

Pareceres

O RECESSO NA INCORPORAÇÃO REVERSA

LUIS GASTÃO PAES DE BARROS LEÃES

1. Exposição e consulta. 2. O exercício do direito de retirada. 3. A manutenção da titularidade ininterrupta das ações. 4. A inexistência do direito de recesso na BRT. 5. A incidência do art. 252 da LSA. 6. A incidência do art. 264 na incorporação reversa.

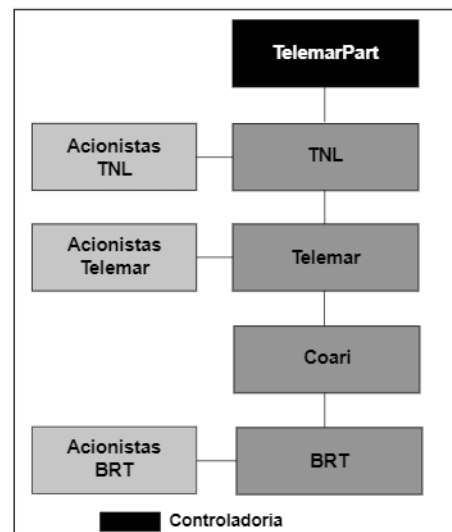
1. Exposição e consulta

1.1 Em 24 de maio, 17 de agosto e 26 de agosto de 2011, Tele Norte Leste Participações S/A (“TNL”), Telemar Norte Leste S/A (“TMAR”), Coari Participações S/A (“Coari”) e Brasil Telecom S/A (“BRT”) e, em conjunto com TNL, TMAR e Coari, as “Companhias Oi”) divulgaram Fatos Relevantes por meio dos quais foram anunciados os termos e condições da reorganização societária das Companhias Oi, a qual será realizada através, principalmente, das seguintes operações: (i) bonificação de ações preferenciais resgatáveis aos acionistas da BRT a serem criadas e imediato resgate dessas ações (“Bonificação”); (ii) cisão da TMAR e incorporação da parcela cindida pela Coari, seguida de incorporação de ações da TMAR pela Coari (“Cisão e Incorporação de Ações”); (iii) incorporação da Coari pela BRT (“Incorporação Coari”); e (iv) incorporação da TNL pela BRT (“Incorporação TNL”) (“Reorganização Societária”).

1.2 A Reorganização Societária tem por objetivo principal simplificar de forma definitiva a estrutura societária e a governan-

ça das Companhias Oi, de modo que, como resultado da Reorganização Societária, as bases acionárias das Companhias Oi serão unificadas na BRT – a qual será a única companhia aberta resultante da Reorganização Societária e que terá ações negociadas no Brasil e no exterior –, passando a TMAR a ser sua subsidiária integral.

1.3 A estrutura societária atual das Companhias Oi é a seguinte:



1.4 Em 17 de agosto, os Conselhos de Administração de TNL, TMAR e BRT aprovaram as relações de troca recomendadas pelos Comitês Especiais Independentes dessas companhias estruturados na forma do Parecer de Orientação CVM n. 35 e, em 26 de agosto, os Conselhos de Administração de TNL, TMAR, Coari e BRT aprovaram os termos e condições da Reorganização Societária, notadamente os laudos e os Protocolos e Justificação das operações.

1.5 A Reorganização Societária pressupõe que as operações nela compreendidas ocorram na mesma data, conjuntamente e indissociadas uma da outra, de modo que a implementação de cada uma dessas operações está condicionada à aprovação da outra.

1.6 As operações objeto da Reorganização Societária serão submetidas à aprovação pelas assembleias gerais de acionistas das respectivas Companhias Oi, a serem convocadas após a concessão da eficácia do registro aplicável pela *Securities and Exchange Commission* norte-americana, relativo à emissão de ações da BRT na incorporação da TNL pela BRT.

1.7 Conforme divulgado em diversos dos Fatos Relevantes e Comunicados ao Mercado e previstos nos Protocolos e Justificações relativos à Reorganização Societária e, com base no art. 137 da Lei n. 6.404/1976, farão jus ao direito de recesso os acionistas de TMAR, Coari e TNL que não aprovarem a Cisão e Incorporação de Ações, a Incorporação Coari e/ou a Incorporação TNL, conforme o caso, exceto se as ações de tais acionistas possuírem liquidez e dispersão no mercado, nos termos do art. 137, II, da Lei n. 6.404/1976, como é caso das ações preferenciais da TNL. Também constou dos Protocolos e Justificações relativos à Reorganização Societária que o direito de retirada dos acionistas dissidentes somente será exercível em relação às ações de que os acionistas sejam titulares, ininterruptamente, desde o encerramento do pregão do dia 23 de

maio de 2011, até a data do efetivo exercício do direito de retirada.

1.8 As Companhias Oi foram questionadas por determinados acionistas da TMAR e da TNL sobre certos aspectos do direito de recesso, principalmente sobre a necessidade manutenção da titularidade das ações cujos titulares fazem jus ao recesso até o momento do exercício de tal direito, bem como sobre a possibilidade de os acionistas da BRT exercerem direito de recesso com relação às suas ações.

1.9 Em vista do exposto, somos solicitados a nos manifestar sobre os seguintes quesitos:

(i) O acionista que transfere ações, no período entre a data da primeira publicação do edital de convocação da assembleia ou da data da comunicação do fato relevante objeto da deliberação, se anterior, até a data do exercício do direito de recesso, perdendo a titularidade das ações, mantém tal direito?

(ii) O acionista que mutua ações, seja tomando-as ou dando-as em mútuo, durante o período acima, citado detém o direito de exercer o recesso com relação às ações mutuadas?

(iii) Na Reorganização Societária, os acionistas da BRT, companhia que incorporará a TNL e a Coari, teriam direito de recesso?

2. O exercício do direito de retirada

2.1 Para responder aos dois primeiros quesitos, fixemos alguns pontos preliminares. Caracterizado como *direito potestativo* (que atribui ao seu titular o poder de produzir determinado efeito na esfera jurídica de outrem, independente da vontade deste), o direito de retirada em uma sociedade anônima é exercido pelo acionista através de declaração unilateral de vontade, de natureza receptícia, colhendo os seus efeitos, uma vez recebida a declaração pela sociedade destinatária. Não está, assim, o recesso sujeito a nenhuma mani-

festação volitiva da companhia, expressando a sua concordância, para o aperfeiçoamento do ato de retirada, não obstante as consequências dessa declaração sobre a sociedade e o seu patrimônio.

A *eficácia* da declaração de retirada, porém, embora recebida pela companhia, está subordinada à verificação de condições e eventos previstos pela lei, a que a doutrina dos negócios jurídicos denomina de *fatores de eficácia*, mediante os quais se realiza o reembolso das ações, constituindo uma sucessão de elementos interligados num *negócio complexo de formação progressiva* que, pressupondo satisfeitos os requisitos de legitimação do agente, principia com a reclamação e culmina com o pagamento do valor das mesmas ao acionista dissidente.

2.2 Conforme adverte Junqueira de Azevedo, “muitos negócios, para a produção de seus efeitos, necessitam de *fatores de eficácia*, entendida a palavra *fatores* como algo extrínseco ao negócio, algo que dela não participa, mas que contribui para a obtenção do resultado visado:

“São, por exemplo, casos de negócio que precisam de fatores de eficácia, os atos subordinados a condição suspensiva. Enquanto não ocorre o advento do evento, o negócio, se tiver preenchido todos os requisitos, é válido, mas não produz efeitos; certamente, a condição como cláusula, faz parte (é elemento) do negócio, mas uma coisa é a cláusula e outra o evento a que ela faz referência; o advento do evento futuro, é, nesse caso, um fator de eficácia (é extrínseco ao ato e contribui para a produção dos efeitos).”¹

É o que ocorre exatamente no caso do exercício do direito de recesso, como observa Modesto Carvalhosa: “O ato de manifestação de vontade, perfeito e concluído, irrevogável e irretroatável, somente produz o efeito de romper o vínculo societário no momento do

efetivo reembolso, consoante estabelece o art. 137 da Lei 6.404/1976”.²

2.3 De fato, o caráter receptício das declarações unilaterais de vontade não assegura que os seus efeitos se produzam tão logo realizada a emissão volitiva e esta chegue ao seu destinatário (pois receptício – *empfangbedürftig*, como dizem os alemães – significa “que deve ser recebido”), ficando os mesmos sujeitos à preexistência de determinadas condições e ao advento de fatores subsequentes, externos à declaração:

“Se è già detto che il carattere recettizio della dichiarazione non implica che la sua perfezione si realizzi in un momento successivo all’emissione: cessando con quest’ultima l’attività del dichiarante, gli avvenimenti successivi stanno necessariamente al di fuori dell’atto dichiarativo”.³

2.4 Assim, a *declaração de recesso*, que reveste natureza receptícia, não adquire eficácia tão logo seja emitida, visto que os seus efeitos estão condicionados, não só aos pré-requisitos de *legitimação*, mas também a uma sequência de atos, a ela vinculada, subordinada a um apertadíssimo formalismo, com prazos sucessivos, que só finaliza com a quitação dos haveres do sócio dissidente:

“il recesso non produce effetti immediati (...); la dichiarazione di recesso sarebbe sospensivamente condizionata al verificarsi di uno degli eventi che perfezionano il procedimento, che deve considerarsi fattispecie a formazione progressiva: liquidazione delle partecipazioni tramite acquisto o annullamento delle azioni, ovvero revoca della delibera o scioglimento dell’ente”.⁴

2. Modesto Carvalhosa, “O dissidente é sócio e não mero credor”, in *RT* 528/53; Nelson Eizirik, *A Lei das S/A Comentada*, vol. II, Quartier Latin, 2011, pp. 237 ss.

3. Luigi Carraro, verbete “dichiarazione recettizia”, in *Novissimo Digesto Italiano*, vol. V, Unione Tipografica Editrice, 1960, p. 597.

4. Marco Ventoruzzo, “I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio”, in *Rivista delle Società*, fasc. 2ª e 3ª, Milão, Giuffrè, 2005, p. 357.

1. Antônio Junqueira de Azevedo, *Negócio Jurídico. Existência, Validade e Eficácia*, 4ª ed., Saraiva, 2010, p. 55.

2.5 Daí porque, embora a manifestação de vontade do acionista no exercício do seu direito de retirada seja reputada *irrevogável* – pois irrevogável é todo negócio unilateral que se perfaz apenas com a vontade do declarante – a lei societária admite que a companhia *reconsidere* a deliberação que deu ensejo ao exercício do direito de retirada, se entender que o pagamento do preço do reembolso das ações aos acionistas dissidentes que exerceram o recesso possa “pôr em risco a estabilidade financeira da empresa” (art. 137, § 3º).

Nas duas circunstâncias acima apontadas, está subentendido, portanto, que, enquanto não encerrados todos os atos posteriores à declaração do acionista dissidente, o procedimento de retirada *ainda não se completou*.

2.6 Numa síntese apertada, cumpre recordar que esse procedimento se desdobra em sucessivas etapas. O prazo para a formulação do pedido de retirada se não feita na própria assembleia, é, regra geral, de 30 (trinta) dias, contados a partir da data de publicação da ata da assembleia geral que legitima o recesso (art. 137, IV).⁵ Decairá do direito de retirada o acionista que não o exercer no prazo indicado (art. 137, § 4º). Escoados os 30 (trinta) dias para os acionistas exercerem o direito de recesso e reclamar o reembolso de suas ações, abre-se para a companhia, em sequência, o prazo de 10 (dez) dias para a sociedade, à vista da extensão das dissidências, ratificar ou reconsiderar a deliberação tomada na assembleia geradora do recesso, anteriormente realizada (art. 137, § 3º).

5. No caso de dissidência de deliberação de assembleia especial (art. 136, § 1º), o prazo em tela é contado da publicação da respectiva ata (art. 137, V); nos casos de fusão ou incorporação (arts. 227 e 228), de incorporação de ações (art. 252), de incorporação de controlada pela controladora, ou vice-versa (art. 264), o prazo é contado da publicação da ata da assembleia que aprova o protocolo ou a justificação, ficando o pagamento de reembolso condicionado à efetivação da operação (art. 230).

2.7 Transcorrido o prazo em tela sem que a companhia tome qualquer dessas providências, torna-se *exigível* o pagamento do reembolso (art. 137, VI). Convocada, porém, no decurso do prazo, assembleia geral para ratificar ou reconsiderar a deliberação que ensejou o direito de recesso, tomada em conclave anterior, o pagamento do reembolso só se tomará postulável se a deliberação assemblear, que legitimara o pedido de recesso, não for reconsiderada. Reconsiderada a deliberação que deu ensejo ao recesso, o direito de retirada é extinto.

2.8 Se não houver reconsideração, o procedimento de retirada culmina com o reembolso. É com a quitação de seus haveres sociais – que se dá com o efetivo recebimento do valor de suas ações. É nesse momento que o recesso finalmente ganha eficácia.

2.9 Por outro lado, também se inclui como fator de atribuição de eficácia da declaração de recesso a *legitimação do agente*, denominada por Junqueira de Azevedo de *legitimidade-fator de eficácia*, com a seguinte distinção:

“Temos que distinguir duas espécies de *legitimidade*. Há uma que podemos chamar de ‘legitimidade-requisito de validade’, que age sobre a *validade* do negócio; pode ser definida como a qualidade do agente consistente na aptidão, obtida por consentimento de outrem, para realizar validamente um negócio jurídico; ela existe, malgrado uma relação jurídica anterior. A outra, que podemos chamar de ‘legitimidade-fator de eficácia’, é que, de fato, age sobre a *eficácia* do negócio. Esta pode ser definida como a *qualidade do agente* consistente na aptidão, obtida pelo fato de estar o agente na titularidade de um poder, para realizar eficazmente um negócio jurídico; ela existe por causa de uma relação anterior”.⁶

2.10 Nos termos da lei acionária (art. 137, § 1º), somente está *legitimado* a de-

6. Ob. cit., p. 58.

sencadear o procedimento de recesso para haver o reembolso de suas ações o acionista dissidente de deliberação da assembleia que já era, comprovadamente, titular das ações, (i) na data da primeira publicação do edital de convocação da assembleia, ou (ii) na data da comunicação do fato relevante objeto da deliberação, se esta for anterior. Há, assim, um *vínculo de atributividade*, como diz Reale, que confere, ao dissidente que detinha na ocasião das datas referidas ações da companhia, o direito de dela se retirar, mediante a reposição do valor das mesmas.⁷ Quer dizer, somente está legitimado a obter o reembolso (ou, como diz lei, “exercer o direito de reembolso”) o *recedente qualificado*, ou seja, o acionista dissidente que, *nas datas apontadas*, se encontrava pessoal e comprovadamente na titularidade das ações. Por consequência, há a necessidade, para a eficácia do recesso, da presença ontológica do agente com tal qualificação ao longo de todo o processo de retirada:

“Não se esqueçam dessas duas noções correlatas de *título e legitimação*, pois se trata de matéria fundamental. Ninguém pode dizer-se, por exemplo, proprietário de um terreno se a sua *pretensão* não estiver amparada por um vínculo normativo que lhe atribua efetivamente o domínio; é esse *vínculo* que lhe confere o título de proprietário e legitima os atos praticados nessa qualidade”.⁸

2.11 O texto original do dispositivo legal em causa estabelecia, como sabido, como *limite temporal* para essa legitimação do acionista ao recesso a data da assembleia,

7. “O *vínculo de atributividade* é, por assim dizer, a concreção da norma jurídica no âmbito do relacionamento estabelecido entre duas pessoas. É o vínculo que confere a cada um dos participantes da relação o poder de pretender ou exigir algo determinado ou determinável. Quando alguém tem uma *pretensão* amparada por norma jurídica, diz-se que tem *título* para o *status* ou o ato pretendido, ou, por outras palavras, que está *legitimado* para exigir o seu direito ou praticar o ato” (Miguel Reale, *Lições Preliminares de Direito*, 17ª ed., Saraiva, 1990, p. 215).

