REVISTA DE DIREITO MERCANTIL
INDUSTRIAL, ECONÔMICO E FINANCEIRO

Nova Série - Ano XXXV • n. 101 • janeiro-março de 1996

Fundadores

1.ª Fase: WALDEMAR FERREIRA

Fase Atual: PROF. PHILOMENO J. DA COSTA (†)
PROF. FÁBIO KONDER COMPARATO

Supervisor Geral: PROF. WALDÍRIO BULGARELLI

Comitê de Redação: MAURO RODRIGUES PENTEADO, HAROLDO D. VERÇOSA, JOSÉ ALEXANDRE TAVARES GUERREIRO, ANTONIO MARTIN

Instituto Mackenzie
Biblioteca George Alexander
Direito

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL
INDUSTRIAL, ECONÔMICO E FINANCEIRO

Publicação do
Instituto Brasileiro de Direito Comercial Comparado
e Biblioteca Tullio Ascarelli
e do Instituto de Direito Econômico e Financeiro,
respectivamente anexos aos
Departamentos de Direito Comercial e de
Direito Econômico e Financeiro da
Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

Edição da
Editora Revista dos Tribunais Ltda.

ANO XXXV (Nova Série) n. 101 Janeiro-Março/1996

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL
INDUSTRIAL, ECONÔMICO E FINANCEIRO

Nova Série - Ano XXXV • n. 101 • janeiro-março de 1996

© Edição e distribuição

EDITORA REVISTA DOS TRIBUNAIS LTDA.

LIVRARIA TRIBUTARIA
Rua Cel. Xavier de Toledo, 210
7o. Andar - Conj. 74 - CEP 01048-000
Fone/Fax: 214-3716
3120.3761

Diretor de Produção: ENYL XAVIER DE MENDONÇA

MARKETING E COMERCIALIZAÇÃO

Diretor: ROBERTO GALVANE

Gerente de Marketing: MELISSA TREVIZAN CHBANE

Gerente de Administração de Vendas: KUNJI TANAKA

CENTRO DE ATENDIMENTO AO CONSUMIDOR: Tel. 0800-11-2433

Diagramação eletrônica: Eurotexto Informática Ltda. – ME. Av. Sete de Setembro, 1000, CEP 18245-000 - Campina do Monte Alegre – São Paulo, SP, Brasil. — *Impressão:* EDITORA PARMA LTDA., Av. Antonio Bardella, 280 — CEP 07220-020 - Guarulhos, SP, Brasil.

Impresso no Brasil

Instituto Mackenzie
Biblioteca George Alexander
Direito

AVISO AOS LEITORES

Havendo dirigido a Revista ininterruptamente desde o primeiro número de sua nova série, em 1971, deixo agora as funções de Diretor Executivo, esclarecendo que não participei da redação do nº 100 (outubro-dezembro/1995).

Fábio Konder Comparato

SUMÁRIO

DOUTRINA

Distribuição secundária no Brasil e no exterior de ações pertencentes à administração pública — Luiz Gastão Paes de Barros Leães 9

A teoria dos grupos de sociedades e a competência do juízo arbitral — Arnoldo Wald 21

A debênture como instrumento de aplicação e captação de recursos — Durval José Soledade Santos 27

Emissão de debêntures — Nelson Eizirik 37

Os débitos tributários das empresas. Responsabilidade de diretores, sócios-gerentes e controladores — João Luiz Coelho da Rocha 49

As hipóteses de recesso na Lei das Sociedades Anônimas — Renata Brandão Moritz 56

As instituições financeiras e a taxa de juros — Pedro Frederico Caldas 76

ATUALIDADES

Inquérito administrativo CVM e recurso de ofício — Luiz Alfredo Paulin 97

Notas sobre a desconsideração da personalidade jurídica: a experiência portuguesa — Luiz Antonio Soares Hentz 109

Representação comercial e distribuição comercial — Importância dos traços distintos — João Luiz Coelho da Rocha 114

Criação e desenvolvimento de uma sociedade de capital — Investimento: as lições do modelo francês — Françoise Monod 119

JURISPRUDÊNCIA

As cooperativas e o direito dos cooperados retirantes ao valor atualizado de suas quotas-partes — Jorge Eduardo Prada Levy 122

NOTICIÁRIO DO INSTITUTO BRASILEIRO DE DIREITO COMERCIAL COMPARADO E BIBLIOTECA TULLIO ASCARELLI 133

ÍNDICE ALFABÉTICO REMISSIVO 135

CURRICULUM DOS COLABORADORES DESTE NÚMERO

ARNOLDO WALD

Advogado em São Paulo e Paris; Professor Catedrático de Direito Civil da UERJ; Presidente do grupo brasileiro da Association Henri Capitant; Ex-Presidente da Comissão de Valores Mobiliários — CVM; Ex-Membro do Conselho Monetário Nacional.

DURVAL JOSÉ SOLEDADE SANTOS

Advogado; Consultor Jurídico e Superintendente de Operações da BNDES Participações S.A. — BNDESPAR.

FRANÇOISE MONOD

Master of Laws da Universidade de Harvard e advogada em Paris (associada de Sokolow, Dunaud, Mercadier & Carreras).

JOÃO LUIZ COELHO DA ROCHA

Advogado no Rio de Janeiro.

JORGE EDUARDO PRADA LEVY

Advogado em São Paulo.

LUIZ ALFREDO PAULIN

Procurador da Fazenda Nacional junto ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional; Doutor em Direito Internacional pela Universidade de São Paulo.

LUIZ ANTONIO SOARES HENTZ

Mestre e Doutor em Direito; Professor de Direito Comercial da UNESP; Juiz de Direito da 9.ª Vara Cível de Ribeirão Preto.

LUIZ GASTÃO PAES DE BARROS LEÃES

Professor de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo.

NELSON EIZIRIK

Advogado no Rio de Janeiro. Ex-Diretor da Comissão de Valores Mobiliários — CVM.

PEDRO FREDERICO CALDAS

Advogado em São Paulo.

RENATA BRANDÃO MORITZ

Advogada no Rio de Janeiro.

AS HIPÓTESES DE RECESSO NA LEI DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS

RENATA BRANDÃO MORITZ

Sumário: 1. O direito de retirada na Lei 6.404: 1.1 A Lei 6.404/76 e os pressupostos de recesso; 1.2 Hipóteses para seu exercício; 1.3 Prazo para exercer o direito de retirada; 1.4 Valor de reembolso das ações — 2. A Lei 7.958/89: 2.1 Alterações no *caput* do art. 137 da Lei 6.404/76; 2.2 A reação às mudanças; 2.3 Acórdãos e pareceres sobre a "Lei Lobão" — 3. Novas propostas de alterações — 4. Conclusão.

Neste trabalho abordaremos as hipóteses e pressupostos para o exercício do direito de recesso na Lei 6.404/76. Analisaremos a Lei 7.958/89, as conseqüências da sua promulgação e também a recente Medida Provisória n. 1.179/95. Finalmente teceremos comentários sobre as últimas propostas de alteração para a Lei das S.A. Procuramos, ao longo deste trabalho, dar ênfase às questões práticas, utilizando pareceres da CVM e jurisprudência sobre o tema.

1. O direito de retirada na Lei 6.404

1.1 A Lei 6.404/76 e os pressupostos de recesso

A Lei 6.404 foi promulgada em 15 de dezembro de 1976 com o objetivo de atender às novas necessidades gerais do setor empresarial em expansão, não mais socorridas pelo Dec.-lei 2.627/40.

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.

Na Lei 6.404/76 são basicamente dois os pressupostos para o exercício do direito de retirada. O primeiro é ter havido deliberação eficaz da assembléia geral sobre uma das matérias especificadas em lei que permitem tal exercício (hipóteses taxativas que analisaremos a seguir). O segundo é não ter ocorrido consentimento do acionista à alteração. Se ocorrer o consentimento, o acionista não poderá se arrepender e exercitar o direito de retirada.

Em tese, qualquer acionista poderá exercê-lo, independentemente da espécie, classe ou forma de suas ações. No entanto, existe o pressuposto de que o interesse do acionista tenha sido atingido.

Para que o acionista exerça o direito de retirada, bastará comprovar que era titular das ações na data da assembléia que aprovou a deliberação da qual discordou e pedir o reembolso dentro do prazo legal (art. 137). Os acionistas que se abstiveram de votar ou os ausentes à assembléia também poderão exercer o direito de retirada.

