionistas”:

Ninguém, com efeito, poderá negar, que a resolução da assembleia geral, que mudou o objeto essencial da sociedade, ou determinou a incorporação da sociedade em outra, ou a sua fusão, ou, ainda, a cessação do estado de liquidação, mediante a reposição as sociedade em sua vida normal, não seja um ato grave, capaz de ferir legítimos interesses dos acionistas em minoria ou ser mesmo um golpe contra eles desferido (VALVERDE apud MACHADO, 1991, p. 1256).

É fato notório que, em praticamente todas as operações de incorporação envolvendo sociedades anônimas de capital aberto, o preço a ser pago pela companhia a ser incorporada é determinado por avaliação, utilizando-se o método do *valor presente líquido*, e este preço, corriqueiramente difere do valor de mercado das ações. Além disto, o valor de mercado das ações oscila drasticamente após tornar-se pública a deliberação de incorporação, e, quando os preços oscilam para baixo, o acionista dissidente é prejudicado por ter de se desfazer de suas ações obtendo um preço muito menor do que o efetivamente pago pela empresa incorporadora, e é direito do acionista retirante receber um justo valor por suas ações, que, segundo o art. 45 da *Lei 6.404/76*, não deve ser menor do que o valor do patrimônio líquido das ações.

Este justo valor das ações é algo imperativo, e que deve ser observado para todas as classes de acionista, sem discriminação entre controladores e minorias:

Aqui se trata da realização de um negócio jurídico, que levará até mesmo a incorporada a se extinguir, devendo, portanto, suas regras serem endereçadas a garantir a justa retribuição dos acionistas, sem vantagens para uns em relação a outros. Regras, portanto, específicas para garantir a participação igualitária no negócio, não se justificando que os controladores, só por isso, mereçam ou obtenham vantagens maiores do que os demais, ou mesmo em detrimento deles (BULGARELLI, 1975, p. 204).

A *contrariu sensu*, Comparato (1982, p. 1187) defende a diferenciação entre o preço das ações dos controladores e minoritários: “como o poder de controle implica, necessariamente, o comando da empresa, enquanto organização lucrativa, é ele sempre apreciado em função desse aviamento, que justifica o ágio”.

Tal justificativa, entretanto, não é o suficiente para se fundamentar a discriminação do valor das ações entre controladores e minoritários, isto porque o referido autor comete um equívoco ao afirmar que o comando da empresa constitui “aviamento”. Será demonstrado, em tópico específico sobre o tema, que o aviamento é qualidade da companhia, e não do poder de controle. Como característica da companhia, o aviamento deve ser repartido igualmente entre as ações, sem diferenciação entre aqueles que as detém, sejam eles acionistas controladores ou não.

Sobre esta necessidade de tratamento equitativo dos acionistas, vale mencionar:

DIREITO COMERCIAL. AÇÕES. OFERTA PÚBLICA. ABRANGÊNCIA. AÇÕES PREFERENCIAIS. INCLUSÃO. NATUREZA. RESPONSABILIDADE EXTRA CONTRATUAL. JUROS. CONTAGEM. EVENTO DANOSO. SÚMULA 54/STJ. - A oferta pública de ações visa a assegurar o tratamento equitativo dos acionistas, devendo, necessariamente, abranger a aquisição de todas as ações que não aquelas em poder do acionista controlador, inclusive as preferenciais. O art. 255 da Lei nº 6.404/76, na sua redação original, tinha o escopo de evitar que os acionistas com poder de controle se apropriassem do valor dos bens intangíveis não contabilizados, o qual, na verdade, deveria ser rateado entre todos os acionistas da companhia. - O descumprimento da exigência de oferta pública de ações caracteriza ato ilícito de natureza extracontratual, de sorte que os juros de mora devem incidir desde o evento danoso. Inteligência da Súmula 54/STJ. Vencida, nesse ponto, a Relatora para o acórdão. Recurso especial da instituição financeira não conhecido. Recurso especial do autor parcialmente conhecido e, nessa parte, provido. (STJ - REsp: 901260 PR 2006/0177987-9, Relator: Ministro Carlos Alberto Menezes Direito, Data de Julgamento: 13/11/2008, T3 - Terceira Turma, Data de Publicação: DJe 20/03/2009)

Portanto, não se justifica o pagamento de preço diferenciado por ações de uma mesma classe pertencente aos acionistas controladores, em detrimento dos minoritários; todos os acionistas devem ter a mesma participação nos ativos da companhia, na proporção da quantia de ações que cada um detém.

A disciplina do recesso no ordenamento pátrio passou por constantes idas e vindas ao logo do tempo; ora se ampliava, ora se restringia o instituto, ao sabor dos mais variados interesses governamentais e empresariais momentâneos, sob as mais variadas justificativas; assim; “chega-se à conclusão, de que nem todo recesso é desejável, mas, por seu turno, nem todo impedimento ao recesso é meritório” (GUERREIRO, 2009, p. 17). E especificamente nesse caso, tal restrição é inoportuna e ilegal, pois nega ao acionista dissidente o direito de recesso numa hipótese de deliberação que modifica radicalmente a sociedade - a incorporação:

Remate-se e repise-se: a incorporação, extinguindo a incorporadora, é matéria estrutural e relevante, que impõe à minoria uma situação da qual pode não lhe convir aceitar, ou mesmo causar-lhe prejuízos. A tal deliberação, para equilíbrio das relações societárias, deve ser, necessariamente, assegurado o direito intangível, irrenunciável e essencial de se retirar da sociedade, mediante o reembolso do valor de suas ações (MACHADO, 1991, p. 1260).

Em virtude de haver disposição específica na *Lei 6.404/76* no que tange o direito de retirada e reembolso nas operações de incorporação, por meio dos arts. 230 e 225, IV, não se aplica a restrição imposta pelo art. 137, II, alíneas “a” e “b”, pois este art. regula o recesso de forma genérica. Cada um destes artigos “epigrafados com a mesma expressão ‘direito de retirada’, cuidam, de forma diferente, situações diversas, inclusive procedimentais” (MACHADO, 1991, p. 1264):

Assim, por exemplo, na hipótese do art. 137, o dissidente tem o prazo decadencial de (trinta) 30 dias contados da publicação da ata da assembléia geral para formalizar a dissensão e o reembolso far-se-á nas condições do art. 45. No caso de incorporação, fusão ou cisão, o art. 230, [...] define que o *dies a quo* desse prazo de caducidade é o da publicação da ata da assembléia que aprovar o protocolo ou justificação da operação, *mas*, o pagamento do preço do reembolso só será devido se a operação vier a se efetivar. Trata-se, pois, de uma norma específica das operações de incorporação, fusão e cisão (MACHADO, 1991, p. 1264).

O autor ainda complementa a explanação:

A incorporação, tanto das sociedades em geral, quanto as específicas das

sociedades controladas, permanece intangível como fato gerador do direito de recesso. Naquilo que, genericamente, o art. 137 dispuser a respeito do direito de retirada que não conflite com as disposições específicas desse mesmo direito decorrente da incorporação, a tais disposições específicas se aplicarão as normas gerais. No conflito, para a incorporação, prevalecerão, conforme o caso, as disposições do art. 230 ou do art. 264. (MACHADO, 1991, p. 1257).