8. Miguel Reale, ob. cit., p. 215.

tendo sido antecipada a data-limite, na forma acima referida, para a data do primeiro edital da assembleia ou da primeira comunicação do fato, pela Lei n. 9.457, de 1997, que lhe imprimiu a redação em vigência, mantida pela Lei n. 10.303, de 2001. O objetivo da mudança foi o de tolher a chamada *indústria do recesso*, fomentada por compradores que, à vista das informações veiculadas, adquirem ações às vésperas da assembleia (“acionistas de vésperas”), com o único propósito de exercer o direito de retirada, auferindo ganho especulativo:

“A Lei n. 9.457/1997, também visou a eliminar a ‘indústria do recesso’, ou seja, a operação de aquisição de ações realizada com a única finalidade de dissindir de deliberações sociais e receber o reembolso das ações” (Nelson Eizirik, *Reforma das S/A do Mercado de Capitais*, 2ª ed., Renovar, 1998, p. 85).⁹

2.12 Ao conferir ao acionista o direito de se retirar da companhia, mediante o reembolso de suas ações, a lei objetiva, portanto, conciliar o interesse social, expresso na deliberação assemblear majoritária, com o interesse dos acionistas individuais. O recesso para o dissidente foi concebido com a finalidade de lhe assegurar uma porta de saída da

9. No mesmo sentido, José Waldecy Lucena, *Das Sociedades Anônimas*, vol. 2, Renovar, 2009, p. 251; Luís Ênio Rezende, in *Comentários à Lei das Sociedades por Ações*, coords. Geraldo de Camargo Vidigal e Ives Gandra da Silva Martins, Forense Universitária, 1999, p. 424; Luís Eduardo de Bulhões Pedreira, in *Direito das Companhias*, vol. I, coords. Alfredo Lamy Filho e José Bulhões Pedreira, Forense, p. 364. Embora se observe nos últimos anos no direito norte-americano o ressurgimento do recesso, inclusive mediante previsão legal, ainda é viva, por esse aspecto, a animadversão contra essa prerrogativa nas companhias de mercado, vista por “a *species of professional shareholder-at-large*” como “a *jimmy that will open windows*”: “The Professional shareholder can use the appraisal statute to give mechanical advantage to his relatively small shareholdings” (cf. o artigo clássico do Prof. Bayless Manning, “The shareholder’s appraisal remedy: a essay for Frank Coker”, 72 *Yale L. J.* 223 (1962), objeto de análise no livro também clássico de Melvin Aron Eisenberg, *The Structure of the Corporation*, Boston/Toronto, 1976, pp. 69 ss., no capítulo 7, “The place of the appraisal right in a normative model of the corporation”).

companhia com a reposição do valor de suas ações, não a de lhe abrir uma oportunidade de fazer lucros a expensas da companhia. Por outro lado, o reembolso não constitui também uma sanção do ato praticado pela maioria, nem representa uma forma de indenização a que o dissidente faria jus.¹⁰

2.13 Daí por que, nos casos de fusão, incorporação e participação em grupo de sociedades (art. 137, II), em que as ações tenham liquidez e estejam dispersas no mercado, o direito de retirada é suprimido. A facilidade de alienar as ações justifica a supressão do direito do acionista insatisfeito ao reembolso:

“Mais, vender as ações no mercado atende ao interesse do acionista dissidente, se o preço do mercado espelha o valor das ações. E se o recesso não deve ser fonte de lucro para o retirante, não se justifica preservar o direito ao reembolso se possível a alienação das ações de maneira rápida. Daí se prender a supressão do reembolso à liquidez das ações no mercado. Entende-se a noção de liquidez no texto do art. 137, no sentido de facilidade de transferência do ativo, sem que o preço seja afetado de modo significativo pelo fluxo de ordens de compra/venda, e sem que haja demora na finalização do negócio”.¹¹

2.14 E aqui chegamos aos dois primeiros quesitos da consulta.

3. A manutenção da titularidade ininterrupta das ações

3.1 Segundo consta da consulta, em diversos dos Fatos Relevantes e Comuni-

10. Como observa Fábio Konder Comparato: “A doutrina reconhece, portanto, sem discrepância, que o direito de recesso do sócio dissidente da deliberação social não constitui uma sanção de ato ilícito praticado pela maioria; não representa uma forma de indenização” (“Valor de reembolso no recesso acionário”, in RT 563/50).

11. Rachel Sztajn, “Conceito de liquidez na disciplina do Mercado de Valores Mobiliários”, in RDM 126/17.

cados ao Mercado previstos nos Protocolos e Justificações relativos à Reorganização Societária das chamadas Companhias Oi, foi divulgado que fariam jus ao direito de recesso os acionistas de TMAR, Coari e TNL, que não aprovassem a Cisão e Incorporação de Ações, a Incorporação Coari e/ou a Incorporação TNL, conforme o caso, exceto se as ações de tais acionistas possuírem liquidez e dispersão no mercado, nos termos do art. 137, II, da Lei n. 6.404/1976, como seria o caso das ações preferenciais da TNL.

3.2 Também constou dos Protocolos e Justificações relativos à Reorganização Societária que o direito de retirada dos acionistas dissidentes somente seria exercível em relação às ações de que os acionistas fossem titulares, *ininterruptamente*, desde o encerramento do pregão do dia 23 de maio de 2011, até a data do efetivo exercício de retirada. Registrou-se, igualmente, que as ações adquiridas a partir do dia 24 de maio de 2011 – data da primeira divulgação da operação ao mercado – não confeririam ao seu novo titular direito de retirada com relação à operação de Reorganização Societária, *verbis*:

“Nos termos do art. 137, § 1º, da Lei das S/A, os acionistas dissidentes terão direito de retirada, o qual será exercível em relação às ações de que sejam titulares *ininterruptamente* desde o encerramento do pregão do dia 23 de maio de 2011 até a data do efetivo exercício do direito de retirada. As ações adquiridas a partir do dia 24 de maio de 2011 não conferirão ao seu titular direito de retirada com relação à Reorganização Societária”.

3.3 Tendo sido questionada por alguns acionistas da TMAR e da TNL essa exigência da propriedade ininterrupta das ações para fazer jus ao direito de recesso, pergunta-se na consulta se o acionista que transfere ações, no período entre a data da primeira publicação do edital de convocação da assembleia ou da comunicação do fato relevante objeto da deliberação (se anterior) até a data do exercício de recesso, perdendo a titularidade das ações, manteria ainda tal direito? Nessa ordem de

raciocínio, indaga-se também se, caso a titularidade de ações tenha sido transferida em virtude de mútuo (“aluguel de ações”) durante o período citado, deteria ainda o acionista mutuante ou mutuário direito ao reembolso com relação às ações mutuadas?

3.4 Nesse questionamento, foram trazidos à baila três ordens de argumento: (i) o texto do § 1º do art. 137 da lei das anônimas não contemplaria essa exigência; (ii) a valer essa exigência, estar-se-ia impondo limitação à livre circulação das ações, em oposição ao princípio contido no art. 36 da lei; e (iii) essa exigência contraria o disposto na lei de que os direitos essenciais dos acionistas, incluindo o direito de retirada, são indisponíveis e não podem ser elididos nem pelo estatuto, nem pela assembleia geral (art. 109, V, e § 2º).

3.5 Em primeiro lugar, a exigência da titularidade ininterrupta das ações nesse interregno, entre o momento em que se identificam os acionistas qualificados ao recesso e o momento do seu exercício, a que fazem referência os Fatos Relevantes, os Comunicados ao Mercado e os Protocolos da Reorganização Societária em exame, é uma decorrência da própria finalidade do comando estatuído no § 1º do art. 137 da lei do anonimato, polarizado no sentido de abrir uma via para que o acionista dissidente possa liberar-se do vínculo social, ao mesmo tempo em que procura afastar os oportunistas que se valem do recesso para obter uma situação economicamente mais proveitosa. Pois ao dispor que *somente* estará *legitimado* a formular o pedido de recesso e haver o reembolso o acionista que “*era titular*” das ações na data do edital de convocação da assembleia, ou na data de comunicação do fato relevante, o dispositivo em tela também está implicando que somente esse acionista *em particular* é que estará apto a manifestar a sua *pretensão* ao reembolso das ações.

3.6 Com efeito, ao introduzir o recesso como prerrogativa intangível, visa a lei das anônimas a assegurar ao acionista que, em

hipóteses tópicas, se sente inconformado com uma determinada deliberação social, um mecanismo para que possa se desvincular da companhia, sem ter que desvalorizar suas ações ao aliená-las, já que não conta com um mercado suficientemente líquido para se desfazer do investimento. Se o acionista, no entanto, encontra no mercado um caminho satisfatório para se retirar, alienando as suas ações por preço livremente acordado, cessa, evidentemente, a possibilidade do recesso para se contrapor à deliberação assemblear. Não há nenhuma similaridade com a hipótese de venda de ações cheias ou *ex dividendo*, como se alega, pois, com a alienação das ações no mercado, o reembolso perdeu a sua razão de ser. A reposição do valor de suas ações já foi satisfeita por outra via.