Cabe ressaltar que no direito brasileiro não há recesso parcial, ele é exercido

sobre todas as ações da espécie ou classe possuídas pelo acionista. Tal restrição evita que acionistas portadores de grande número de ações se aproveitem de determinadas situações, para exercer o direito de retirada apenas de parte dessas ações, garantindo um resultado patrimonial em dinheiro, mas permanecendo na companhia.

A Lei 6.404/76 trouxe uma inovação importante no § 2.º do art. 137. A lei faculta aos órgãos da companhia convocar, nos dias subseqüentes ao término do prazo para exercer o direito de retirada, uma assembléia geral para reconsiderar ou ratificar a deliberação que ensejou o direito de retirada dos acionistas dissidentes. Assim, se entenderem que o pagamento do valor de reembolso a estes acionistas será prejudicial à companhia, então poderão reconsiderar, desistindo da deliberação anteriormente aprovada.

1.2 Hipóteses para seu exercício

Na Lei 6.404/76 vários são os dispositivos que tratam da matéria, e muitas vezes de forma repetitiva. As deliberações da assembléia geral que permitem o direito de retirada aos acionistas são determinadas principalmente pelo *caput* do art. 137.

A antiga redação do *caput* do art. 137 dispunha:

"Art. 137. A aprovação das matérias previstas nos números I, II e IV a VIII do art. 136 dá ao acionista dissidente direito de retirar-se da companhia, mediante reembolso do valor de suas ações (art. 45), se o reclamar à companhia no prazo de 30 (trinta) dias contados da publicação da ata da assembléia-geral".

Vamos iniciar a análise de cada um dos artigos pertinentes à matéria pelas hipóteses do art. 136 indicadas pelo antigo *caput* do art. 137.

Art. 136 (...) I: "Criação de ações preferenciais ou aumento de classe existente sem guardar proporção com as demais, salvo se já previstos ou autorizados pelo estatuto".

Aqui são duas as hipóteses. A primeira refere-se a criação de ações preferenciais. Esta alteração estatutária interfere diretamente nos direitos patrimoniais dos acionistas portadores de ações ordinárias, pois implica conferir aos portadores das novas ações vantagens pecuniárias tais como prioridade na distribuição dos dividendos, prioridade no reembolso do capital, ou a cumulação de ambas as vantagens (conforme o art. 17). Portanto elas conferem aos seus portadores maiores direitos econômicos.

A decisão de criação destas ações é tomada em assembléia geral extraordinária com a aprovação de acionistas que representem metade do capital votante. Os portadores das ações ordinárias, que não concordarem com tal alteração, poderão exercer o direito de se retirar da sociedade, desde que não haja previsão no estatuto da companhia.

Entretanto, há jurisprudência em contrário, como na Apelação Cível n. 16.312-1, julgada pelo Tribunal de Justiça de São Paulo, em 1.º de outubro de 1981, mantendo a decisão de primeiro grau que não concedeu o reembolso à autora, portadora de ações ordinárias, quando deliberaram em assembléia criar três classes de ações preferenciais na sociedade. Foi decidido que no caso não houve prejuízos para a autora e mantiveram a decisão de primeiro grau, negando-lhe o direito de retirada.[1]

A segunda hipótese apresentada no inc. I do art. 136 trata do aumento das ações preferenciais sem guardar proporção com as demais. Quando é decidido

(1) Eizirik, Nelson e Bastos, Aurélio Wander, *Mercado de Capitais e S/A — Jurisprudência*, Rio de Janeiro: CNBV, 1987, 2v., p. 110.

o aumento do número de preferenciais, tanto os acionistas dissidentes portadores de ações ordinárias, como os portadores de preferenciais já existentes são atingidos, podendo exercer o direito de se retirar.

Interessante observar que a só inclusão de cláusula estatutária prevendo ou autorizando a emissão de ações preferenciais sem guardar proporção com as demais classes existentes, dá ao acionista dissidente o direito de se retirar da sociedade, desde que manifestado no prazo legal, como reconhecido pela Comissão de Valores Mobiliários no Parecer da Superintendência Jurídica n. 21/79.

Esta posição é confirmada também pela jurisprudência, conforme o julgamento da Apelação Cível n. 37.797, em 7 de abril de 1981, no Tribunal de Justiça do Rio Grande do Sul, no qual decidiu-se que a simples alteração estatutária que importa em permissão de aumento do número de ações preferenciais desproporcional ao de ordinárias autoriza o acionista dissidente a retirar-se. Isto porque, "embora a diferença entre ações preferenciais e ordinárias seja de espécie, e não de classe, a lei não pode ser visualizada literalmente, porque a desproporção no aumento de ambas afeta de tal forma o equilíbrio da relação societária, que, numa interpretação finalística, só se pode entender que ela esteja abrangida pela necessidade de aprovação em votação qualificada, permitindo o reembolso de valor de suas ações à minoria dissidente".[2]

Quando a companhia possui capital formado por ações ordinárias e ações preferenciais de mais de uma classe e seus acionistas deliberam aumentar uma das classes, em total desproporção quanto à outras ações já existentes (tanto as ordinárias, como as preferenciais de outras classes), não só os acionistas dissidentes portadores das ações ordinárias, mas os portadores das ações preferenciais de outras classes também teriam o direito de se retirar da sociedade. Isto porque tal alteração aumentaria os privilégios patrimoniais dos portadores das ações da classe aumentada, em detrimento das ações ordinárias dos primeiros e das preferências dos segundos.

Mas cabe ressaltar que, segundo entendimento da Comissão de Valores Mobiliários, também os acionistas portadores das ações da classe a ser aumentada podem exercer o direito de se retirar, embora à primeira vista soe estranho. A justificativa para tal estaria no fato de que o aumento desproporcional da classe representa um risco maior dos lucros serem insuficientes ao pagamento integral dos dividendos ou do acervo social ser insuficiente para cobrir o reembolso. Caso o aumento fosse proporcional, esse risco não aumentaria, conforme Parecer da Superintendência Jurídica da Comissão de Valores Mobiliários n. 72/83.

Desta forma, não só os acionistas portadores de ações ordinárias e das ações das classes desfavorecidas com a alteração estatutária poderiam se retirar, mas o das classes aumentadas também.

Art. 136 (...) II: "Alterações nas preferências, vantagens e condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais, ou criação de nova classe mais favorecida".

A Lei 6.404/76 não restringiu as vantagens e privilégios das ações preferenciais aos benefícios pecuniários, como por exemplo à percepção de dividendos. Em seu art. 18, permitiu que lhes fossem asseguradas também vantagens políticas, tais como o direito de eleger, em votação separada, um ou mais membros dos órgãos de administração. A nova lei societária tornou os conceitos de vantagens e preferências

(2) Eizirik, Nelson e Bastos, Aurélio Wander, obra já citada, p. 106.

mais abrangentes, não se restringindo apenas a valores pecuniários, como a legislação anterior.[3]

A alteração nas preferências e vantagens de determinada classe de ações poderá afetar não só os interesses dos acionistas portadores das mesmas, mas também dos outros acionistas. Tal modificação altera uma das bases do estatuto da companhia, pois a lei, em seu art. 19 determina que caberá ao estatuto especificar as vantagens e preferências atribuídas a cada classe de ações preferenciais. Portanto, o estatuto assegura tais direitos patrimoniais ao acionista titular de ações preferenciais, e, em caso de alteração, os acionistas dissidentes prejudicados poderão exercer o direito de se retirar da sociedade.

Se a alteração for para diminuir as preferências de determinada classe, então apenas os acionistas dissidentes titulares desta classe serão prejudicados e apenas estes poderão se retirar. No Parecer da Superintendência Jurídica n. 60/78 a Comissão de Valores Mobiliários confirma tal entendimento, esclarecendo que "a alteração para menos das preferências de uma classe de ações preferenciais em nada afeta aos interesses das demais classes de preferenciais, beneficiando, ao contrário, a situação das ações ordinárias" e concluindo que só os titulares das ações prejudicadas poderão exercer o direito de recesso.

Se a alteração determinar um aumento das vantagens ou preferências de uma classe, então os acionistas dissidentes portadores das ações de outras classes e das ordinárias podem se retirar.

O texto fala em resgate e amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais, tornando necessário uma breve explicação destas operações, ambas disciplinadas no art. 44, da Lei 6.404.