Por disciplinar o art. 137 o recesso de forma geral, e o art. 230, de este de maneira específica na incorporação, fusão, e cisão, além de tornar obrigatória a exposição - antecipadamente na justificação da operação - do valor de reembolso a ser pago aos acionistas dissidentes, aplica-se ao direito de retirada o disposto nos arts. 225, IV e 230 da Lei 6.404/76, não havendo nenhuma restrição a ser imposta, uma vez que o recesso integra o rol de direitos essenciais do acionista e, por esta razão, não pode ser negado. Machado (1991, p. 1255-1256) fundamenta a impossibilidade de se restringir o recesso nestas condições, pois, “na análise teleológica da lei, que é o de assegurar os direitos fundamentais do acionista, [...] é de clareza solar que a simples alteração redacional de um artigo de caráter geral não tem o alcance de extinguir esse direito essencial”.

Isto porque o direito de recesso, “pela sua natureza jurídica de direito essencial, se equívale a um princípio fundamental não suscetível de revogação tópica capaz de destruir todo o sistema de defesa das minorias em face das maiorias” (MACHADO, 1991, p. 1253). Devido a este *status* de direito essencial, atribuído ao recesso pela própria *Lei das S/A*, inderrogável e preceito de ordem pública, que visa proteger o acionista minoritário - parte hipossuficiente² na relação

² A hipossuficiência aqui levantada se assemelha à do direito do consumidor. O pequeno investidor, como acionista individual, está a mercê dos interesses dos grandes acionistas que detêm ou formam o bloco de controle. O minoritário, de forma individual, pouco ou nada pode fazer perante o imenso poder político dos majoritários. A própria *Lei n. 6.404/76* criou direitos essenciais do acionista individual - dentre estes o recesso - visando proteger-lhes. Guerreiro (2009, p. 13), justifica a necessidade de proteção da minoria:

“Em suma, a sociedade anônima seria a composição de partidos inevitavelmente desiguais, sempre em potencial desequilíbrio, mas por isso mesmo, objeto de uma série de providências legislativas de caráter tutelar destinadas a restabelecer, na medida do possível, o necessário balanço. Daí a expressão consagrada ‘proteção da minoria’, que revela, doutrinariamente, a preocupação com a permanente hipótese de um poder majoritário capaz de ameaçar de modo ilegítimo os direitos e interesses dos acionistas não-controladores ou minoritários”. Assim não nos parece razoável restringir qualquer destes direitos. Para desenvolver o mercado de capitais brasileiro, é cada vez mais imperativo que se amplie a segurança e proteção dos pequenos investidores. Em artigo apresentado no 18º Congresso de Iniciação Científica da Universidade Metodista de Piracicaba, com o título “A tutela jurídica do acionista minoritário na sociedade anônima de capital aberto”, Wilson Ferreira Guimarães Júnior e Fernanda Cristina Covolan corroboram o entendimento acerca da necessidade

societária - não se pode restringi-lo sob nenhuma justificativa, constituindo-se uma “cláusula pétrea”, numa alusão ao art. 60, § 4º, IV, que veda emendar a Constituição tendente a abolir os direitos e garantias individuais:

Ainda que prevaleça o princípio da maioria na sociedade anônima, a vontade desta não é soberana, no sentido de que não pode modificar as regras que protegem determinados direitos dos acionistas, em geral, e dos minoritários, em especial.

Aqui se estabelece a diferença fundamental entre a soberania da Nação e os poderes dos controladores, em nossa sociedade anônima. No Estado democrático, a representação da maioria pode modificar os direitos, inclusive constitucionais, da minoria, através de uma Constituinte.

Na sociedade anônima, contudo, os controladores estão submetidos a certas restrições legais com referência à imutabilidade de determinados direitos dos acionistas que não podem ser modificados pela lei interna da companhia. Foge, portanto, da competência dos acionistas detentores do controle a modificação desses direitos. Compara-se à cláusula pétrea da Constituição de 1988, Art. 60 (CARVALHOSA, 2011, p. 288-289).

O recesso, por fazer parte do rol de direitos essenciais dos acionistas, da mesma forma, não pode ser restringido ou abolido; qualquer alteração neste sentido é ilegal.

de proteção ao acionista minoritário enquanto parte hipossuficiente na relação societária:

“É necessária uma maior evolução em nosso sistema de proteção às minorias acionárias, visto que tutelar de forma efetiva os hipossuficientes tem-se mostrado uma exigência do verdadeiro Estado Democrático de Direito. Essa exigência encontra fundamento em nossa Constituição Federal não somente em seu Preâmbulo, que dispõe estar o Estado Democrático “destinado a assegurar o exercício dos direitos sociais e individuais, a liberdade, a segurança, o bem-estar, o desenvolvimento, a igualdade e a justiça como valores supremos de uma sociedade fraterna, pluralista e sem preconceitos”; mas também seu art. 3º, inciso I que estabelece ser um dos objetivos da República Federativa do Brasil “construir uma sociedade livre, justa e solidária”. Não será possível perseguir de forma efetiva esse desiderato fundamental sem assegurar uma maior proteção aos que possuem o status de coletividade hipossuficiente, como é o caso da minoria acionária (AGUIAR, 2003, p. 110)”.

3. O REEMBOLSO NA INCORPORAÇÃO

O acionista dissidente que opte por exercer a retirada terá direito ao reembolso acionário nos termos do art. 45 da *Lei n. 6.404/76*. É importante frisar que o reembolso não se trata de indenização:

O valor do reembolso não representa uma indenização aos acionistas dissidentes, mas apenas um remédio jurídico para proteger o interesse dos minoritários, sacrificados pelos interesses da maioria. Por isso o valor deve ser fixo, obedecendo critérios e cálculos determinados pelo estatuto ou pela lei, e conhecidos de todos os acionistas (MORITZ, 1996, p. 66).

O reembolso é um direito básico dos acionistas, e “centraliza-se na justa indenização dos seus haveres na sociedade; portanto, o exato valor das ações em relação ao patrimônio” (BULGARELLI, 1975, p. 200). É o mesmo entendimento de Ascarelli (2001, p. 565), para quem “o reembolso não pode ser limitado ao valor da participação do sócio no capital nominal da sociedade (às vezes superior e às vezes inferior ao patrimônio líquido social), pois que o sócio participa à sociedade e, portanto, a todo o patrimônio da sociedade”.

Para ser o reembolso devido, é necessário que a assembleia geral delibere sobre matéria prevista em lei, e que esta matéria deliberada autorize a dissidência (MACHADO, 1991). Antes de adentrarmos especificamente no tema do reembolso, é necessário tecer alguns breves comentários sobre o objeto do reembolso: a ação.