3.7 Nessas condições, podemos responder ao primeiro quesito da consulta, dizendo que o acionista que transfere ações, no período entre a data da primeira publicação do edital de convocação da assembleia ou, se anterior, da data da comunicação do fato relevante, objeto da deliberação, até a data do exercício do direito de recesso, perdendo a titularidade das mesmas, não mantém tal prerrogativa. Nem seria essa faculdade transferível aos novos titulares. Estes recebem as ações transacionadas com todos os direitos que lhes são inerentes, inclusive com direito de recesso, mas não ficam habilitados a exercerem tal prerrogativa com relação à matéria que ensejava aos alienantes o direito ao recesso (no caso, a Reorganização Societária). Nem se tomam, por consequência, credores de um reembolso que sequer foi exercido pelos alienantes.

3.8 De resto, se a razão da antecipação do termo-limite, introduzida na lei para os fins de legitimação do acionista ao exercício do recesso, foi a eliminação dos acionistas de véspera, que adquiririam as ações apenas para se valer do direito de recesso para obter ganho especulativo, como acima se observou, curial é que, sob o ponto de vista teleológico, a *ratio*

legis seria claramente elidida se os acionistas, legitimados a exercerem o recesso, pudessem alienar as suas ações, depois das datas-limite, liberando-se do vínculo social e ao mesmo tempo conservando o crédito ao reembolso, a que não recorreram. Se pudessem fazê-lo, estariam também “traficando” com o seu direito de recesso, que a antecipação da limitação temporal introduzida na lei procurava justamente tolher, inclusive a fim de não provocar distorções indesejáveis no mercado. Com efeito, avizinhandos-se a realização da assembleia, poderiam nesse intervalo, entre o anúncio da operação e o efetivo exercício do recesso, quando o valor do reembolso e o da cotação das ações (já conhecidos) podem se distanciar, se valerem dele para fazerem ganhos às custas da sociedade, causando distorções de mercado indesejáveis.¹²

3.9 Nem se alegue que a exigência de manutenção da titularidade das ações, no interregno apontado, imporia uma limitação a um direito cujo exercício se quer intangível (art. 109, *caput*, V), sem qualquer apoio legal. Ora, o § 1º do art. 137 fornece justamente esse adinículo e não estabelece qualquer restrição ao exercício do direito de recesso, já que apenas identifica o acionista legitimado a exercê-lo. De resto, ainda que tal identificação configurasse restrição, *legem habemus*. Com efeito, o próprio dispositivo em pauta estabelece, como se viu, que somente está legitimado a exercer o recesso o acionista que detiver as ações nas datas referidas ao longo de todo o procedimento previsto para a sua implementação.

12. No direito italiano, a Lei Delegada n. 366, de 3 de outubro de 2001, introduziu no art. 2.437 do Código Civil uma disciplina do recesso diferente mas mais radical, pois, não impondo um limite temporal de titularidade para atribuir legitimidade ao acionista dissidente para o exercício do recesso, obriga-o a depositar as ações na sede social para esse exercício, a partir do qual as ações não podem mais ser cedidas (art. 2.437-*bis*). “Tale divieto si propone di impedire al socio di fare mercato del suo diritto al rimborso” (Francesco Chiappetta, “Nuova disciplina del recesso di società di capitale: profili interpretativi e applicativi”, in *Rivista delle Società*, Giuffrè, 2005, p. 506).

3.10 Da mesma forma, podemos dizer que a exigência da manutenção da titularidade das ações com o acionista legitimado para o exercício do recesso não impõe nenhuma restrição à sua negociação e não agride o princípio da livre circulação das ações (LSA, art. 36, *a contrario sensu*; art. 4º; L. 6.385/1976, art. 22), já que, no período em causa, até que o reembolso se materialize, os acionistas conservam os direitos inerentes à propriedade das ações, inclusive o de delas dispor (*ius abutendi*). A exigência da manutenção episódica da titularidade das ações diz respeito ao exercício do direito de retirada, na específica circunstância prevista no § 1º do art. 137. Nada obsta a que, encontrada outra via para o desinvestimento que não o recesso, o acionista opte pela alienação, sem esbarrar em qualquer obstáculo. Em suma, eleita via alternativa para desfazer-se do vínculo social, é livre o acionista para dispor de suas ações.

3.11 Essas mesmas conclusões se aplicam à hipótese de mútuo de ações (“*aluguel de ações*”) durante o período que permeia o anúncio da operação à prevalência da deliberação da assembleia que daria ensejo ao recesso. Como se sabe, as ações depositadas em custódia fungível em entidades prestadoras de serviços de registro, compensação e liquidação de operações com valores mobiliários (LSA, art. 41), podem ser objeto de empréstimos, sempre intermediados por sociedades corretoras e distribuidoras habilitadas. Quando da realização e do encerramento dessas operações de empréstimos, cabe às entidades prestadoras desses serviços efetuarem comunicações aos mutuantes (denominados de *doadores*) e aos mutuários (denominados de *tomadores*). Nessas operações, o doador disponibiliza seus títulos em troca de uma taxa, denominada de “*taxa de aluguel*”.

3.12 Não se trata, porém, de locação, ou seja, de negócio jurídico em que se transfere o exercício de uso e gozo de bem infungível, mas de empréstimo de bem fungível, ou seja, de “*mútuo*”. E a característica fundamental

do mútuo é a transferência da propriedade, sendo obrigação do mutuário a restituição ao mutuante o que dele recebeu, “do mesmo gênero, qualidade e quantidade” (CC art. 586). O “*empréstimo transfere o domínio da coisa emprestada ao mutuário*”, dispõe o art. 587 da lei civil, razão pela qual os empréstimos de ações são contratos de natureza real, que se perfazem com a entrega efetiva dos bens transacionados, ainda que mediante tradição ficta. Tanto é assim que as entidades prestadoras de serviços de empréstimos de valores mobiliários se obrigam a “manter sistema computadorizado de registro e controle dessas operações”, e “são responsáveis perante os titulares dos valores mobiliários emprestados pela sua reposição e a dos eventuais direitos a estes atribuídos no período de empréstimo”.¹³

3.13 Daí porque podemos concluir em resposta ao segundo quesito da consulta, que o acionista que mutua ações, tomando-as ou dando-as em mútuo, *depois* da divulgação da operação, não detém o direito de exercer o recesso com relação às ações mutuadas, pois lhes falece legitimação para tanto. Nos contratos de empréstimos de ações em aberto no dia 23.5.2011, data do fato relevante que anunciou a operação de Reorganização Societária, seriam os tomadores, mutuários das ações, e não os mutuantes, doadores das mesmas, os possuidores do direito de retirada. E desde que detenham a sua posição de titulares das ações até a deliberação assemblear. Já os detentores de ações de emissão das empresas envolvidas na operação que efetuaram o empréstimo de suas ações em data posterior a 23.5.2011 não teriam mais direito de retirada, no âmbito da referida operação, já que, por força do mútuo, lhes faltaria a titularidades das ações e, por consequência, não lhes assistiria legitimidade para exercer o reembolso.

13. O empréstimo de ações é regulamentado atualmente pela Instrução CVM 441, de 10.11.2006, de onde foram retiradas as expressões acima transcritas.

4. A inexistência do direito de recesso na BRT

4.1 Passemos agora ao último quesito da consulta. Pergunta-se: Na Reorganização Societária, os acionistas da BRT, companhia que incorporará a TNL e a Coari, teriam direito de recesso?