O resgate, segundo o § 1.º, do art. 44, consiste em pagar o valor das ações para retirá-las definitivamente de circulação com redução ou não do capital social. Sendo mantido o valor do capital social, será atribuído, quando for o caso, novo valor nominal às ações remanescentes. As ações resgatadas são, portanto, retiradas definitivamente de circulação, devendo ser inutilizadas ou incineradas.

A amortização, segundo o § 2.º do mesmo artigo, consiste na distribuição aos acionistas, a título de antecipação e sem redução do capital social, de quantias que lhes poderiam tocar em caso de liquidação da companhia. A amortização pressupõe que a companhia esteja em boa situação financeira, podendo antecipar tais pagamentos e, por isso, não implica em redução do capital social. Tal operação, como dispõe o § 3.º, pode ser integral ou parcial e pode abranger todas as classes de ações ou só uma delas. Tanto o resgate como a amortização que não abrangerem a totalidade das ações de uma mesma classe serão feitas mediante sorteio (§ 4.º), evitando qualquer forma de manipulação da maioria que pudesse prejudicar a minoria.

Quando ocorrem alterações nas condições de resgate ou amortização de ações preferenciais, deve-se analisar quais os acionistas prejudicados, podendo estes então exercerem o direito de se retirar. Determinadas alterações atingem apenas uma parcela dos acionistas preferenciais, enquanto os restantes não são atingidos. Muitas vezes a alteração atinge apenas a classe de ações que sofreu a modificação, mas isto deve ser analisado com cuidado. No caso de melhorias na condição de resgate ou amortização de determinada classe de ações fica claro que esta alteração afetaria todos os outros acionistas, que sairiam prejudicados. Neste caso estes também poderiam exercer o direito de se retirar da sociedade.

[3] Comparato, Fábio Konder, *Direito Empresarial*, São Paulo: Saraiva, 1990, p. 218.

Quanto à criação de nova classe mais favorecida de ações preferenciais permitir o exercício do direito de retirada pelos acionistas dissidentes, as razões são as mesmas. A emissão destas novas ações interfere diretamente nos interesses dos titulares de ações ordinárias e dos portadores de ações preferenciais de outras classes, representando perda ou diminuição patrimonial para ambos. Tanto os titulares de ações ordinárias como os titulares das ações preferenciais mais antigas são prejudicados com a criação de uma classe mais favorecida. No caso de criação de classe menos favorecida, apenas os acionistas portadores de ações ordinárias sairiam prejudicados, podendo então se retirar.

Art. 136. (...) IV: "Alteração do dividendo obrigatório".

O dividendo obrigatório é a parcela dos lucros auferidos pela companhia ao final de cada exercício, que cabe a cada um dos seus acionistas. A sociedade tem obrigação legal, havendo lucros no exercício financeiro, de distribuí-los aos acionistas. É o direito que cada acionista tem de receber uma parcela dos lucros líquidos da companhia e esta parcela deve ser definida no estatuto da melhor forma possível, esclarecendo os critérios para seu cálculo, evitando dúvidas futuras. Quando não houver esta estipulação estatutária, a própria lei define a forma como os dividendos devem ser calculados (art. 202).

O inciso ora comentado trata da alteração do dividendo obrigatório. A hipótese aborda o caso em que há a previsão estatutária e deseja-se então alterá-la. Essa alteração dependerá de aprovação pela assembléia geral extraordinária, por maioria qualificada.

Caso a alteração seja apenas para definir melhor os critérios de distribuição de dividendos, então não há que se falar em direito de retirada, pois não haverá prejuízo para qualquer dos acionistas.

Para que os acionistas dissidentes possam exercer o direito de retirada é necessário que a alteração seja prejudicial aos seus interesses. Logo, para que isto ocorra, a deliberação geral extraordinária deverá implicar diminuir o dividendo obrigatório.

Nestes casos, são titulares desse direito os portadores de ações ordinárias, pois o dividendo obrigatório, na maioria das vezes, refere-se a estes acionistas. Os acionistas de ações preferenciais normalmente tem prioridade para receberem seus dividendos. Mas deve-se observar cada estatuto, pois há empresas em que os dividendos das ações preferenciais são fixos e outras em que se estabelece uma porcentagem do valor das ações e uma participação também no dividendo obrigatório. No caso do dividendo fixo não há participação nos lucros em igualdade de condições com as ações ordinárias, mas no segundo caso há.

Logo, quando o dividendo das ações preferenciais for fixo e houver alteração nos dividendos obrigatórios, os acionistas atingidos serão apenas os portadores de ordinárias. No segundo caso, sendo o dividendo das preferenciais mínimo sobre o valor patrimonial e participando com as ações ordinárias do dividendo obrigatório, claro que se for diminuído este dividendo, os portadores de ações preferenciais também serão atingidos. Neste caso tanto os titulares de ordinárias como os de preferenciais poderão se retirar da sociedade, recebendo o valor de reembolso por suas ações.

Art. 136. (...) V: "Mudança do objeto da companhia".

O objeto social da companhia é o fator que delimita, no momento da sua constituição, qual a atividade econômica que será desenvolvida pela empresa. O estatuto, segundo o art. 2.º da Lei 6.404/76, deve defini-lo de modo preciso e completo, delimitando a atividade societária. Por ser uma das bases fundamen-

tais do contrato social, sua alteração depende da aprovação de maioria qualificada, visto que alterará a vida social e permite aos acionistas dissidentes exercerem o direito de se retirar.

A alteração para tanto deve ser significativa, a simples ampliação ou diminuição quantitativa do objeto social muitas vezes não caracterizará uma verdadeira mudança do objeto.

A Comissão de Valores Mobiliários no Parecer da Superintendência Jurídica n. 125/78 analisou um caso em que determinada companhia aprovou proposta de aumento do capital social, mediante subscrição particular, para integralização de bens que não estavam diretamente relacionados com a realização do objeto social da companhia e um acionista dissidente de tal deliberação, desejando exercer o direito de retirada, consultou a CVM sobre o assunto. Tal acionista entendeu que os bens integralizados eram fazendas que se prestavam a uma exploração completamente diferente dos interesses sociais da empresa, e portanto houve alteração do objeto social. A CVM, no entanto, entendeu que a Lei 6.404/76 não vincula a incorporação de bens à necessidades destes estarem ligados ou relacionados diretamente com a atividade social, concluindo que nestes casos não há alteração do objeto da companhia e portanto não há que se falar em direito de recesso.

Em tese, todos os acionistas dissidentes poderão exercer o direito de retirada, já que a alteração do objeto representa uma alteração drástica na vida da sociedade. Muitas vezes o acionista subscreve ações de uma companhia baseado na sua atividade econômica e, após a alteração desta, não mais se identifica com a sociedade. Nada mais justo nestes casos que permitir o exercício do direito de recesso.

Art. 136. (...) VI: "Incorporação da companhia em outra, sua fusão ou cisão"

A incorporação, como determina a lei no art. 227, é a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações. Nesta operação desaparece uma ou mais sociedades, chamadas incorporadas, e permanece a sociedade incorporadora, sem qualquer alteração na sua pessoa jurídica, mas sucedendo às incorporadas em seus direitos e obrigações.

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. O mesmo não se dá com os acionistas da sociedade incorporadora, já que a alteração para esta representa um aumento no seu capital social. Assim, não há razão para os acionistas da incorporadora dissidentes da operação poderem neste caso exercer o direito de recesso.

A fusão é a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar uma nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações (art. 228). Aqui desaparecem as sociedades envolvidas na operação criando-se uma inteiramente nova, porém assumindo todas as obrigações das sociedades fusionadas.

A fusão se dá em assembléia geral em que se resolverá a constituição da nova sociedade, após a aprovação dos laudos de avaliação do patrimônio líquido das sociedades elaborados por peritos. Os acionistas de todas as sociedades envolvidas na operação que divergirem da decisão de realizar a fusão poderão exercer o direito de retirada, já que a sociedade da qual eram acionistas será extinta com a fusão, não podendo serem

eles obrigados a participar da nova sociedade.

A cisão, segundo o art. 229, é a operação pela qual a companhia transfere parcelas do seu patrimônio para uma ou mais sociedades, constituídas para esse fim ou já existentes, extinguindo-se a companhia cindida, se houver versão de todo o seu patrimônio, ou dividindo-se o seu capital, se parcial a versão.