Segundo Coelho (2011, p. 101), “a ação é o valor mobiliário representativo de uma parcela do capital social da sociedade anônima emissora que atribui ao seu titular a condição de sócio desta”. Portanto, o investidor, ao adquirir parte do capital social, passa a ser sócio da companhia e, por conseguinte, titular de obrigações e direitos inerentes à condição de acionista, tornando-se um credor da empresa, uma vez que o acionista detém parcela do capital social da companhia que integra o denominado tecnicamente pelas ciências contábeis “*passivo não exigível*”.

O investidor adquire ações de uma determinada empresa no intuito de obter um retorno sobre o investimento, seja ele na forma de valorização da ação ou através do recebimento de dividendos. Assim, é ponto nevrálgico da tomada de

decisão de investimento o valor da ação e a perspectiva de lucros e valorização futuros:

Em razão de representar a ação um investimento de extrema complexidade, a definição do quanto ela vale é uma das questões mais relevantes do direito societário. Dependendo do contexto em que é necessário atribuir valor à participação societária, isto é, em função dos objetivos da avaliação, a ação poderá ter, e normalmente tem, valores diferentes. Ela valerá mais ou menos, de acordo com a finalidade da valoração. De fato, podem-se-lhe atribuir, pelo menos, cinco valores: nominal, patrimonial, de negociação, econômico e de emissão (COELHO, 2011, p. 101).

Dentre os cinco conceitos de valor da ação citados acima, para fins de análise sobre o valor do reembolso, nos interessa no presente estudo os valores patrimonial, de negociação (de mercado) e econômico.

3.1 Valor Patrimonial Líquido

A *Lei 6.404/76* faz referência à avaliação do patrimônio líquido nos art. 224, II (elementos obrigatórios do protocolo firmado entre sociedades interessadas nas operações de fusão, cisão e incorporação); art. 228, §1º (nomeação de peritos que avaliarão os patrimônios líquidos das sociedades em fusão); art. 256, “b”; art. 264.

O valor patrimonial líquido da ação decorre da divisão do patrimônio líquido da empresa pelo número de ações e representa a parcela do patrimônio líquido da companhia correspondente a cada ação (COELHO, 2011).

Como o próprio parágrafo segundo do art. 45 enuncia, o valor do reembolso no exercício do direito de recesso, salvo disposição em estatuto, deve ser calculado com base no patrimônio líquido do último balanço aprovado em assembleia. É o que entende Moritz (1996, p. 67), contrário a uma nova avaliação para fins de cálculo do valor a ser reembolsado:

O art. 45 da Lei 6.404 não fala em qualquer avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado, mas sim, em valor de patrimônio líquido das ações. [...]
Dessa forma, o art. 45 determina que o valor de reembolso, salvo previsão diversa no estatuto da companhia, deve ser calculado com base no valor do

patrimônio contábil, operação esta muito mais simples e segura para os acionistas e a companhia, do que a avaliação do valor das ações a preços de mercado.

Coelho (2011, p. 328) também entende que, para fins de reembolso do acionista retirante, o montante a ser pago deve ser calculado a partir do valor patrimonial líquido, justificando que “as tratativas para a alienação da participação societária conduzem-se em torno do *valor de negociação* da participação, e o direito de retirada garante ao retirante o *valor patrimonial* desta”.

Ocorre que, “*patrimônio líquido*”, ou “*capital próprio*”, para fins de escrituração contábil, nada mais é do que a diferença entre as somas do ativo e passivo, o que na prática, raramente representa a riqueza da companhia, “isso porque o valor do capital próprio para efeito de transações comerciais e financeiras é quase sempre outro” (SÁ, 2008, p. 153).

É um valor estático, uma fotografia que reflete o passado contábil da empresa e não leva em consideração os ativos imateriais; o aviamento do estabelecimento empresarial. O valor atribuído aos ativos no balanço podem não retratar fielmente a situação patrimonial da companhia, cujos valores reais, na maioria das vezes, difere do preço constante no demonstrativo do balanço patrimonial, às vezes gerando as denominadas reservas “ocultas”, tornando o demonstrativo pouco fiel e prejudicando o acionista retirante quanto à determinação do valor do reembolso:

Visam estas reservas ocultas ora um intuito fiscal, ou seja, à diminuição do lucro tributável com imposto de renda, ora a diminuição dos lucros a serem distribuídos, ora a facultar ao grupo de maioria comprar, no mercado, as ações a um preço menor ou o reembolso, com uma importância menor da que, de outra forma, seria devida, do sócio que se retira (ASCARELLI, 2001, p. 566).

O seguinte julgado do Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro é ilustrativo do equívoco:

DIREITO EMPRESARIAL. INCORPORAÇÃO DE COMPANHIA. DIREITO DE RECESSO. POSSIBILIDADE. DIREITO ESSENCIAL E POTESTATIVO. REEMBOLSO. ACERVO ACIONÁRIO DOS RECEDENTES. VALOR DA AÇÃO. VALOR DO PATRIMÔNIO ECONÔMICO. VALOR JUSTO DE MERCADO. POSSIBILIDADE. PAGAMENTO. VALOR PATRIMÔNIO LÍQUIDO. ÚLTIMO BALANCETE. IMPOSSIBILIDADE. RELAÇÃO DE

TROCA VANTAJOSA. PAGAMENTO A MENOR. IMPOSSIBILIDADE. MÁCULA AO PRINCÍPIO DA ISONOMIA E DA LIBERDADE DE ASSOCIAÇÃO. CONFIGURAÇÃO. AÇÃO PROCEDENTE. SENTENÇA CONDENATÓRIA MANTIDA. SUCUMBÊNCIA RECÍPROCA. INEXISTÊNCIA. HONORÁRIOS SOBRE O VALOR DA CONDENAÇÃO. LEGALIDADE.

Em caso de incorporação de uma companhia por outra, os sócios que não concordarem tem o direito de se retirarem da sociedade, porque se trata de direito essencial e potestativo com submissão dos remanescentes.

É indevido e ilógico o pagamento do valor das ações pela avaliação do patrimônio líquido da companhia pelo último balanço realizado, por não observar “o valor das ações” ou o valor justo de mercado (art. 45 da LSA).

A relação de troca das ações vantajosa para os acionistas determina o pagamento das ações aos sócios com base nesta relação, inclusive os sócios retirantes.

Apelação nº. 30912-89/2011-0001 - Acórdão - fls. 2

Se tal não ocorrer, estará proscrito o princípio da igualdade entre os acionistas e ainda o princípio da liberdade de associação face ao impedimento o exercício do direito potestativo (...). (TJRJ, Apelação n. 30912-89/2011-0001. Relator: Des. Lindolpho Morais Marinho. Data de Julgamento: 02/12/2014, Décima Sexta Câmara Cível).

É inegável que o acionista retirante será prejudicado ao ter o valor de reembolso calculado com base no último balanço patrimonial aprovado, pois este retrata uma condição passada da companhia, e não presente, além de poder conter excessivas subavaliações ou depreciações realizadas pela sociedade (ASCARELLI, 2001).