4.2 Os titulares de ações ordinárias da BRT, que postulam pelo exercício do direito de recesso no âmbito da Reorganização Societária, se fundamentam em duas ordens de argumentos:

a) Todas as etapas que compõem a Reorganização Societária se submetem ao *regime especial* contemplado pelo art. 264 da LSA por envolverem companhias controladoras e controladas, independentemente da forma pela qual se estruturam as operações escolhidas. Estando todas essas operações sujeitas a esse regime, estaria configurada, em consequência, a hipótese de incidência do direito de recesso prevista no § 3º do dispositivo, visto que a relações de troca propostas nas incorporações de Coari e TNL pela BRT teriam se revelado “*menos vantajosas*” aos acionistas da BRT do que as relações de troca alternativas, calculadas com base no critério do patrimônio líquido a preços de mercado, e tendo em vista, ainda, que as ações ordinárias de BRT não possuem liquidez ou dispersão; e

b) A Reorganização envolveria *materialmente* a incorporação das ações da TMAR pela BRT, de sorte que as etapas intermediárias (ou seja, a incorporação das ações da TMAR pela Coari e a incorporação da Coari pela BRT) deveriam ser “*desconsideradas*” para efeito do direito de recesso, já que se trataria de meros expedientes formais para se operar a incorporação no âmbito da BRT. Por consequência, os acionistas detentores de ações ordinárias de BRT fariam jus ao direito de recesso previsto no art. 252, § 1º, da LSA.

4.3 Examinaremos os argumentos acima em dois blocos sucessivos, começando pela

alegada incidência, na espécie, do art. 252 da lei societária.

5. A incidência do art. 252 da LSA

5.1 Esse dispositivo trata da operação de *incorporação de ações*, mediante as quais uma sociedade incorpora ao seu patrimônio a totalidade das ações de outra companhia, convertendo-a em *subsidiária integral*. O procedimento para realizá-la é o mesmo exigido na *incorporação de sociedade* (art. 227), sendo a operação submetida à deliberação da assembleia geral das duas companhias, mediante protocolo e justificação, com a diferença de que, na incorporação societária, a companhia incorporada desaparece, posto que o seu patrimônio é integralmente absorvido pela incorporadora, em aumento de capital, enquanto que, na incorporação de ações, a sociedade, cujas ações são incorporadas ao patrimônio da outra, não se extingue, mantendo preservada a sua personalidade jurídica e íntegro o seu patrimônio. Na primeira hipótese, as ações incorporadas são extintas; na segunda, as ações da incorporada são mantidas, agregadas ao patrimônio da incorporadora.

5.2 Em ambos os casos, porém, os acionistas da companhia incorporada perdem a titularidade de suas ações, recebendo, em contrapartida, ações da sociedade incorporadora. Daí porque, na incorporação de ações, a lei atribuiu aos acionistas das duas sociedades envolvidas que dissintirem das deliberações a possibilidade de exercer o direito de recesso (art. 252, §§ 1º e 2º), exceção feita apenas aos titulares de ações que atendam, conjuntamente, os parâmetros de dispersão e liquidez no mercado, previstos nos arts. 137, II, e 230 da LSA.

5.3 A avaliação das ações a serem incorporadas, realizada por peritos nomeados em assembleia (arts. 227, § 1º; 252, § 1º), terá por finalidade a apuração da cifra relativa ao aumento do capital da incorporadora que será

subscrito pela incorporada por conta de seus acionistas, com a integralização dos bens, ou seja, com a versão das ações da incorporada (art. 8º). Não indicando a lei qual o critério deva ser utilizado na avaliação dessas ações, cabe às sociedades interessadas escolhê-lo, fazendo-o constar do protocolo, juntamente com as demais condições do negócio (art. 224, III), inclusive com a proporção, também livremente eleita, de troca das ações substituídas e o critério que deverá ser empregado para avaliar os patrimônios das companhias envolvidas (art. 224, I).

5.4 Tratando-se de “incorporação de ações de companhia controlada ou controladora”, ou de “incorporação de ações de sociedades sob controle comum” (como ocorre no caso em exame), a lei impõe a adoção de procedimentos *adicionais* (art. 264, § 4º). Nesse sentido, a justificação da operação, que será apresentada à assembleia geral da companhia cujas ações serão incorporadas, deverá conter, além das informações previstas nos arts. 224 e 225, o cálculo das relações de substituição das ações dos acionistas minoritários, tendo por base o valor do patrimônio líquido das ações das companhias envolvidas, avaliados os patrimônios segundo o mesmo critério. Ou, caso se trate de companhias abertas, com base em outro critério também admitido pela Comissão de Valores Mobiliários (art. 264, *caput*). Se a relação de troca das ações dos minoritários prevista no protocolo da incorporação se revelar, em comparação com a relação assim apurada, *menos vantajosa* do que aquela que resultaria da avaliação dos patrimônios a preços de mercado ou com base em outro critério referendado pela CVM, os dissidentes da deliberação da assembleia da companhia cujas ações forem incorporadas – e só eles – poderão exercer o direito de recesso com base na aplicação desse critério alternativo (art. 264, § 3º).

5.5 Feita esta rápida resenha da legislação societária, voltemos à questão suscitada. Levando em consideração os dispositivos acima citados que atribuem, nas diferentes

assembleias, direito de recesso aos acionistas das duas sociedades envolvidas na incorporação de ações, e tendo em vista que, no âmbito da Reorganização Societária das Companhias Oi, se prevê, numa primeira etapa, a incorporação das ações da TMAR pela Coari e, numa segunda etapa, a incorporação das sociedades Coari e TNL pela BRT, alega-se que tais etapas, apesar de constituírem *formalmente* operações distintas, deveriam, na verdade, ser entendidas como *uma única operação*, realizada de forma intercorrente e sucessiva, envolvendo *materialmente* a incorporação das ações da TMAR pela BRT.

5.6 E, uma vez que as relações de troca propostas nas incorporações de Coari e da TNL pela BRT se revelaram menos vantajosas aos acionistas da BRT em comparação com as relações de troca alternativas, calculadas com base no critério do PL a preço de mercado, sustenta-se que os acionistas titulares de ações ordinárias da BRT fariam jus ao direito de recesso previsto no § 1º do art. 252 da LSA, quando verificados os requisitos legais para o seu exercício.

5.7 Para esse fim, foram elaboradas avaliações dos patrimônios líquidos a preços de mercado das companhias envolvidas na reestruturação societária em tela, para os fins da comparação prevista no dispositivo legal acima citado. De acordo com o protocolo e justificação referentes à incorporação da Coari pela BRT, a *relação de troca proposta* para a operação foi a de 5,1149 ações ordinárias de BRT para cada ação ordinárias de Coari e 0,3904 ações ordinárias, mais 4,0034 ações preferenciais, de BRT para cada ação preferencial de Coari. Para a mesma operação, a *relação de troca alternativa*, resultante da aplicação do critério do patrimônio a preços de mercado, foi de 1,963406 ações de BRT para cada ação da Coari. Quer dizer, a relação de troca alternativa mostrar-se-ia *mais vantajosa* para os acionistas da BRT.

5.8 O mesmo teria ocorrido no que tange à incorporação da TNL pela BRT. Como se verifica no protocolo e na justificação

apresentadas, a *relação de troca proposta* para a operação é de 2,3122 ações ordinárias de BRT para cada ação ordinária de TNL e 0,1879 ações ordinárias mais 1,9262 ações preferenciais de BRT de BRT para cada ação preferencial de TNL. Nessa mesma operação, a *relação de substituição alternativa*, resultante da aplicação do critério do patrimônio líquido, atingiu a cifra de 2,302004 ações de BRT para cada ação de TNL. Ou seja, também no que concerne a esta operação, a relação de troca alternativa seria *também mais vantajosa* para os acionistas da BRT.

5.9 No que tange às ações preferenciais de emissão da BRT, visto que estas possuem liquidez (integram o Ibovespa) e dispersão (64,5% em circulação), nos termos do art. 137, inciso II, da LSA, não haveria falar em direito de retirada.

5.10 Ora, embora imaginosa, a argumentação não procede. Com efeito, há nela equívocos, tanto de ordem *conceitual*, quanto de ordem *hermenêutica*. Primeiramente, não há razão para que as operações propostas não sejam consideradas *individualmente*, já que cada uma delas satisfaz os seus requisitos específicos, tendo consequências jurídicas próprias. Na Reorganização Societária tal como prevista, as operações em que a BRT se envolve diretamente – a incorporação da Coari e da TNL – são *incorporações societárias*; vale dizer, nenhuma delas consubstancia *incorporação de ações*. Caso configurassem incorporação de ações, as duas sociedades continuariam existindo, convoladas em subsidiárias integrais. Na hipótese em tela, os patrimônios das duas sociedades são integralmente absorvidos pela BRT, provocando a extinção das mesmas.