Na cisão total a sociedade cindida é extinta e por isso aos seus acionistas dissidentes permite-se o direito de retirada. Tanto faz se a cisão será feita com duas ou mais sociedades constituídas para esse fim, ou com sociedades já existentes. O fato é que aos acionistas da companhia cindida não se pode negar o direito de retirada, visto que a sociedade a que se ligaram anteriormente não mais existirá.

No caso de cisão parcial, a sociedade cindida não será extinta, mas haverá uma diminuição do seu capital social. Permite-se neste caso que seus acionistas dissidentes se retirem da sociedade mediante o valor de reembolso das suas ações.

Quanto aos acionistas das sociedades já existentes que absorverão partes do patrimônio da cindida a doutrina torna-se divergente. Neste caso a lei determina que a cisão deverá obedecer às disposições sobre incorporação (art. 229, § 3.º) e como na incorporação a doutrina dominante não permite que os acionistas da incorporadora exerçam o direito de retirada, o mesmo se dá na cisão.

Certos doutrinadores, como Anna Luiza Prisco Paraíso,[4] entendem que estes acionistas não são prejudicados em seus interesses, pois tais operações representam um aumento no patrimônio da empresa que absorve a parcela da sociedade cindida, não havendo prejuízo para a receptora.

O direito de retirada dos acionistas dissidentes destes tipos de operações é garantido pelos arts. 225, inc. IV e 230, e 264, §§ 3.º e 4.º. Este último trata da incorporação ou fusão, pela controladora, de sociedade controlada, e por sua diversidade será abordado mais adiante.

Art. 136. (...) VII: "Dissolução da companhia ou cessação do estado de liquidação".

A primeira hipótese neste inciso é a da dissolução da companhia. A dissolução "é um processo, que leva à extinção da sociedade; ocorrendo uma causa para que tal processo se inicie, serão realizados os atos necessários para liquidação do patrimônio social e, enfim, a extinção da pessoa jurídica".[5] A dissolução é portanto uma das fases necessárias para o processo de liquidação da sociedade. Nesta fase apura-se o patrimônio social e encerra-se a atividade normal da companhia.

A dissolução pode se dar em várias hipóteses, todas elencadas no art. 206 da Lei das S.A. Ocorrendo uma dessas hipóteses a sociedade encerra suas atividades normais e promove a sua liquidação. Somente após o último ato do processo de liquidação, a partilha do ativo entre os acionistas e o pagamento do passivo, ocorre a extinção da sociedade.

Uma das hipóteses do art. 206 é a de dissolução de pleno direito da sociedade por deliberação em assembléia geral de acionistas (inc. I). Tal decisão afeta profundamente a sociedade, necessitando ser aprovada por *quorum* qualificado. Declarando-se sua dissolução, a sociedade deixará de perseguir seu fim lucrativo, tentará pagar suas obrigações

(4) Prisco Paraíso, Anna Luiza Gayoso e Almendra, *O direito de retirada na sociedade anônima*, Rio de Janeiro: Forense Universitária, 1985, p. 89.

(5) Fran Martins, *Comentários à lei das S.A.*, Rio de Janeiro: Forense, 1978, 3v., v. III, p. 3.

sociais e repartir o seu ativo líquido entre todos os acionistas. Os acionistas dissidentes desta deliberação poderão exercer o direito de retirada, tendo em vista as mudanças radicais na companhia, advindas com sua aprovação.

A segunda hipótese deste inciso trata da deliberação da assembléia que cessa o estado de liquidação da companhia. Tal dissolução pode ser revertida por decisão em assembléia-geral, permitindo que a companhia volte a perseguir seu fim social. Tendo em vista a importância da decisão, que permitirá que a companhia continue sua vida social, tal decisão deverá ser adotada por quorum qualificado, e caberá aos acionistas dissidentes exercer o direito de retirada.

E por último, art. 136, VIII: "Participação em grupo de sociedades (art. 265)".

O art. 265 da Lei 6.404/76 dispõe: "A sociedade controladora e suas controladas podem constituir, nos termos deste capítulo, grupo de sociedades, mediante convenção pela qual se obriguem a combinar recursos ou esforços para a realização dos respectivos objetos, ou a participação de atividades ou empreendimentos comuns".

São, portanto, grupos formados por sociedades que, embora mantenham suas próprias personalidades jurídicas, passam a atuar em conjunto para obter um fim econômico comum. Este fim econômico comum que passam a perseguir, muitas vezes não coincide com o interesse da sociedade controladora, ou ainda das controladas. Muitas vezes a atividade a ser realizada pelo grupo difere das realizadas pelas sociedades que compõe, mas de qualquer forma prevalecerá sempre o interesse do grupo, em detrimento aos interesses individuais de cada sociedade.

A participação em grupo de sociedades deve ser aprovada em assembléia geral extraordinária, com *quorum* qualificado, podendo os acionistas discordantes exercerem o direito de retirada. O exercício deste direito é permitido tendo em vista a perda da autonomia das sociedades participantes com a criação do grupo, prevalecendo o interesse deste último, em detrimento dos próprios interesses das sociedades. Além disto, em alguns casos a formação do grupo pode prejudicar os acionistas minoritários de algumas sociedades subordinadas, já que estas, deixando de perseguir seu próprio interesse para perseguir o da sociedade a que estão subordinadas, ou do grupo, podem acabar diminuindo seus lucros, ao invés de mantê-los ou aumentá-los.

O direito de retirada aos acionistas dissidentes da aprovação de formação de grupos, mediante o recebimento do valor de reembolso de suas ações, é garantido pelo parágrafo único do art. 270.

Além destas causas, a Lei 6.404/76 prevê a retirada dos acionistas em outras hipóteses, consubstanciadas nos arts. 221, 236, 252 e 256, § 2.º.

O art. 211 trata da retirada dos acionistas ou sócios, nos casos de transformação da sociedade. A transformação, segundo o art. 220, "é a operação pela qual a sociedade passa, independentemente de dissolução e liquidação, de um tipo para outro". A sociedade não se extingue, apenas modifica seu tipo, permanecendo os mesmos sócios ou acionistas, com os mesmos direitos patrimoniais.[6]

Por representar uma alteração profunda na sociedade, que deverá ser reestruturada de acordo com seu novo tipo, caberá o direito de recesso aos acionistas ou sócios dissidentes. A lei admite a transformação de sociedade anônima em outros tipos e vice-versa. No caso da transformação de outras sociedades em sociedades anônimas, os

(6) Prisco Paraíso, Anna Luiza Gayoso e Almendra, obra já citada, p. 101.

sócios poderão renunciar ao direito de retirada, mas o mesmo não ocorrerá na situação inversa, pois nas anônimas o direito de retirada não pode ser renunciado, conforme já visto.

O art. 236, em seu parágrafo único, trata da desapropriação de ações por pessoa jurídica de direito público, adquirindo o controle da companhia. Nesses casos, a sociedade passaria a ser de economia mista, possuindo como acionistas de um lado a entidade pública expropriante (pessoa de direito público) e de outro, acionistas minoritários que não tiveram suas ações expropriadas. Neste caso não há uma assembléia entre os acionistas para deliberarem sobre o assunto, mas um ato unilateral emanado de pessoa jurídica pública. O exercício do direito de retirada neste caso provém do ato de desapropriação e não de deliberação da assembléia-geral.

Estes acionistas, segundo a lei, terão sessenta dias contados da publicação da primeira ata da assembléia-geral realizada após a aquisição do controle da companhia, para exercer o direito de retirada, salvo se a companhia já se achava sob controle, direto ou indireto, de outra pessoa jurídica de direito público, ou no caso de concessionária de serviço público.[7]

Os acionistas minoritários nestes casos têm seus direitos protegidos, já que o controle da companhia será exercido pelo Estado e não mais pelos acionistas majoritários, passando a companhia para o âmbito público. Ressalte-se que em nosso país tal prática é incomum, não há uma tradição em estatizar companhias através deste mecanismo. De qualquer forma, a lei permite nestes casos o exercício do direito de recesso aos minoritários dissidentes, mediante o valor de reembolso das ações.

(7) Prisco Paraíso, Anna Luiza Gayoso e Almendra, obra já citada, p. 105.

O art. 252 trata da conversão de uma sociedade em subsidiária integral de outra, através da incorporação de todas as suas ações. Tal operação deverá ser submetida à assembléia-geral em ambas as sociedades para aprovação.