3.2 Valor de Negociação (de Mercado)

O valor de negociação ou de mercado de uma ação é caracterizado pelo preço pago pelo adquirente ao antigo titular da ação; “é o [valor] contratado, por livre manifestação de vontade, entre quem a aliena e quem a adquire. O principal elemento que as partes do negócio levam em consideração, para chegar ao acordo, diz respeito às perspectivas de rentabilidade da empresa” (Coelho, 2011, p. 107), e acrescenta:

[...] quem paga determinado valor por uma ação espera obter – quando da distribuição dos dividendos ou da sua futura venda – um retorno superior ao proporcionado pelas demais alternativas de investimento existentes, naquele momento, no mercado. [...]

Em suma, o fator econômico predominante nas negociações racionais de um investimento são as perspectivas de rentabilidade por ele apresentadas. Tais perspectivas são determinantes na mensuração do valor de negociação

da ação (COELHO, 2011, p. 107).

Aqui, entretanto, há de se fazer uma ressalva ao autor, sobre o entendimento de que o valor de negociação reflete o fator econômico das perspectivas de rentabilidade da ação. Isto porque o valor de mercado das ações de companhias de capital aberto negociadas em bolsa de valores não é determinado necessariamente com base nas expectativas de desempenho das respectivas empresas, sobretudo com relação às ações de alta liquidez.

O preço destas ações sofre significativa oscilação durante um dia, sem que tenha havido nenhuma modificação nas projeções econômicas das companhias. Isto se deve ao fato de que as decisões de investimento no curto prazo (especulações) são tomadas com base na análise gráfica (técnica). Esta análise consiste em projetar os preços futuros das ações exclusivamente a partir dos gráficos que retratam as cotações passadas:



O gráfico acima representa o preço da ação (eixo y) em um determinado período (eixo x). As duas retas paralelas traçadas indicam que o preço da ação apresentava viés de baixa. A reta inferior, denominada *suporte*, determina o preço alvo de compra, enquanto que a reta superior, *resistência*, sinaliza o preço alvo de venda. Como os analistas técnicos negociam grandes volumes de ações, embasados por estes gráficos, e devido ao *efeito manada*, o preço destas ações

3 Disponível em: <https://forumcemecrj.wordpress.com/2014/04/12/analise-grafica-das-acoes-da-petrobras-dos-ultimos-10-anos/> Acesso em out. 2015.

acaba sendo determinado basicamente em função da análise gráfica.

Então pode-se concluir que o valor de negociação de ações cotadas em bolsa de valores não refletem seu valor econômico, estando sujeito a grandes variações, o que prejudica o acionista dissidente que tem excluído o direito de recesso por ser titular de ação que se enquadre no critério de liquidez presente no art. 137, II, "a", pois vê-se obrigado a alienar a ação por preço que difere do valor econômico e patrimonial líquido, que são os parâmetros prescritos pela *Lei n. 6.404/76* para determinação do valor do reembolso.

3.3 Valor Econômico

O valor econômico da ação é obtido através da avaliação dos ativos como um todo, incluindo o aviamento, bem como as perspectivas de lucros futuros da companhia:

O valor *econômico* da ação resulta de uma complexa avaliação, procedida segundo critérios técnicos e realizada por profissionais especializados. O objetivo do cálculo é mensurar o preço que provavelmente um negociador racional pagaria pela ação, caso ela fosse vendida. Ou seja, os procedimentos de mensuração do valor econômico buscam encontrar o número que reflita o negócio *vantajoso* de compra e venda de determinadas ações. Por isso, sob o ponto de vista dos investidores, a definição do valor econômico é importante na preparação das propostas ou na delimitação das transigências interessantes durante as negociações para aquisição da ação (COELHO, 2011, p. 109).

A avaliação deve ser feita por três peritos independentes ou empresa especializada, nos termos dos parágrafos terceiro e quarto do art. 45. O resultado da avaliação se assemelha ao *Valor Presente Líquido*. É o critério que melhor retrata o valor da empresa e, portanto, o mais justo para se determinar o valor do reembolso pago ao acionista dissidente. Há que se ressaltar, porém, que tal avaliação apresenta certo grau de subjetividade por se pautar em projeções, e pode ser contestado caso apresente dados forçosos ou excessivamente otimistas ou pessimistas.

3.3.1 O método do Fluxo de Caixa Descontado, Valor Presente Líquido (VPL) e Taxa Interna de Retorno (TIR)

As decisões de investimento por parte dos investidores são tomadas de acordo com a expectativa de retorno sobre o montante investido em um período futuro. A teoria econômica parte do princípio de que os investidores e agentes econômicos escolhem seus investimentos racionalmente e buscam maximizar os lucros e o retorno. Portanto, dentre as opções de investimento disponíveis, os agentes econômicos (investidores, empresários, especuladores...) escolherão aquela que proporcionar o maior retorno, no menor período, e que apresente o menor risco.

Nas decisões de investimento em negócios empresariais, o método amplamente utilizado por investidores e empresários para avaliar a viabilidade do investimento é o Valor Presente Líquido (VPL) e a Taxa Interna de Retorno (TIR), calculados a partir do fluxo de caixa descontado.

3.3.2 Fluxo de Caixa Descontado

O fluxo de caixa descontado, de maneira sucinta, representa o valor atual de um investimento, com base nas expectativas de lucros futuros, descontando-se o *custo de oportunidade* do investimento⁴. É calculado descontando-se o custo de oportunidade dos fluxos de caixa líquidos dos anos posteriores ao investimento.

3.3.3 Valor Presente Líquido (VPL)

O Valor Presente Líquido é obtido subtraindo o somatório do fluxo de caixa descontado do investimento inicial. Se o resultado for maior que zero, o investimento é viável. O VPL representa o valor atual dos retornos futuros do investimento.

⁴ *Custo de Oportunidade* é o retorno sobre mínimo sobre um investimento de risco mínimo.

3.3.4 Taxa Interna de Retorno (TIR)

A Taxa Interna de Retorno, assim como *VPL*, também é calculada a partir do fluxo de caixa descontado. Porém, enquanto o *VPL* é um valor nominal, a TIR representa em termos percentuais o retorno anual obtido sobre o investimento, com base nos fluxos de caixa líquido futuros.

Como investidores e empresários precificam os negócios com base na expectativa de lucros futuros, logo o valor das empresas é dado pelo Valor Presente Líquido, e é este valor que norteia as negociações de fusões e incorporações de sociedades empresárias.

Mas em que se baseiam as expectativas de lucros futuros, contabilmente denominados *super-réditos*⁵?

3.3.5 Aviamento

O conceito de aviamento é estudado pelas ciências jurídicas e contábeis. Pelos juristas:

O estabelecimento empresarial é a reunião dos bens necessários ao desenvolvimento da atividade econômica. Quando o empresário reúne bens de variada natureza, como as mercadorias, máquinas, instalações, tecnologia, prédio, etc., em função do exercício de uma atividade, ele agrega a esse conjunto de bens uma organização racional que importará em aumento do seu valor enquanto continuarem reunidos. Alguns autores usam a expressão 'aviamento' para se referir a esse valor acrescido (COELHO, 2012, p. 82-83).