5.11 Na realidade, há aqui um erro conceitual, que reside em encarar a Reorganização Societária, como um *negócio jurídico complexo*, que somente começa a produzir efeitos próprios quando todos os atos necessários à sua constituição tenham sido praticados, e não, como efetivamente foi concebida, como um *procedimento negocial*,

em que as várias operações se articulam numa série progressiva, orientada no sentido da consecução de uma determinada finalidade (a reorganização societária), que não obsta, porém, a que os atos intercorrentes e sucessivos provoquem as consequências jurídicas que lhes são próprias. O ato ou negócio complexo tem como nota marcante a unicidade; já no procedimento, há uma sucessão de vários atos, com a produção de situações jurídicas distintas.

5.12 De há muito a doutrina dá ênfase a essa distinção. Para ilustrar, basta fazer referência à obra clássica de Vicente Ráo a respeito do ato jurídico, que assim sintetiza a diferença entre os dois conceitos:

“Atos jurídicos existem que somente se aperfeiçoam mediante a verificação de atos outros, intercorrentes, cujos efeitos reciprocamente se integram. O ato jurídico, afinal formado, só começa a produzir efeitos próprios quando todos os atos necessários para a sua constituição houverem sido praticados, o que não obsta possam outros atos sucessivos e intercorrentes provocar certas consequências jurídicas, ou certas situações jurídicas, protegidas por medidas preventivas ou acautelatórias, ou mesmo certos e particulares direitos. Caracteriza-se, nesses casos, uma *complexidade constitutiva e sucessiva*, por multiplicidade objetiva de declarações de vontade do mesmo ou mesmos agentes, ou de atos tendentes à produção do ato final visado, ao passo que nos *atos complexos propriamente ditos* ocorre uma multiplicidade concomitante de elementos subjetivos da qual emanam declarações paralelas”.¹⁴

14. Vicente Ráo, *Ato Jurídico*, 3ª ed., São Paulo, Saraiva, 1981, p. 59. Cf. também nosso *Do Direito do Acionista ao Dividendo*, São Paulo, 1969, p. 65: “não há confundir, no entanto, o ato complexo com o procedimento administrativo (ato jurídico de formação sucessiva), pois neste, ao contrário do que ocorre no primeiro, as diversas vontades não se fundem num só ato, senão que dão nascimento, cada uma delas, a atos que sucessivamente se condicionam, de sorte que, em tais circunstâncias, como diz Gabino Fraga, ‘existe no un solo acto, como ocurre en el acto complejo, sino

Essa distinção apoia-se declaradamente nas lições de Betti a respeito da noção de *procedimento negocial*, que seriam

“Negócios conjugados por um nexo de continuidade ou ligação de sequência, conservam, cada um deles, a sua própria fisionomia e eficácia; em vez de convergir no mesmo plano para um mesmo resultado, sucedem-se um ao outro, tendo em vista o mesmo escopo, como premissa indefectível e coerente consequência. Tratando-se de sequência organizada, ela configura uma *fattispecie* de formação sucessiva, que se qualifica, em sentido amplo, de *processo* e consiste de vários atos jurídicos sucessivos, dirigidos à mesma finalidade, dos quais cada ato que se segue pressupõe, necessariamente, o precedente e prepara e preannuncia o subsequente. As formas mais complexas do processo encontram-se no campo do direito público, nas figuras do processo jurisdicional e administrativo; mas não faltam exemplos no campo do direito privado”.¹⁵

5.13 Em suma, para realizar a Reorganização Societária almejada, as companhias interessadas tiveram que eleger uma configuração que atendessem aos objetivos visados, escalando uma das companhias sobre a qual deveria recair a escolha como resultante final, que remanesceria como a única com ações listadas em bolsa. No caso, a opção recaiu na BRT, visto que esta já possuía ações ordinárias e preferenciais listadas na Bovespa e em Nova Iorque, na forma de ADR. Na eleição da estrutura proposta, pesaram obviamente aspectos “contábeis, fiscais, contratuais, societários e regulatórios”, mencionados pelas empresas envolvidas na divulgação dos fatos relevantes. Não se percebem nos documentos que nos foram presentes indicadores de que

una serie de actos con caracteres propios cada uno de ellos, entrelazados y aun condicionándose uno a otro y susceptibles de ser atacado por vías diferentes”.

15. Emilio Betti, *Teoria Geral do Negócio Jurídico*, t. 2, trad. portuguesa de Fernando Miranda, Coimbra, Coimbra Editora, 1969, p. 1.969, grifo do original.

a estrutura eleita tivesse por objetivo elidir o direito de recesso dos acionistas detentores de ações ordinárias da BRT, nem se observa qualquer simulação a viciar a organização da sequência das etapas referentes à incorporação das ações da TMAR pela sua subsidiária integral Coari e à subsequente incorporação da Coari pela BRT, juntamente com a incorporação da TNL.

5.14 Ademais, no âmbito da reorganização societária em foco, as companhias envolvidas poderão incorrer em vultosos desembolsos a título de recesso, como se constata dos Protocolos e Justificações das operações, assim como do Fato Relevante conjunto divulgado pela empresa em 23 de novembro de 2011. Na incorporação das ações da TMAR pela Coari, os acionistas dissidentes, detentores de ações ordinárias e preferenciais classe A e classe B da TMAR, terão direito de retirada pelo valor econômico, o qual, à época, foi calculado em R\$ 74,39, por ação, o que, considerando que o recesso de todas as ações em circulação, representaria um desembolso potencial significativo, da ordem de R\$ 2,5 bilhões. O mesmo se poderia dizer no tocante à incorporação da TNL pela BRT. Considerando que somam a 52,6 milhões as ações ordinárias em circulação, o recesso de todas elas pelos acionistas dissidentes representaria um desembolso potencial de R\$ 1,5 bilhão.

5.15 A argumentação incide também em outro equívoco, este de ordem hermenêutica. Dizer que os titulares das ações ordinárias da BRT teriam o direito de recesso previsto no § 1º do art. 252 da LSA (atinentes à incorporação de ações) na incorporação *societária* da Coari e da TNL pela BRT, seria embaralhar institutos distintos, submetidos a diferentes regimes jurídicos. A similitude da incorporação de ações (art. 252) com a incorporação de sociedades (art. 227) é mais de ordem *processual* do que de *substância*, como já advertiam Egberto Lacerda Teixeira e Tavares Guerreiro nos albores da atual lei acionária, pois, a rigor, são *institutos diversos*, com escopos dispa-

dados que, na incorporação de ações, não se verifica extinção de sociedades, o que, por outro lado, é da essência da incorporação de sociedades.¹⁶ Em consequência, os *efeitos* previstos pela lei para a incorporação de ações nem sempre podem ser estendidos, por analogia, à incorporação societária, e vice-versa, ainda que sejam figuras, ao menos sobre o prisma operacional, assemelhadas. Como adverte Reale:

“É preciso, com efeito, ter muita cautela ao aplicar-se a analogia, pois duas espécies jurídicas podem coincidir na maioria das notas caracterizadoras, mas se diferenciarem em razão de uma que pode alterar completamente a sua configuração jurídica. Essa *nota diferenciadora*, como a teoria tridimensional o demonstra, pode resultar tanto de uma particularidade *fática* quanto de uma específica compreensão *valorativa*: em ambos os casos o emprego da analogia não teria razão de ser. Já os romanos advertiam, com sabedoria: *minima differentia facti maximas inducit consequentias iuris*”.¹⁷

5.16 Ademais, o emprego da *analogia* se fundamenta na presunção de que determinado dispositivo pode ser estendido a um caso não expressamente contemplado no texto legal, desde que obedeça a uma certa identidade entre o princípio inspirador da disposição legal e a hipótese não compreendida em sua formulação. Em havendo identidade de razão jurídica, é de se inferir que haja identidade de disposição nos casos análogos, pressupondo lacuna normativa (LICC, art. 4º). Ora, não é, evidentemente, o que se verifica no caso em foco, dado que não há aqui hiato normativo, sendo certo ainda que as figuras da incorporação de sociedades e da incorporação de ações, embora subordinadas a procedimentos assemelhados, foram previstas expressa e

16. Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro, *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*, vol. 2, São Paulo, Ed. José Bushatsky, 1979, pp. 727-728.