O § 1.º do art. 252 trata dos procedimentos a serem realizados após a aprovação da operação pela assembléia geral da incorporadora e autoriza seus acionistas dissidentes a exercerem o direito de retirada na forma do art. 230. Tal permissão nestes casos causa estranheza, já que a lei não permite aos acionistas dissidentes de operações de incorporação e cisão parcial o mesmo direito, conforme já abordado. O direito de retirada é concedido em determinadas hipóteses legais onde a estrutura da da sociedade sofre mudanças profundas que possam prejudicar os interesses dos seus acionistas. No caso da conversão em subsidiária integral através da incorporação, a mudança estrutural da incorporadora não prejudica os interesses dos seus acionistas, nem acarreta qualquer prejuízo patrimonial. Trata-se de uma incoerência da lei.

O § 2.º do referido art. 252, por sua vez, aborda a aprovação da operação pela assembléia-geral da incorporada e os procedimentos necessários para concretizar a operação. Aos seus acionistas dissidentes também é permitido o direito de retirada, mediante o valor de reembolso na forma do art. 230. Esta permissão é natural, tendo em vista que, com a transformação da companhia em subsidiária integral pela incorporação, as ações de seus acionistas serão substituídas por ações de outra companhia, diversa daquela em que investiu.

O art. 256 aborda a compra, por uma companhia aberta, no controle de qualquer sociedade mercantil. Tal operação dependerá de aprovação de assembléia-geral especialmente convocada para tal sempre que, segundo o inc. I, o preço de compra constituir um investimento

relevante para a compradora, ou segundo o inc. II, o preço médio de cada ação ou quota ultrapassar uma vez e meia o maior destes três valores: a) a cotação média das ações em bolsa; b) valor do patrimônio líquido da ação ou quota, avaliado o patrimônio a preços de mercado; c) valor do lucro líquido da ação ou quota.

Da deliberação que aprovar a compra, mesmo sendo um investimento relevante para a companhia (inc. I) não caberá direito de retirada para os acionistas dissidentes. Tal direito só será permitido quando o preço da aquisição ultrapassar uma vez e meia o maior dos três valores de que trata o inc. II. Nestes casos os acionistas dissidentes terão o direito de se retirar mediante reembolso, nos termos do art. 137, do valor de suas ações.

O direito de retirada nestes casos consubstancia-se no fato da operação prejudicar os interesses patrimoniais dos acionistas minoritários, tendo em vista o valor significativo da compra. Neste caso não há alteração estrutural na sociedade compradora, apenas a intenção de evitar a aquisição de ações com valor muito superior ao devido, privilegiando terceiros, em detrimento dos interesses dos acionistas minoritários.

O último artigo a ser analisado é o 264, que trata da incorporação e fusão de sociedades controladas. Estas operações diferem das incorporações e fusões entre sociedades independentes, pois não haverá duas maiorias acionárias distintas aprovando a operação, apenas o grupo acionário da controladora, que também atua na controlada. Por isso a lei incluiu regras especiais para estas operações, visando proteger os acionistas minoritários da sociedade controlada.

O direito de retirada será permitido aos acionistas da controlada discordantes da operação quando as relações de substituição das ações dos acionistas controladores forem menos vantajosas que as resultantes da avaliação do patrimônio líquido das duas sociedades, a preço de mercado. Portanto, neste caso não basta o acionista discordar da operação como no caso da incorporação entre companhias independentes, tem que se comprovar que as relações de substituição de suas ações lhes-trouxeram desvantagens.

Assim, "se as relações de substituição das ações dos acionistas minoritários, previstas no protocolo da incorporação, trouxerem para esses menos vantagens que as resultantes da comparação prevista neste artigo, os acionistas que dissentirem da deliberação da assembléia-geral da sociedade controlada que aprovar a operação terão direito de ser reembolsados do valor de suas ações".[8] A lei só permite o exercício do direito de recesso aos acionistas da controlada. Aliás o raciocínio aqui é o mesmo utilizado nas incorporações de sociedades independentes, onde não se permite o direito de retirada aos acionistas das incorporadoras porque a operação resulta em aumento do capital da companhia e, portanto, benefícios para todos. Não há prejuízo para a sociedade controladora e para seus acionistas nesta operação, portanto não há que se falar em direito de retirada para eles.

As normas deste artigo são aplicáveis também à fusão de companhia controladora e controlada, e não se aplicam aos casos em que as ações do capital da controlada tenham sido adquiridas no pregão da Bolsa de Valores ou mediante oferta pública (§§ 4.º e 5.º).

1.3 Prazo para exercer o direito de retirada

O prazo para exercer o direito de recesso conta-se sempre da data da publicação da ata da assembléia-geral,

[8] Fran Martins, obra já citada, p. 424.

e conforme a lei determina no art. 137, este prazo é de trinta dias. Mesmo que o acionista exerça desde logo, na própria assembléia, o seu direito de retirada, este somente se tornará eficaz perante a companhia pela publicação da respectiva ata da qual deverá constar a declaração do dissidente. Também o acionista que logo após a assembléia-geral fizer a comunicação à companhia de sua retirada deverá aguardar o decurso dos trinta dias após a publicação para obter o reembolso de suas ações. A única exceção encontrada na lei é para os casos de aquisição de controle da companhia por desapropriação de parte de suas ações (art. 236), onde o prazo será de sessenta dias a contar da publicação da ata da assembléia-geral da companhia já desapropriada.[9]

1.4 Valor de reembolso das ações

A questão do reembolso na Lei 6.404 é tratada no art. 45. O seu *caput* esclarece que 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. Toda a matéria referente ao pagamento do reembolso foi disciplina neste artigo, que estabelece as regras a serem seguidas.

O reembolso será requerido pelo acionista dissidente e a companhia não poderá recusar-se a reembolsá-lo. À companhia caberá receber as ações de volta, e após, vendê-las novamente a terceiros, ou mantê-las em tesouraria (art. 200), ou ainda extingui-las, reduzindo o capital da empresa.

A lei determina um valor mínimo de reembolso, que não será inferior ao valor de patrimônio líquido das ações (§ 1.º); concede o direito a levantamento de balanço atualizado; além de um prazo maior para substituir o acionista reembolsado, evitando-se redução do capital social. Além disto, permite que a Assembléia reconsidere sua decisão nos casos em que esta torna-se prejudicial à companhia.

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.

Uma das questões mais controvertidas com relação ao reembolso é a referente ao cálculo do seu valor. Segundo o § 1.º do art. 45, "o estatuto poderá estabelecer normas para determinação do valor de reembolso, que, em qualquer caso, não será inferior ao valor de patrimônio líquido das ações, de acordo com o último balanço aprovado pela assembléia-geral". A dívida surge no momento da apuração do valor. Deve ele ser apurado mediante avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado, ou apenas mediante divisão do patrimônio líquido da companhia pelo número de ações em circulação, chegando-se ao valor das ações?

O valor do reembolso não representa uma indenização aos acionistas dissidentes, mas apenas um remédio jurídico para proteger o interesse dos minoritários. Não se pretende com ele ressarcir prejuízos individuais, mas compensar os interesses 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.

(9) Prisco Paraíso, Anna Luiza Gayoso e Almendra, obra já citada, p. 105.

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. A avaliação a preços de mercado torna-se perigosa, pois impede que todos tenham conhecimento de quanto a companhia deverá pagar aos acionistas dissidentes, antes que se realize a avaliação. Tal indefinição prejudica o acionista minoritário, que, desconhecendo o valor que poderá vir a receber, não terá certeza se a retirada será conveniente. E também afetará a companhia, pois esta não conseguirá estimar o seu interesse em reconsiderar a decisão anteriormente tomada.[10] Além disso, se o valor de reembolso correspondesse ao valor de mercado das ações, talvez muitos dissidentes saíssem da companhia com lucro, o que poderia favorecer uma atuação dos minoritários contra os interesses sociais.

Na realidade, o § 2.º do art. 15 da Lei 6.404 fala em um "balanço" especial, mas esse nada tem em comum com a avaliação do valor das ações a preços de mercado. A lei, com esta medida, procurou solucionar o problema da correção monetária, permitindo que o acionista dissidente requeira um balanço atualizado, no caso da deliberação ter ocorrido a mais de sessenta dias do último balanço aprovado. Nestes casos a companhia deverá pagar imediatamente ao acionista 80% do valor do reembolso calculado com base no último balanço e, depois de levantado o balanço especial deverá, então, pagar os 20% restantes no prazo de cento e vinte dias, a contar da data da deliberação da assembléia-geral, conforme determina a lei e conforme orientação da Comissão de Valores Mobiliários no Parecer da Superintendência Jurídica n. 93/78.