Mais certa para os objetivos da presente monografia é a definição de dada pelas ciências contábeis, onde o aviamento é tido “como um valor que possui a empresa próspera independentemente de seus bens, isto é de seu patrimônio e também representa um valor atual dos superlucros que uma empresa possa ter em relação a outra que só os tem normais” (MASI apud SÁ, 2008, p. 159).

O aviamento representa a parte imaterial dos ativos da sociedade

⁵ “Super-rédito é o lucro que uma empresa possui de forma mais vantajosa em relação a empresas congêneres”. (SÁ, 2008, p. 91)

empresária; é a diferença entre o ativo físico e o patrimônio líquido. A marca, as patentes, a participação de mercado, *know how* tecnológico e de gestão, entre outros bens imateriais, aliados à estrutura física da empresa e funcionando em perfeita sincronia, serão os responsáveis por gerar os lucros futuros do negócio. Uma pesquisa realizada pela *Ocean Tomo*⁶ - empresa que presta serviços de consultoria em avaliação de ativos intangíveis – estima que 84% do valor de mercado das empresas que compõem o índice de ações americano “S&P 500” pode ser atribuído aos ativos intangíveis.

Estes lucros futuros serão estimados em pesquisas de mercado, projeções de crescimento de mercado e *market share*, levando-se em consideração os riscos pertinentes ao setor econômico em que a empresa atua. Com essas informações, os investidores e empresários projetam faturamentos futuros e subtraem destes os custos e despesas futuros. Daí surge o fluxo de caixa líquido, ano a ano, que será utilizado para o cálculo do fluxo de caixa descontado e valor presente líquido, que determinará em valores monetários o preço a ser pago na operação de aquisição da sociedade empresária em análise.

3.4 O reembolso na Lei 6.404/76

O reembolso pago aos acionistas dissidentes, nos casos previstos em lei, por suas ações está previsto na Lei 6.404/76 seu art. 45, *caput*, que define o define:

Art. 45. O reembolso é a operação pela qual, nos casos previstos em lei, a companhia paga aos acionistas dissidentes de deliberação da assembléia-geral o valor de suas ações.

Outros dispositivos da mesma lei fazem referência ao reembolso, como o art. 174 (redução do capital social); art. 225, IV (valor do reembolso a ser pago aos acionistas dissidentes que deve constar na justificativa submetida à deliberação de assembleia geral nas operações de incorporação, fusão e cisão); art. 230 (direito de retirada nos casos de incorporação e fusão); art. 236, parágrafo único (aquisição do controle de companhia em funcionamento por pessoa jurídica de direito público por

⁶ Disponível em: <http://www.oceantomo.com/2015/03/04/2015-intangible-asset-market-value-study/>

meio de desapropriação); art. 252, § 1º (incorporação da totalidade das ações de companhia por outra brasileira para convertê-la em subsidiária integral); art. 264, § 3º (incorporação de companhia controlada); art. 270, parágrafo único (formação de grupo de sociedades).

O art. 45, em seu parágrafo primeiro, autoriza o estatuto social, muito embora não podendo derogar o direito de retirada, a fixar os parâmetros para o cálculo do valor de reembolso pago ao acionista retirante. No entanto, este valor não poderá ser inferior ao patrimônio líquido aferido no último balanço aprovado pela assembleia geral, salvo se o estatuto estipular como critério de fixação do reembolso o valor econômico da companhia a ser apurado em avaliação:

§ 1º O estatuto pode estabelecer normas para a determinação do valor de reembolso, que, entretanto, somente poderá ser inferior ao valor de patrimônio líquido constante do último balanço aprovado pela assembleia-geral, observado o disposto no § 2º, se estipulado com base no valor econômico da companhia, a ser apurado em avaliação (§§ 3º e 4º).

Sobre a previsão estatutária dos termos do cálculo do reembolso, Ascarelli (2001) entende que somente é válida disposição presente no estatuto originário da companhia, não podendo haver alteração posterior por entender que tal disposição somente é válida quando aprovada por unanimidade dos acionistas, o que ocorre no ato da constituição da companhia:

É possível, portanto, admitir-se que o valor a reembolsar ao acionista em caso de retirada possa ser convencionalmente determinado com o consentimento unânime dos acionistas (e, portanto, no ato da constituição que reúne o consentimento de todos os subscritores); não é, no entanto, possível, admitir-se que o possa ser numa deliberação por maioria. É justamente por isso que, ao meu ver, *não* é possível a determinação do valor do reembolso através de uma modificação do estatuto (ASCARELLI, 2001, p. 575-576).

Por essa razão, entende o ilustre doutrinador que pode o acionista dissidente questionar o valor do reembolso estipulado por modificação estatutária posterior ao estatuto originário. Entretanto, o retirante não pode impugnar valor do reembolso estipulado anteriormente à sua entrada na sociedade:

Quando, no entanto, o valor do reembolso tenha sido fixado no ato constitutivo (com o consentimento, portanto, do sócio que se retira, se ele é um subscritor; ou com o seu conhecimento prévio desse valor, se adquiriu as ações depois da constituição da sociedade), entenderia não ser cabível a

impugnação (ASCARELLI, 2001, p. 578).

Este mesmo parágrafo fixa, como piso do reembolso, o valor calculado com base no último balanço aprovado pela assembleia geral. Ascarelli (2001, p. 571) entende por “último balanço”, o último balanço efetivo, “quando posterior ao balanço do último exercício, e não como o balanço do último exercício”. Porém, parte da doutrina interpreta por “último balanço” o último balanço ordinário.

No entanto, o § 2º permite ao acionista dissidente solicitar levantamento de balanço especial para fins de cálculo do valor do reembolso caso a assembleia que ensejou este tenha ocorrido há mais de sessenta dias da data do último balanço aprovado:

§ 2º Se a deliberação da assembléia-geral ocorrer mais de 60 (sessenta) dias depois da data do último balanço aprovado, será facultado ao acionista dissidente pedir, juntamente com o reembolso, levantamento de balanço especial em data que atenda àquele prazo.

Nesse caso, a companhia pagará imediatamente 80% (oitenta por cento) do valor de reembolso calculado com base no último balanço e, levantado o balanço especial, pagará o saldo no prazo de 120 (cento e vinte), dias a contar da data da deliberação da assembléia-geral.

Esta previsão de se exigir um balanço especial decorre da problemática, já exposta, inerente aos vícios e erros provenientes da confecção do balanço, sujeito tanto a subavaliações como superavaliações. Bulgarelli (1975) destaca o balanço especial, dando ênfase à importância deste para se avaliar o preço das ações nas operações de incorporação:

A exigência das legislações no sentido do levantamento de um balanço especial para a incorporação, é medida de cautela que, aliada à indicação dos critérios para a avaliação e fixação da proporção da troca de ações, pode eliminar um sem número de problemas. [...] Reclamam, com razão, os acionistas que o balanço ordinário nem sempre se ajusta à finalidade da incorporação, na apuração e estimação correta dos valores reais em relação aos valores contábeis. Embora, é evidente, possam impugná-lo, quando ele expresse uma realidade que possa a vir prejudicá-los, a verdade é que se impõe o levantamento de um balanço especial para a incorporação (BULGARELLI, 1975, p. 214-215).