17. Miguel Reale, *Lições Preliminares de Direito*, 1ª ed., Saraiva, 1990, p. 293.

separadamente no diploma societário, obedecendo cada uma delas a diferente ordem lógica substancial.

5.17 Nada, assim, justifica que se estenda às operações de incorporação das sociedades Coari e da TNL pela BTR a regra constante dos §§ 1º e 2º do art. 252 da lei societária, atribuindo aos acionistas dissidentes, de *qualquer* das companhias envolvidas, a exercer o direito de recesso, mediante o reembolso do valor de suas ações, quando, nas incorporações de sociedades, *apenas* os acionistas da companhia incorporada podem exercê-lo, segundo a regra geral constante dos arts. 137 e 230 da LSA.

5.18 Essa, aliás, é uma das principais *diferenças* entre a operação de incorporação de ações em relação à incorporação de sociedades, como sintetiza Nelson Eizirik:

“O direito de recesso constitui, também, uma das principais distinções da incorporação de ações em relação à operação de incorporação de sociedades, tendo em vista que nesta última apenas os acionistas da companhia incorporada podem exercê-lo, conforme dispõem os arts. 137 e 230 da Lei Societária. Na incorporação de ações, os acionistas minoritários dissidentes, de qualquer das duas companhias, poderão, nos termos dos §§ 1º e 2º do art. 252 da Lei das S/A, retirar-se da companhia, mediante o reembolso do valor de suas ações”.¹⁸

5.19 Por consequência, quando o § 4º do art. 264 estende, expressamente, as normas especiais previstas nesse artigo, destinadas à incorporação de partes relacionadas (como tais entendidas as sociedades que têm um mesmo acionista controlador), a extensão, que determina, não tem por escopo desconsiderar as diferenças substanciais entre os dois tipos de incorporação. Quer dizer, por força da extensão contida no dispositivo em tela, a incorporação de sociedades não se desfigura,

nem se mescla com a incorporação de ações. Cogitando-se de incorporação entre partes relacionadas, aplicam-se os procedimentos adicionais previstos no art. 264 da LSA, realizando-se a operação mediante a absorção de uma pela outra, que lhe sucede em todos os direitos e obrigações (art. 227), sendo assegurado o direito de recesso tão somente aos acionistas da companhia *incorporada* que se extingue. Essa afirmação nos leva à segunda parte das objeções suscitadas pelos acionistas.

6. A incidência do art. 264 na incorporação reversa

6.1 A fim de manter o equilíbrio entre o poder atribuído à maioria para dirigir a sociedade e a preservação dos interesses dos minoritários, a lei acionária confere a estes, em hipóteses específicas, o direito de se retirarem da companhia, quando dissidentes, mediante o reembolso do valor de suas ações. Trata-se do *direito de retirada*, elevado à categoria de direito essencial, do qual o acionista não pode ser privado nem pelo estatuto, nem por deliberação da assembleia geral (art. 109, V). As hipóteses em que a lei confere essa tutela aos minoritários dissidentes são enumeradas no diploma, de maneira taxativa, em vários dispositivos, dentre as quais se inclui “a incorporação [da companhia] em outra” (art. 136, IV). Nessa especial circunstância, é atribuída a prerrogativa do recesso aos acionistas dissidentes de companhia que se incorpora em outra, não estendendo, porém, esse direito, aos acionistas dissidentes da companhia que a incorpora.

6.2 Para o caso de incorporação de companhia *controlada*, a lei introduziu, no art. 264, “*normas especiais*” (como as conceitua a Exposição Justificativa¹⁹) destinadas

18. Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik, *Estudos de Direito Empresarial*, Saraiva, 2010, p. 91.

19. Também assim conceituava o texto original do § 4º do art. 264: “Aplicam-se à fusão de companhia controladora e controlada as *normas especiais* previstas neste artigo”.

à proteção dos acionistas minoritários da companhia controlada que seja incorporada pela controladora, “por isso que não existem, na hipótese, duas maiorias acionárias distintas, que deliberem separadamente sobre os interesses de cada companhia”. São “*normas especiais*” na medida em que coexistem com “*normas gerais*” que disciplinam o direito de retirada na incorporação, que são aquelas constantes do art. 137, às quais o dispositivo referido acrescenta provimentos *adicionais* a serem atendidos quando se cogita de incorporação de companhia controlada.

6.3 Não há falar aqui em uma figura nova, *autônoma*, do direito de retirada introduzida pelo art. 264, em contraste com o recesso previsto nos arts. 136, IV, 137, visto que o recesso dos acionistas da sociedade controlada, como *modelo* ou *tipo legal*, já está de ordinário assegurado pela lei nos dispositivos acima citados. O art. 264 apenas introduz procedimentos *suplementares*, quando se trata de incorporação de companhia controlada. Face à inexistência, na espécie, de maiorias acionárias contrapostas, que deliberem separadamente sobre a operação, defendendo os interesses de cada companhia, e a fim de proteger os interesses dos minoritários da controlada, parte mais frágil da relação, a lei, através do dispositivo em apreço, os beneficia com a faculdade de *optar*, no exercício do recesso, entre o valor do reembolso fixado nos termos do art. 45 e o valor do patrimônio líquido a preços de mercado. Trata-se de um *incremento*, mas não da criação de um tipo diferenciado de recesso.

6.4 Nesse sentido, dispõe o *caput* do art. 264 que a *justificação* apresentada à assembleia geral da “*sociedade controlada*” deverá conter, *para fins de comparação*, além das informações previstas nos arts. 224 e 225, “o *cálculo das relações de substituição das ações dos acionistas não controladores da controlada*”. Esse cálculo deverá tomar por base o valor do patrimônio líquido das ações da controladora e da controlada, avaliados os dois patrimônios segundo os mesmos crité-

rios e na mesma data, a preços de mercado, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, no caso de companhias abertas.

6.5 Para efeito desse cotejo, dispõe o § 2º do dispositivo que as ações do capital “*da controlada*”, de propriedade da controladora, serão avaliadas, no patrimônio desta, em conformidade com o cálculo acima. Caso desse cálculo resulte para os acionistas não controladores uma relação de substituição *mais vantajosa* do que aquela prevista no protocolo de incorporação, acrescenta o § 3º que os acionistas dissidentes da deliberação na assembleia geral “*da controlada*” poderão, para efeito do exercício do recesso – que *já lhes é assegurado* pela “*regra geral*” constante do *caput* do art. 137 c/c art. 136, IV – escolher entre o valor de reembolso fixado nos termos do art. 45 e o valor alternativo assim apurado, com base no patrimônio líquido a preços de mercado.

6.6 Eis que em 2001, a Lei 10.303, alterando a redação do § 4º do art. 264, ampliou a sua abrangência, estendendo a sujeição às normas previstas nesse artigo, antes circunscrita à incorporação de companhia controlada e à fusão de companhia controladora e controlada, às operações (i) de incorporação reversa, de controladora por sua controlada, (ii) de incorporação de ações de companhia controlada ou controladora, e (iii) de incorporação, fusão e incorporação de ações de sociedades sob controle comum.

6.7 Evidentemente, em todos os parágrafos constantes do art. 264, onde se lê “*controlada*”, deve-se ler, simplesmente, “*incorporada*”, pois a hipótese de fato contemplada originalmente pelo dispositivo, a ponto de identificar o título da seção, é justamente a da “*incorporação de companhia controlada por sua controladora*”. Admitida, a partir da alteração do teor do § 4º do dispositivo, a situação reversa, passando a controladora a ser a companhia incorporada, e incorporadora, a companhia controlada, todos os comandos do artigo passam a ter, como destinatária

lógica, a companhia *incorporada*, seja ela a companhia controlada, ou controladora. É a leitura simples e natural, congruente com o contexto.

6.8 Nessas condições, uma leitura *literal* desses dispositivos, presa aos vocábulos independentemente do sentido que desfrutam na norma legal, seria, claramente, inadequada e inconsistente. Pois de duas, uma: ou (i) levaria a supor que, na incorporação reversa, o direito de retirada, com o benefício adicional do art. 264, passaria a ser detido pelos acionistas minoritários dissidentes da incorporadora, e não mais pelos acionistas dissidentes da companhia incorporada, subvertendo a hipótese paradigmática do recesso constante da lei; ou (ii) levaria a inferir (o que seria ainda mais inconsistente e inadequado, como se verá) que, diante da redação do § 3º do art. 264, ao lado da *regra geral* de retirada em caso de a companhia ser incorporada, como previsto nos arts. 136, IV, e 137, a *disciplina peculiar* do art. 264 conferiria aos acionistas minoritários da companhia controlada – seja ela incorporada ou incorporadora – o direito de retirada, com preterição da regra geral de recesso acima citada.