(10) Comparato, Fábio Konder, obra já citada, p. 227.

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. Procedendo desta forma, torna-se mais fácil imaginar quanto será pago pela companhia aos minoritários dissidentes e conseqüentemente avaliar se, para ela, a deliberação foi vantajosa ou não. Se não foi vantajosa, pode reconsiderar sua decisão anterior e desistir da operação anteriormente aprovada. O mesmo raciocínio é válido para os acionistas que optaram por exercer o direito de retirada.

Em um país com uma economia inflacionária como a nossa, torna-se imperativo corrigir-se monetariamente qualquer dívida, seja de valor ou de dinheiro, sob pena de possibilitar um enriquecimento ilícito por parte do devedor e em detrimento do credor.[11]

O acionista dissidente permanece sócio da companhia até o pagamento total do valor do reembolso e como tal, continua com seus direitos políticos ou de natureza patrimonial.

Assim, como sócio, tem direito à correção monetária total do valor de suas ações, desde o momento em que suas ações foram avaliadas até o momento do pagamento do seu reembolso, conforme decisão do Supremo Tribunal Federal, no julgamento do RE n. 108.188-SP,[12] e também conforme decisão unânime da 2.ª Câmara Civil do Tribunal de Justiça de São Paulo.[13]

(11) Mello Franco, Vera Helena de, *A correção monetária no valor de reembolso do recesso societário*, Revista de Direito Mercantil, S. Paulo: RT, n. 89, p. 83.

(12) Revista Trimestral de Jurisprudência, n. 123, p. 658.

(13) "Transpostas essas questões prévias, cumpre examinar os pontos substanciais da lide.

Considerando tais decisões e também que a correção monetária tem por finalidade apenas atualizar o valor do débito, evitando que a sociedade enriqueça em detrimento do acionista dissidente, faz-se necessário que a correção seja feita a partir da data do laudo de avaliação.

2. A Lei 7.958/89

2.1 Alterações no caput *do art. 137 da Lei 6.404/76*

O art. 137 da Lei 6.404/76 estabelecia as hipóteses do art. 136 que permitiam o exercício do direito de recesso. Mas em 20 de dezembro de 1989 a Lei 7.958 foi promulgada, dando uma nova redação ao *caput* do art. 137. Excluiu os incisos VI e VIII do art. 136 como hipóteses para exercer o direito de recesso. E a primeira vista, teria restringido este direito nas hipóteses de incorporação, fusão e cisão da companhia e na participação em grupos de sociedades.

A nova lei, também conhecida como "Lei Lobão" — por ser seu Relator o Senador Edison Lobão — foi promulgada ao final do ano de 1989, e logo cercada de grande polêmica. Alguns chegaram mesmo a insinuar que havia sido feita "sob encomenda" para favorecer algum grupo em especial, levando o Presidente da República a declarar em público que errara ao sancionar a lei, embora o tivesse feito com boa-fé. Denúncias a parte, a lei continua em vigor, causando certos transtornos no âmbito societário.

2.2 A reação às mudanças

A nova lei suscitou as mais variadas críticas. Até os dias de hoje há dúvidas se realmente suprimiu o direito de retirada nestas hipóteses ou não.

A corrente favorável à nova lei manifesta-se a favor de uma pretensa modernização da legislação, evitando "a indústria da dissidência, que favorecia os que vendiam ações pelo valor patrimonial"[14] e favorecendo as fusões, incorporações e cisões, que não seriam mais atravancadas pelos minoritários.

A corrente contrária baseia-se no fato de que operações como as incorporações, fusões e cisões provocam mudanças radicais na companhia, conforme abordado no capítulo anterior, e por isso é absurda a restrição dos direitos de retirada nestes casos, encerrando arbitrariamente com uma importante proteção aos interesses dos acionistas minoritários.

Na realidade a grande dúvida é se ao revogar os dois incisos do art. 136, a lei revogou também os outros artigos, acima referendados, que tratavam do direito de recesso nestas hipóteses revogadas.

Alguns, como o advogado Jorge Lobo, acreditam que a nova lei é correta, que basta retirar o dispositivo-mãe, para que os dispositivos acessórios também sejam retirados. A corrente que apóia a "Lei Lobão" afirma que o mercado deve ser regido pelo princípio da vontade da maioria se sobrepondo à vontade da minoria e que os minoritários não po-

> E entre eles avulta o da fixação do exato valor de reembolso das ações do autor. *Esse valor é de ser apurado tomando-se como termo a data de 31.10.77, em que se levantou o balanço especial.* (...) Essa quantia daria ao autor o adequado reembolso de suas ações, se paga em outubro de 1977. *A partir de então é devida a correção monetária, para que não se desfalque o* quantum *que, com natureza indenizatória, e pois de dívida de valor, se há de pagar ao sócio dissidente*" (grifos meus) RTJ, n. 123, p. 660/661.

(14) Lobo, Jorge, *Direito de retirada nos casos de fusão, incorporação, cisão e participação em grupos de sociedades*, RT, n. 664, p. 44.

dem atravancar as decisões majoritárias e o desenvolvimento da companhia.

Segundo Jorge Lobo, entre o art. 137 e os demais artigos não mencionados na nova lei, há uma relação de dependência. O primeiro seria o principal e os demais acessórios, portanto, retirando-se o primeiro acaba-se por excluir os acessórios.[15]

Mas, a corrente contrária à lei afirma que para a lei vigorar, deveria ter extinguido todos os outros artigos sobre a matéria, evitando assim a confusão instalada. Muitos são os juristas que entendem que a lei é inócua, entre eles Modesto Carvalhosa, Mauro Rodrigues Penteado e Nelson Eizirik. A própria Comissão de Valores Mobiliários reforça a opinião destes advogado, em parecer onde afirma que a nova lei não extinguiu o direito de recesso.[16]

O legislador por certo não conhecia bem o diploma legal a ser alterado e falhou em seu propósito. Suprimiu dois incisos do art. 136 citados no art. 137 e não retirou outros artigos que mantiveram intocado o direito de recesso.

Alguns, esquecendo o vigente art. 230 da lei societária, concluíram que o direito de recesso na incorporação, fusão e cisão havia sido revogado. Porém, nem mesmo o Senador Edison Lobão, autor do projeto, que resultou na referida lei, assim entendeu. O eminente Senador, em artigo publicado no jornal "Folha de São Paulo", asseverou que "não houve, portanto, revogação do direito de recesso nos casos de cisão, fusão e incorporação (...). Eliminou-se — e é isso que alguns pretendem restaurar — o direito de recesso na formação de grupo brasileiro de sociedades".[17]

Também essa é a opinião do ilustre Professor Mauro Rodrigues Penteado, em artigo publicado na Revista de Direito Mercantil,[18] onde afirma que a Lei 7.958/89 não modificou a disciplina do direito de retirada contido na Lei 6.404/76, mas apenas acabou com a repetição das hipóteses sobre fusão, incorporação e cisão, antes existentes na Lei das S.A.

Também Rubens Aprobato Machado se manifestou sobre o assunto em artigo, afirmando que o direito de retirada é um direito essencial do acionista que não se restringe às hipóteses previstas no art. 137, é extensivo a todas as hipóteses previstas na lei.[19] Portanto, como há outros artigos que prevêem o direito de retirada para as hipóteses de incorporação, cisão, fusão e formação de grupos de sociedades, tal direito não foi suprimido. Afirma que "o direito de recesso

(15) Lobo, Jorge, obra já citada, p. 48.

(16) Lobo, Cláudia, *Minoritários sem vez*, Revista ABAMEC, Rio de Janeiro, Outubro de 1992, p. 25.

(17) "A verdade sobre a lei da sociedade por ações", jornal "Folha de São Paulo", de 24 de janeiro de 1990.

(18) "(...)" o transcrito art. 137, quando se reporta aos itens I, II e IV a VIII do art. 136 não esgota as hipóteses legais de recesso. Outras existem, na própria lei e aquelas mesmas estão, em certos casos, sujeitas a peculiaridades que iremos destacar (...) o recesso as hipóteses de incorporação, fusão e cisão está disciplinado, com suas peculiaridades, no art. 230 da Lei 6.404 (...) As peculiaridades de algumas das hipóteses de recesso, como bem observou Lucas Resende, levou o legislador a contemplá-las novamente, reiterando e reafirmando o direito e explicitando as normas especiais a que estão sujeitas. (...) Se a disciplina do recesso, nas hipóteses examinadas, era "dupla e coincidente", pecando pela "desnecessária repetição", a Lei 7.958 ao menos teve o mérito de remover esses defeitos, fazendo com que o direito de retirada fosse tratado apenas nos capítulos dedicados aos institutos a que se refere". Penteado, Mauro Rodrigues, *A Lei 7.958/89 e a pretensa modificação do direito de retirada dos acionistas: uma discussão inócua*, Revista de Direito Mercantil, S. Paulo: RT, n. 77, p. 47.