O balanço patrimonial ordinário, sujeito a sub e superavaliações, retrata uma situação patrimonial passada, e serve à determinação legal fiscal, não sendo, portanto, parâmetro adequado de avaliação para fins diferentes deste, como é o

caso do balanço para fins de reembolso:

Ora, nem sempre o balanço – que é o normal do exercício – espelhará com fidelidade a realidade da empresa, sobretudo em relação às chamadas reservas ocultas. [...] diferem os balanços conforme suas finalidades, e, aqui, ter-se-á sem dúvida, uma “verdadeira liquidação parcial”, em relação ao acionista dissidente, sendo pois, de mister, que se procure ressarcir-lo corretamente. Neste caso, havendo um balanço especialmente levantado para efeito da incorporação, com os valores perfeitamente atualizados e consignados em toda a sua extensão e veracidade, se dissidente, o acionista poderia ser reembolsado, pelo critério legal, corretamente (BULGARELLI, 1975, p. 216).

Todavia, parte da doutrina é contrária ao balanço especial e à atualização dos ativos para fins de cálculo do reembolso. Nesta corrente doutrinária está Comparato (1982):

Se se determinasse, como norma de princípio, que o acionista dissidente de deliberação de assembléia pudesse obter o pagamento do valor de suas ações pelo preço de mercado dos bens, componentes o ativo social, o dissidente teria sempre lucro na retirada, incitando-se, com isso, os minoritários a agir contra o interesse social. Quem não percebe quanto esse proceder ofende a lógica do sistema societário? A exposição de princípios que acaba de ser feita pretende ser a demonstração de que, em regra, ou seja, salvo determinação em contrário do contrato social ou do estatuto, o reembolso das cotas ou ações do sócio recedente não deve ser calculado em função do valor de mercado dos bens componentes do ativo social (COMPARATO, 1982, 1183).

Tal argumento não deve prosperar, pois o acionista dissidente não estaria obtendo lucro na retirada, apenas recebendo o valor justo por suas ações integrantes do capital social, que aliás, deve ser o mesmo valor atribuído às ações dos demais acionistas. Comparato (1982, p. 1187) conclui que “se o patrimônio líquido de uma companhia faz parte do grupo de contas passivas, ele não é, a rigor, objeto de avaliação, e, sim de mera certificação contábil. Avaliáveis são, apenas, os bens constituintes do ativo”. Ora, se o autor reconhece que é mera certificação contábil, logo não é a forma adequada para se definir o valor do reembolso ao acionista retirante.

Incorre-se em erro de técnica contábil ao afirmar que são avaliáveis apenas os bens constituintes do ativo. O balanço patrimonial demonstra a aplicação dos recursos (ativos) e a origem dos recursos (passivo). O somatório do ativo deve ser igual ao do passivo, do qual faz parte o patrimônio líquido. Logo, ao se atualizar

o valor dos bens dos ativos, há uma contrapartida no passivo. Se não há acréscimo do passivo exigível, a contrapartida do aumento do ativo se dará no patrimônio líquido. Por compor parte da origem dos recursos da companhia, o acionista detentor de parcela do patrimônio líquido (ação) é tecnicamente credor da sociedade, devendo receber um valor justo a título de reembolso quando decide deixar a empresa por não concordar com os rumos que esta tomará.

Excepcionalmente, o art. 45, § 1º admite o pagamento do reembolso em valor inferior ao patrimonial caso seja calculado com base no valor econômico da companhia, desde que haja previsão no estatuto para tanto, mediante avaliação realizada por três peritos ou empresa especializada, observados os requisitos do § 1º do art. 8º da *Lei n. 6.404/76*, sem prejuízo da responsabilidade pelos danos causados por culpa ou dolo na avaliação dos bens (art. 8º, § 6º), conforme previsão do § 3º, do art. 45:

§ 3º Se o estatuto determinar a avaliação da ação para efeito de reembolso, o valor será o determinado por três peritos ou empresa especializada, mediante laudo que satisfaça os requisitos do § 1º do art. 8º e com a responsabilidade prevista no § 6º do mesmo artigo.

O § 4º determina como deve ser realizado o procedimento de escolha dos peritos ou empresa que farão a avaliação do valor econômico da companhia para fins de reembolso:

§ 4º Os peritos ou empresa especializada serão indicados em lista sêxtupla ou tríplice, respectivamente, pelo Conselho de Administração ou, se não houver, pela diretoria, e escolhidos pela Assembléia-geral em deliberação tomada por maioria absoluta de votos, não se computando os votos em branco, cabendo a cada ação, independentemente de sua espécie ou classe, o direito a um voto.

Esta avaliação é feita utilizando-se os métodos já mencionados anteriormente no tópico sobre *valor econômico*, que têm como objetivo determinar o valor da companhia com base nas expectativas de réditos futuros. Assim, o acionista dissidente receberia a título de reembolso, o preço futuro de suas ações. O valor do reembolso calculado com base no valor econômico é alvo de várias críticas por parte da doutrina.

Coelho (2011) é contrário ao cálculo do valor do reembolso efetuado

com base no valor econômico, pois acredita que o exercício da retirada mediante pagamento do reembolso representa uma forma de “desinvestimento”, “ou seja, de subtração de recursos de uma atividade econômica”:

No cálculo do reembolso, não podem ser incluídas as perspectivas de rentabilidade da companhia, porque estas decorrem do investimento, e a retirada é o inverso, ou seja, um desinvestimento. Como o reembolso importa redução do patrimônio da sociedade anônima, a retirada altera as suas perspectivas de rentabilidade, e pode, até mesmo, comprometê-las (COELHO, 2011, p. 335).

O aludido autor complementa a crítica ao afirmar que o pagamento do reembolso com base no valor econômico da companhia reduz as perspectivas de rentabilidade, e assim sendo, “não podem ser consideradas no cálculo do valor devido ao dissidente porque, pela própria definição de reembolso, este interfere em tais perspectivas, no sentido de as reduzir, ou até mesmo comprometer” (COELHO, 2011, p. 336).

Este argumento, entretanto, não deve prosperar, uma vez que as perspectivas de rentabilidade de uma empresa se baseiam no desempenho operacional projetado, sem levar em consideração o aumento ou diminuição do capital social. Além disso, caso o montante a ser despendido com o pagamento de reembolso venha a impactar significativamente as finanças da companhia, o art. 137, § 3º da *Lei 6.404/76* permite aos órgãos da administração convocar assembleia geral de ratificação ou retratação da deliberação que ensejou a retirada, conforme exposto no item “1.3” desta monografia.

Dando continuidade à análise do art. 45, o § 5º autoriza a companhia o pagamento do reembolso à conta de lucros ou reservas, com exceção da reserva legal:

§ 5º O valor de reembolso poderá ser pago à conta de lucros ou reservas, exceto a legal, e nesse caso as ações reembolsadas ficarão em tesouraria.