6.9 Nenhuma dessas conclusões seria admissível. É princípio cediço de hermenêutica jurídica, que o primeiro dever do intérprete é, por certo, o de analisar o dispositivo legal dentro do seu conteúdo expressional. O legislador se exprime por palavras e é no entendimento real destas que o intérprete investiga a sua vontade. Mas o entendimento da norma parte da literalidade do texto para, ato contínuo, adentrar na articulação dela no conjunto lógico do sistema positivo em que se insere, como pondera Reale:

“A lei é uma realidade morfológica e sintática que deve ser, por conseguinte, estudada do ponto de vista gramatical. É da gramática – tomada essa palavra no seu sentido mais amplo – o primeiro caminho que o intérprete deve percorrer para nos dar o sentido rigoroso de uma norma legal. Toda lei tem um significado e um alcance que

não são dados pelo arbitrio imaginoso do intérprete, mas são, ao contrário, revelados pelo exame imparcial do texto. Após essa perquirição filológica, impõe-se um trabalho lógico, pois nenhum dispositivo está separado dos demais. Cada artigo de lei situa-se num capítulo ou num título e seu valor depende de sua colocação sistemática. É preciso, pois, interpretar as leis segundo seus valores linguísticos, mas sempre situando-as no conjunto do sistema”.

6.10 Assim, admitida a hipótese de incorporação reversa, da controladora pela controlada, e estendida a esta as normas previstas para a incorporação da companhia controlada, força é extrair do invólucro verbal o seu significado imanente, identificando o direito de recesso previsto no § 3º do art. 264, que se prende conceitual e sistematicamente ao direito de retirada disposto no art. 137 c/c art. 136, IV, da Lei 6.404/1976, detido, sempre e apenas, pelos acionistas dissidentes da *incorporada*, seja controlada ou controladora. É, aliás, a opinião dominante na doutrina brasileira, posto que, no sistema da legislação societária, o direito de recesso tem, na incorporação, a finalidade de proteger os acionistas minoritários da companhia incorporada, em regra a parte mais vulnerável no âmbito da operação.²⁰

6.11 Em sentido contrário, sustenta-se ainda que, configurando hipótese particular de direito de recesso, com autonomia dogmática em relação às circunstâncias gerais elencadas nos arts. 136 e 137, a operação regulada pelo art. 264, por ocorrer entre partes relacionadas, apresentaria especificidades que justificariam proteção mais acentuada. Assim, o texto do § 3º do art. 264 deveria ser lido literalmente, *ao lado* da regra geral de retirada em caso de a companhia a que pertencem ser incorporada, constante do art. 137, permitindo, destarte,

20. Modesto Carvalhosa, em seus *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas* (vol. 4, t. II, 3ª ed., São Paulo, Saraiva, 2009, p. 288), menciona expressamente a palavra “*incorporada*”, no lugar de “*controlada*”, ao tecer comentários ao citado § 3º do art. 264 da LSA.

que os minoritários da companhia *controlada* – seja ela incorporada ou incorporadora – pudessem exercer o direito de recesso, nos termos desse dispositivo.

6.12 Dado o reconhecimento da presença de uma maioria dominante coincidente nas duas sociedades participantes da operação, os interesses dos acionistas minoritários – seja na controladora, seja na controlada – justificariam se estendessem o direito de recesso a ambas as situações.

6.13 Essa interpretação não procede. Conforme entendimento pacífico em nossa doutrina, o direito de retirada deve ser reconhecido quando uma operação societária, prevista como suporte fático de incidência da norma, atenda a todos os pressupostos constantes em lei para a sua configuração, dado que o recesso constitui tutela de caráter *excepcional* conferida aos minoritários dissidentes de decisão majoritária que, em princípio, expressa em assembleia a vontade social. Daí submeter-se o direito de recesso, na lei societária, a um regime de *tipicidade fechada*, no qual a enumeração das hipóteses de incidência normativa constitui *numerus clausus*, insuscetível de extensão além dos casos previstos em lei.

6.14 Nesse contexto, a elasticidade do texto legal tem um limite, além do qual defluiaria o artifício da interpretação, conferindo aos termos uma significação que, a rigor, não lhes corresponde. Com efeito, o intérprete da lei societária não está autorizado a ensaiar uma exegese que conduza a modificar as hipóteses de incidência do direito de retirada, gerando assim outras à margem dos tipos consagrados pela legislação restritiva. É o que ocorreria, no caso, se fora admitida essa linha de raciocínio, que não só dispensaria o disposto nos arts. 136 e 137, taxativos no sentido de que, na operação de incorporação, só se atribui direito de recesso aos acionistas dissidentes de sociedade *incorporada* – como também a análise sistemática do mencionado art. 264, no complexo da lei das anônimas.

6.15 Na verdade, nada leva a entender o art. 264, ora sob o influxo da alteração imprimida ao § 4º, como tipo jurídico de recesso com autonomia dogmática em relação ao modelo geral consagrado nos arts. 136, IV, e 137 da LSA. Nem se alegue que essa independência do art. 264 decorreria de uma interpretação teleológica, obrigatória de acordo com o art. 5º da Lei de Introdução ao Código Civil [*hoje Lei de Introdução às Normas de Direito Brasileiro*], mormente tendo-se em vista que o direito não é somente lógica, mas, também, interesses e objetivos consubstanciados em valores. O art. 264, por força dessa interpretação, estaria orientado no sentido de suprir os acionistas da controlada – seja incorporadora, seja incorporada – com segurança nas operações reguladas pelo dispositivo.

6.16 A rigor, tratar-se-ia de um reflorescimento do vetusto direito livre (*freies Recht*), hoje completamente superado, segundo o qual a unidade orgânica do direito, tal como ele provém das fontes formais, é, por si, por seus próprios recursos, capaz de preencher seus fins de regulamentação social, e as pretendidas omissões da lei se encontram, por assim dizer, de antemão cobertas pelo emprego do processo analógico, que tem seu fundamento na própria autoridade do direito constituído. O direito positivo, assim, plenamente se satisfaz, completando sua missão normativista com o só auxílio da aplicação da interpretação lógico-extensiva, inclusive à margem do processo legislativo.²¹

6.17 Na realidade, partindo da leitura sistemática do dispositivo nas outras hipóteses previstas em lei para o direito de recesso, vê-se que essa prerrogativa é expressamente prevista, com pequenos ajustes de redação, di-

21. No artigo de Manning atrás citado, também fica evidenciado que a defesa do “*appraisal right*” frequentemente “*is grounded in ideology and constitutional principles, rather than economics*” (id., pp. 246-247). Cf. James Vorenberg, “Exclusiveness of the Dissenting Stockholder’s Appraisal Right”, in *Selected Articles on Corporate Law*, ABA, 1977, pp. 801 ss.

zendo de maneira uniforme que “os acionistas dissidentes (...) terão direito de retirar-se da Companhia”, enquanto que o § 3º do art. 264 estabelece que, se as relações de substituição forem menos vantajosas, “os acionistas dissidentes (...) poderão optar (...) entre o valor de reembolso fixado nos termos do art. 45 e o valor apurado em conformidade com o *caput* (...)”, o que basta para demonstrar que leitura isenta nos conduz à constatação simples de que esse recesso tem o mesmo estofado daquele previsto no art. 137 (que confere o recesso aos acionistas da incorporada), apenas com uma opção adicional em relação ao valor do reembolso.

6.18 Nessas condições, à vista do acima exposto e em resposta ao terceiro quesito da consulta, cabe concluir que (i) os acionistas dissidentes, detentores de ações ordinárias de emissão da BRT, não têm direito de recesso previsto no § 1º do art. 252 da LSA na Reorganização Societária que aqui se cogita; assim como também (ii) não fazem jus ao direito de recesso previsto no art. 264 da LSA, no âmbito das incorporações da Coari e da TNL.

S.m.j.

São Paulo