(19) Machado, Rubens Aprobato, *Sociedades por Ações — Incorporação, Fusão e Cisão — Direito de Retirada*, Revista de Direito Mercantil, São Paulo: RT, n. 82, p. 46.

existe e está em vigor, quando a assembléia geral deliberar sobre incorporação. Ao acionista dissidente cabe exercitar, querendo, esse direito, obedecidas as normas procedimentais constantes da lei".[20]

Fato é que a nova lei trouxe muita polêmica ao meio jurídico, provocando uma onda de tensões entre os acionistas minoritários, que desejam ver seu direito de retirada assegurado nos casos pretensamente excluídos pela Lei Lobão, e as companhias.

2.3 Acórdãos e pareceres sobre a "Lei Lobão"

Devido à confusão instaurada com a promulgação da Lei 7.958/89, algumas ações foram iniciadas na justiça e hoje já há decisões sobre o assunto. A corrente contrária à Lei Lobão já obteve não só duas sentenças favoráveis, como também o apoio da Comissão de Valores Mobiliários.

A Comissão de Valores Mobiliários já decidiu em duas oportunidades que o direito de recesso na incorporação não foi revogado pela Lei 7.958/89.[21]

O Poder Judiciário também já concordou com a tese de que a Lei 7.958/89 "não eliminou o direito de retirada do sócio dissidente, permanecendo íntegro o direito de recesso do acionista minoritário ...", conforme decidiu a ilustre magistrada Dra. Heloisa Helena de Ruiz Combat, em sentença confirmada por unanimidade pela 2.ª Câmara Cível do Tribunal de Alçada de Minas Gerais.[22]

Esta decisão — a primeira que abordava o assunto — foi obtida em favor de um acionista minoritário contra uma empresa telefônica. Esta última havia incorporado outra duas companhias telefônicas, das quais o sócio dissidente também era acionista minoritário. Ocorre que, apesar deste acionista ter exercido o direito de retirada no prazo previsto por lei, a companhia incorporadora não quis reembolsá-lo, levando-o a entrar com uma ação judicial contra a mesma. Alegou a companhia incorporadora em sua contestação que a Lei Lobão havia excluído o direito de retirada nos casos de incorporações de companhias. Mas não foi isso que entendeu a ilustre magistrada, e em con-

(20) Machado, Rubens Aprobato, obra já citada, p. 57.

(21) "o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) defendeu o direito de retirada dos acionistas minoritários dissidentes da incorporação da Sulina Alimentos S.A. pela Perdigão Agroindustrial S.A. A decisão foi tomada em reunião do Colegiado, realizada em outubro, e comunicada, na terça-feira, ao representante dos minoritários, Arthur Celso Dias de Souza, da corretora Dias de Souza. Na mesma reunião, a CVM também se posicionou favoravelmente ao direito de recesso dos minoritários dissidentes da ação parcial da Panex S.A. (...) A Perdigão, ao negar o direito de retirada aos minoritários, baseou-se na Lei Lobão, a Lei 7.958, de dezembro de 1989, do senador Edison Lobão. Essa lei suprimia o direito previsto no art. 137, que se referia ao 136, da Lei das Sociedades Anônimas, a 6.404, de 1976 (...). A grande discussão que perdurou foi se o direito de retirada estava mantido ou não. A CVM entende que sim. Segundo seu diretor, José Arthur Escodro, *a CVM seguiu "o princípio de que uma lei específica não é revogada por uma lei geral.* No caso, a lei trata da questão em um capítulo específico pois o direito está inserido no art. 230. O fato gerador está no 230". Tanto a área técnica como o Colegiado da CVM concordaram nesse ponto, pois, anteriormente, a superintendência de relações com empresas já havia se pronunciado a favor dos minoritários da Sulina". (Grifos meus) Carvalho, Maria Christina, *CVM defende direito de retirada dos acionistas*, jornal Gazeta Mercantil, 21 de novembro de 1991.

(22) Apelação Cível n. 116.737-1, decisão publicada no "Minas Gerais" de 26 de setembro de 1991.

sonância com a opinião de Mauro Rodrigues Penteado em seu artigo já citado, afirmou em sua decisão que "... a Lei 7.958/89 não logrou eliminar o direito de retirada nas operações de incorporação, fusão, cisão e constituição de grupos de sociedades".

E segundo o voto do Sr. Juiz José Brandão, da Segunda Câmara Civil do Tribunal de Alçada do Estado de Minas Gerais, relator da apelação: "Não importa se a incorporação ultimou-se após a edição da Lei 7.958/89 vez que esta não eliminou o direito de retirada do sócio dissidente, permanecendo íntegro o direito de recesso do acionista minoritário", voto este, acompanho na íntegra pelos demais Juízes.

Conforme comentários de Paulo Salvador Frontini sobre o acórdão da Segunda Câmara Civil do Tribunal de Alçada do Estado de Minas Gerais, "o argumento central da decisão comentada localiza-se no tópico da sentença que, adequadamente, transcreveu o ensinamento de Rodrigues Penteado. Em resumo: suprimiram-se dois incisos no texto do art. 137 da Lei 6.404/76. *Mas não foram suprimidas outras cinco disposições da Lei das Sociedades Anônimas que mantiveram intocado o direito de recesso*".[23] (grifos meus)

O segundo acórdão reiterando o entendimento de que a Lei 7.958/89 não suprimiu o direito de retirada nos casos de fusão, incorporação e cisão, foi proferido pela 7.ª Câmara do Tribunal de Alçada de Minas Gerais, na Apelação Cível n. 187.636-4.

Neste segundo caso, a ação ordinária foi proposta por um acionista dissidente, minoritário de outra companhia telefônica, que discordou da deliberação da companhia de promover sua cisão parcial, e ainda, incorporar outra empresa telefônica e desejou exercer o seu direito de retirada, o que lhe foi negado pela companhia. A assembléia-geral foi realizada em 5.9.90, e a companhia entendeu que a partir da Lei 7.958/89, não havia mais possibilidade de exercer o direito de recesso nestes casos. O acionista ao propor a ação ordinária obteve decisão favorável, o que levou a companhia Ré a interpor uma apelação com o objetivo de reformar a decisão de primeiro grau.

Mas, segundo voto da ilustre Desembargadora Dra. Jurema Brasil Marins, Relatora da apelação em questão, "... o pedido formulado pelo apelado, em abstrato, é tutelado pelo art. 230, da Lei 6.404/76, que não foi revogado, nem é incompatível com o art. 1.º da Lei 7.958/89, conforme se verá, mais pormenorizadamente, quando do exame do mérito".[24] E ao analisar o mérito ela prosseguiu, "De sorte que, não há que se afirmar que a lei posterior revogou a anterior, nem que o art. 137 deve prevalecer sobre o art. 230, da Lei 6.404/76". E assim, negaram provimento ao Recurso da companhia telefônica, confirmando entendimento anterior do mesmo Tribunal.

O legislador, por não observar toda a lei, mas apenas o art. 137, falhou no seu propósito de restringir o direito de recesso, criando grande controvérsia entre juristas e acionistas das S.A., e ocasionando inúmeros litígios. O Poder Judiciário, no entanto, vem se posicionando no sentido de manter o equilíbrio entre acionistas minoritários e majoritários, através do exercício do direito de retirada, conforme determinou — e ainda determina — a Lei das S.A.

[23] Frontini, Paulo Salvador, *Sociedade Anônima — Direito de Retirada — Recesso de Dissidente — Lei Lobão: um precedente judicial*, Revista de Direito Mercantil, S. Paulo: RT, n. 86, p. 76.

[24] Acórdão proferido pela 7.ª Câmara Cível do Tribunal de Alçada de Minas Gerais, na Apelação Cível n. 187.636-4, publicado no "Minas Gerais" de 15 de março de 1995.