As ações reembolsadas à conta do capital social deverão ser revendidas dentro de um prazo de cento e vinte dias a partir da publicação da ata da assembleia. Findo este período, a companhia reduzirá o capital social no montante das ações que se encontrarem em tesouraria no momento, devendo os órgãos da

administração convocar assembleia-geral para comunicar a redução, conforme determinação do seguinte parágrafo:

§ 6º Se, no prazo de cento e vinte dias, a contar da publicação da ata da assembleia, não forem substituídos os acionistas cujas ações tenham sido reembolsadas à conta do capital social, este considerar-se-á reduzido no montante correspondente, cumprindo aos órgãos da administração convocar a assembleia-geral, dentro de cinco dias, para tomar conhecimento daquela redução.

Os dois últimos parágrafos deste art. 45 disciplinam o reembolso em caso de falência da companhia, em dois momentos distintos – falência anterior ao pagamento do reembolso e posterior ao pagamento deste. Caso a companhia venha à falência antes de reembolsar os acionistas dissidentes, estes serão classificados em grupo separado de credores quirografários, e o rateio se dará nos termos do § 7º:

§ 7º Se sobrevier a falência da sociedade, os acionistas dissidentes, credores pelo reembolso de suas ações, serão classificados como quirografários em quadro separado, e os rateios que lhes couberem serão imputados no pagamento dos créditos constituídos anteriormente à data da publicação da ata da assembleia. As quantias assim atribuídas aos créditos mais antigos não se deduzirão dos créditos dos ex-acionistas, que subsistirão integralmente para serem satisfeitos pelos bens da massa, depois de pagos os primeiros.

O oitavo e último parágrafo versa sobre a situação de falência posterior à quitação do reembolso, onde não houve a substituição dos acionistas reembolsados, prevendo “ação revocatória para restituição do reembolso pago com redução do capital social” caso a massa não seja suficiente para o pagamento dos créditos mais antigos, havendo-se a restituição, “na mesma proporção, de todos os acionistas cujas ações tenham sido reembolsadas”.

O art. 45 da *Lei n. 6.404/76* abordado regula o reembolso de forma geral, isto é, se aplica às situações de retirada e reembolso onde não há previsão específica acerca do tema. Porém, nas operações de incorporação, a *Lei n. 6.404/76* regula especificamente o reembolso no capítulo XVIII, no art. 225, inciso IV:

Art. 225. As operações de incorporação, fusão e cisão serão submetidas à deliberação da assembleia geral das companhias interessadas mediante justificacão, na qual serão expostos:
[...]

IV – o valor do reembolso das ações que terão direito os acionistas dissidentes.

Assim, entende-se que o reembolso do acionista dissidente, ao exercer o direito de recesso, se dará nos termos do dispositivo legal supracitado, e não de acordo com o art. 45, que regula o reembolso de maneira geral:

[...] em primeiro lugar, nessas hipóteses de incorporação, fusão e cisão, não se aplica o disposto no § 2º [do art. 45], posto que tais operações pressupõem necessariamente a elaboração de laudos de avaliação do patrimônio líquido, os quais servirão de base para o valor do reembolso; em segundo lugar, não se aplica também a determinação legal, no sentido de que a companhia pagará imediatamente 80% do valor do reembolso, na medida em que o pagamento só será devido se e quando as operações vierem a ser realizadas (CARVALHOSA, 1994, p. 26).

Então, nas operações de incorporação, o valor do reembolso será fixado na justificacão, conforme prescreve o art. 225, IV, e seu pagamento somente será devido caso a operacão venha a se efetivar (art. 230).

Pagamento do Reembolso

Determina o parágrafo quinto do art. 45 que o reembolso poderá ser pago (pela sociedade) à conta de lucros ou reservas, exceto a legal, conforme autoriza o inciso II do art. 200. Após a companhia pagar o reembolso aos acionistas dissidentes, receberá as ações reembolsadas para posteriormente vendê-las a terceiros, mantê-las em tesouraria, ou reduzir o capital da sociedade após a extinção destas ações.

Entretanto, caso o valor a ser reembolsado seja de grande monta, deixando a companhia em situação financeira delicada em virtude do impacto do pagamento do reembolso em sua liquidez, o § 3º do art. 137 permite aos órgãos da administração a convocar assembleia geral “para ratificar ou reconsiderar a deliberação, se entenderem que o pagamento do preço do reembolso das ações aos acionistas dissidentes que exerceram o direito de retirada porá em risco a estabilidade financeira da empresa”:

O exercício do reembolso em certos casos poderá ser prejudicial à companhia, pois poderá ocasionar a redução do capital. Quando um grupo de acionistas minoritários decide se retirar da companhia, pode provocar uma redução drástica no capital social da empresa, representando prejuízos para a mesma. Por isso a Lei 6.404/76 faculta aos órgãos da companhia convocar nova assembléia geral para reconsiderar a deliberação que provocou o exercício do direito de retirada (MORITZ, 1996, p. 66).

Este é o principal argumento para que se restrinja o recesso e o reembolso, pois este, na visão dos críticos deste instituto, “acarretaria ônus excessivo para as finanças da sociedade, além de incentivar a especulação” (CARVALHOSA, 2011, p. 1074).

Nas operações de incorporação, o valor do reembolso é apresentado antecipadamente mediante o documento de justificação, nos termos do art. 225, IV, e o pagamento daquele far-se-á somente quando a operação se efetivar, como prescreve o art. 230.

No entanto, é no mínimo estranho que a sociedade a ser incorporada deva arcar com o pagamento do reembolso, uma vez que será extinta após a conclusão da operação. Aí se encontra uma incoerência da já ultrapassada lei societária. O dever de reembolsar, nos casos de incorporação ou alienação do controle acionário, deveria recair sobre a incorporadora ou adquirente do controle da companhia.

CONCLUSÃO

O direito é um fenômeno social, e, portanto dinâmico. No atual mundo globalizado, na era das avançadas tecnologias de informação, a velocidade com que as sociedades mudam é brutal. A abertura econômica e a estabilização da moeda iniciados na década de 1990, aliados ao grande período de crescimento econômico mundial a partir dos anos 2000 serviram de base para a modernização da gestão empresarial e dos mercados de capitais no Brasil. Hoje existem empresas transnacionais brasileiras que competem de maneira acirrada com companhias dos países desenvolvidos.

Entretanto, ainda há muito a evoluir em matéria de gestão e governança corporativa. E para isso é fundamental que os acionistas minoritários, como parte hipossuficiente na relação societária com os acionistas controladores, tenham um amparo legal eficaz para equilibrar esta relação. A final, as companhias necessitam deles, sobretudo as de capital aberto, para se capitalizarem. E, com os custos previdenciários em franca ascensão, que restringirá cada vez mais o acesso à previdência pública, muitos cidadãos terão como opção de poupança o investimento no mercado de ações, como já ocorre nos países desenvolvidos. Cabe ao legislador aprimorar o ordenamento no sentido de dar a devida proteção para cada vez mais pequenos investidores e pessoas comuns sintam-se seguras para investirem em ações.

E um dos pilares da proteção dos acionistas minoritários contra liberalidades dos acionistas controladores é um dos direitos fundamentais do acionista – o direito de recesso e reembolso, apontado por Carvalhosa (1994, p. 22) como “sendo reconhecido como uma das mais relevantes garantias individuais do acionista e, assim, incentivadora do investimento no mercado acionário”. Ao realizar à presente monografia, deparamo-nos com mais uma das várias matérias onde a Lei 6.404/76 – que inicialmente “cuidou de assegurar ao acionista minoritário maiores direitos e garantias para propiciar a estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de capitais de risco no País” (CARVALHOSA, 1994, p. 22) - encontra-se defasada em relação à realidade empresarial brasileira. Faz-se nesta oportunidade, duas críticas ao tratamento do direito de recesso e reembolso previstos na lei

mencionada.

A primeira é a exclusão do direito de retirada ao acionista dissidente detentor de ações de companhias de capital aberto, nos termos do art. 137, II. Tal restrição é totalmente contrária ao princípio da igualdade e deixa ao sabor do próprio mercado determinar o preço a ser pago no reembolso.

A segunda crítica é no sentido de que, quem deveria arcar com o pagamento do reembolso é a sociedade incorporadora e, uma medida que simplificaria a operação e solucionaria os dois pontos criticados, seria obrigar a incorporadora a reembolsar os acionistas dissidentes no mesmo preço pago aos demais, ou no mínimo, 80% (oitenta por cento) do valor acertado com os controladores, como ocorre nos casos de alienação de controle de companhia aberta, nos termos do art. 254-A da Lei 6.404/76.

REFERÊNCIAS

ASCARELLI, Tullio. **Problemas das sociedades anônimas e direito comparado**. Campinas/SP: Bookseller, 2001.

BRASIL. Decreto-Lei n. 3.708, de 10 de janeiro de 1919.

_____. Decreto-Lei n. 2.627, de 26 de setembro de 1940.

_____. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976.

_____. Lei n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002.

BULGARELLI, Waldirio. **A incorporação das sociedades anônimas**. São Paulo: Universitária de Direito, 1975.

_____. **Fusões, incorporações e cisões de sociedades**. São Paulo: Atlas, 6ª ed., 2000.

CANTALI, Fernanda Borghetti ; QUEIROZ, Dornelles Diogo. **Marcas e operações societárias: o valor dos intangíveis nas fusões e incorporações**". Revista Síntese Direito Empresarial, v. 1, p. 101-130, 2013.

CARVALHOSA, Modesto. A Lei 7.958, de 20.12.89, e o Direito de Retirada dos Acionistas Dissidentes. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo: Revista dos Tribunais, v.96, p. 21-27, out.-dez.1994.

_____. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: volume 2**. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

_____; EIZIRIK, Nelson. **A nova Lei das S/A**. São Paulo: Saraiva, 2002.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de direito comercial, volume 2: direito de empresa**. São Paulo: Saraiva, 15ª ed., 2011.

_____. **Manual de direito comercial: direito de empresa**. São Paulo: Saraiva, 24ª ed., 2012.

_____. Regime jurídico da contabilidade empresarial. **Revista do Superior Tribunal de Justiça**, Brasília , Edição especial, p. 515-524, abr.2009.

COMPARATO, Fábio Konder. **Direito empresarial: estudos e pareceres**. São Paulo: Saraiva, 1995.

_____. O novo direito de retirada do acionista nos casos de fusão e incorporação. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, Malheiros v.116, out. 1999, p. 11-16.

_____. Valor de reembolso no recesso acionário. **Revista dos Tribunais**, São Paulo: RT, v. 563, set. 1982.

CVM. Instrução n. 565, de 15 de junho de 2015

FABRETTI, Lúaudio Camargo. **Fusões, aquisições, participações e outros instrumentos de gestão de negócios**: tratamento jurídico, tributário e contábil. São Paulo: Atlas, 2005.

FREITAS, Rafael Guarilha P. de. As implicações do Projeto de Lei 406/2013 na arbitragem societária. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais - RDB**, São Paulo, v.17, n.64, p. 285-301, abr./jun. 2014.

GITMAN, Lawrence Jeffrey. **Princípios de administração financeira**. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 10ª ed., 2004.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Direito de retirada: um limite ao princípio majoritário na sociedade anônima. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo: n.151/152, p. 13-21, jan./dez. 2009.

HOOG, Wilson Alberto Zappa. **Lei das sociedades anônimas**. Curitiba: Juruá, 2ª ed., 2009.

LOBO, Jorge. Direito de retirada nos casos de fusão, incorporação, cisão e participação em grupos de sociedades. **Revista dos Tribunais**, São Paulo: RT, v. 664, fev. 1991.

LUCCA, Newton de. **“O direito de recesso no direito brasileiro e na legislação comparada”**. Disponível em: www.revistas.usp.br/rfdusp/article/download/67435/70045

MACHADO, Rubens Approbato. Sociedade por ações – incorporação, fusão e cisão – direito de retirada. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 82, abr./jun.1991.

MANNING, Bayless, **The Shareholders's Appraisal Remedy**: An Essay for Frank Coker. Faculty Scholarship Series, 1962.

MORITZ, Renata Brandão. As hipóteses de recesso na Lei das sociedades anônimas. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, Não determinada. v.101, jan. 1996, p. 56-75.

PARAISO, Anna Luisa Gayoso e Almendra Prisco. **O direito de retirada na sociedade anônima**. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 1985.

PARENTE, Norma Jonssen. O direito de recesso na incorporação, fusão ou cisão de sociedades. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**,

São Paulo, Não determinada. v.97, jan. 1995, p. 67-75.

PENNA, Paulo Eduardo. **Alienação de controle de companhia aberta**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

_____. **Os Acionistas Minoritários e o Direito ao 'tag along'**. Disponível em: <http://www.loboeibeas.com.br/archives/578>

ROCHA, André. **Direito de retirada ou 'assim não brinco mais'**. Disponível em: <http://www.valor.com.br/valor-investe/o-estrategista/1138678/direito-de-retirada-ou-assim-nao-brinco-mais>

SÁ, Antônio Lopes de. **Fundo de comércio: avaliação de capital e ativo intangível**. Curitiba: Juruá, 2008.

SALAMA, Bruno Meyerhof. PRADO, Viviane Muller. **Proteção ao acionista minoritário no Brasil: breve histórico, estrutura legal e evidências empíricas**. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/7779/Working%20paper%2063.pdf?sequence=1>

WALD, Arnoldo. Direito de recesso: modificações estatutárias não impugnadas tempestivamente que decorrem do término do prazo de concessão – descabimento daquele. **Revista dos Tribunais**, São Paulo: RT, v. 564, out. 1982.

_____. Os bancos múltiplos e o direito de recesso. **Revista de informação legislativa**, v. 30, n. 118, p. 435-450, abr./jun. 1993.