Recentemente, com a edição da Medida Provisória n. 1.179, de 3 de novembro de 1995, que trata do fortalecimento e da reestruturação do Sistema Financeiro Nacional, obtivemos mais um exemplo de que a Lei Lobão não restringiu o direito de recesso nos casos já abordados.

O objetivo da Medida Provisória n. 1.179 é instituir o Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional, garantir a liquidez e solvência do Sistema, além de defender os interesses dos investidores e depositantes. Para tal, incluiu entre estas instituições àquelas porventura sob os regimes especiais previstos na Lei 6.024/74 e no Dec.-lei 2.321/87.

Na realidade trata-se de uma reação do Governo aos recentes casos de intervenções em bancos estaduais e privados que vêm atingindo o mercado desde o início deste ano. Com a instituição deste Programa, o Governo espera proteger o mercado de novas intervenções incentivando a união de instituições em dificuldades com outras mais fortes. Como incentivo instituiu um tratamento tributário especial à essas instituições que sejam promover incorporações (art. 2.º), favorecendo assim a desejada concentração do sistema financeiro.

Além da previsão de tratamento tributário especial, a referida Medida Provisória em seu art. 3.º determina que os acionistas minoritários das instituições pertencentes ao Sistema Financeiro Nacional não poderão exercer o direito de retirada nos casos de reorganização societária:

"Art. 3.º Nas reorganizações societárias ocorridas no âmbito do Programa de que trata o art. 1.º não se aplica o disposto nos arts. 230, 254, 255, 256, § 2.º, 264, § 3.º, e 270, parágrafo único, da Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976".

Trata-se de uma nova tentativa de restringir o direito de retirada do minoritário sob a argumentação de que muitos deles poderiam prejudicar o processo de concentração das instituições financeiras, ao exercerem esse direito.

Se a Lei Lobão tivesse realmente restringido tal direito, não haveria necessidade do Governo Federal se preocupar em enumerar diversos artigos da Lei 6.404/76 que tratam do direito de recesso nos casos de fusões, incorporações, cisões e constituição de grupos de sociedades, para assim, tentar evitar as demandas dos minoritários, que certamente ocorrerão.

3. Novas propostas de alterações

A Comissão de Valores Mobiliários vem se mobilizando para criar um projeto de reforma da Lei das Sociedades Anônimas que proporcione uma modernização na legislação atual e, conseqüentemente, uma maior democratização e fortalecimento do mercado de capitais.

Em 6 de março de 1992, o colegiado da Comissão de Valores Mobiliários pôs em audiência pública uma proposta de reforma que propiciaria o visado fortalecimento, embora estivesse eivada de defeitos técnico-jurídicos. Tal proposta, no entanto, foi logo substituída por outra, em janeiro de 1993.

No que concerne ao direito de retirada, a proposta de 1992 indicava a revogação da Lei 7.958/89.[25] Tratava-se de uma vitória dos acionistas minoritários, pois como foi abordado no capítulo anterior, esta lei visou suprimir o direito de recesso aos acionistas dissidentes nos casos de fusão, incorporação, cisão e participação em grupos de sociedades, para isso, alterando a redação do art. 137 da Lei 6.404/76, já estudado.

[25] Edital de Audiência Pública da CVM de 6 de março de 1992.

Na realidade, como já visto, uma análise mais profunda levou os intérpretes a concluírem que o direito de recesso nestas hipóteses não foi revogado pela Lei 7.958/89, pois não foram alterados ou retirados os outros artigos que tratavam do assunto e que asseguravam este direito aos minoritários dissidentes.

Portanto, a visão dominante sobre o assunto é de que permanece eficaz o direito de recesso nas hipóteses pretensamente retiradas pela Lei 7.958/89. Mas de qualquer modo, sua revogação pelo penúltimo projeto da Comissão de Valores Mobiliários era louvável, pois encerraria um período de dúvidas sobre a matéria e tranqüilizaria os acionistas minoritários, evitando que entrassem com novos processos na Justiça para verem seus direitos reconhecidos e garantidos. Esta no entanto, foi a única alteração com relação ao direito de recesso apresentada por aquele projeto.

A última proposta de alteração veio logo a seguir, com a mudança da diretoria da Comissão de Valores Mobiliários, e foi colocada em audiência pública em 18 de janeiro de 1993.[26]

Este projeto, embora do ponto de vista técnico-jurídico seja melhor elaborado, não favorece em nada os investidores do mercado, ao contrário do anterior, que proporcionaria um revigoramento no mercado de capitais.

Quanto ao direito de recesso, várias foram as alterações propostas, inclusive a revogação da Lei 7.958/89.

A primeira alteração a ser analisada é a da redação do art. 137, que passaria a ser a seguinte:

"Art. 137 — A aprovação das matérias previstas nos números I a VI 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:

I — nos casos dos números I e II do art. 136 somente terá direito de retirada o acionista titular de ações da classe ou classes prejudicadas pela deliberação;

II — o reembolso da ação deve ser reclamado à companhia no prazo de trinta dias contados da publicação da ata assembléia; e

a) no caso de deliberação previamente aprovada por assembléia especial, o prazo dos dissidentes desta assembléia será contado da publicação da ata da assembléia geral;

b) no caso de deliberação sujeita a ratificação por assembléia especial, o prazo dos dissidentes da assembléia geral será contado da publicação da ata da assembléia especial".

Importante esclarecer que a redação do art. 136 também foi bastante alterada, portanto, faz-se necessária a reprodução dos incisos que são citados no art. 137 proposto, como ensejadores do direito de recesso:

"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;

II — aumento de classe de ação preferencial em proporção maior do que a do aumento das demais espécies e classes, salvo se já previsto ou autorizado pelo estatuto;

III — redução do dividendo obrigatório;

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

V — participação em grupos de sociedades (art. 265);

VI — mudança do objeto da companhia;"

Podemos observar que esta proposta volta a permitir expressamente o direito de recesso nos casos de incorporação, fusão e participação em grupos de sociedades, que a Lei 7.958/89 pretendia proibir.

(26) Edital de Audiência Pública da CVM de 18 de janeiro de 1993.

No entanto esta última proposta da Comissão de Valores Mobiliários continuou insistindo em negar o direito de retirada nos casos de cisão da companhia (inc. IX do "novo" art. 136), com o que, conforme já abordado neste trabalho, discordamos, já que a cisão provoca uma alteração profunda na estrutura da sociedade, muitas vezes atingindo e prejudicando os interesses dos seus acionistas. Mas desta vez, houve a preocupação, louvável por sinal, de retirar a expressão "ou cisão" da redação do art. 230, evitando as discussões que até hoje ocorrem, devido a este tipo de defeito na Lei Lobão.

Além disso, com a nova redação do art. 136 foi restringido o direito de retirada também nos casos de cessação do estado de liquidação da companhia (novo inc. VII), de criação de ações preferenciais (novo inc. VIII) e de dissolução da companhia (novo inc. X), o que também não se justifica, permanecendo a intenção de restringir a proteção aos acionistas minoritários, prejudicando seus interesses. Com este tipo de medida, o mercado de capitais acabará perdendo novos investidores e se enfraquecendo.

A justificativa para esta redução, segundo a comissão designada pelo presidente da CVM, foi apresentada no seu relatório.[27] A alegação se baseia no fato das legislações estrangeiras que admitem o direito de retirada, inclusive a italiana, onde se originou, tenderem, atualmente, a diminuir as hipóteses para seu exercício, porque este pode muitas vezes por em risco a sobrevivência da empresa.

O último projeto também alterou o § 1.º do art. 45, que trata do valor do reembolso:

"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.

§ 1.º — O estatuto pode estabelecer normas para a determinação do valor de reembolso, que, em qualquer caso, não será inferior.

a) na companhia com ações admitidas à negociação em bolsa de valores, à média das cotações diárias da ação nos sessenta dias de efetiva negociação anteriores à convocação da assembléia-geral, determinada após atualização monetária das cotações até a véspera da convocação;

b) nas demais companhias, ao valor de patrimônio líquido constante do último balanço aprovado pela assembléia-geral, observado o disposto no § 2.º, salvo se o estatuto estimular a avaliação das ações (§ 3.º)".

Ao estabelecer como preço do reembolso nas companhias abertas com ações negociadas em bolsa, o valor médio das suas cotações em determinado período, acabaria por prejudicar o acionista dissidente, que poderia obter preço melhor por elas, como o do seu valor patrimonial, conforme o texto vigente permite. Se o acionista vai receber o valor da cotação das suas ações, então não haverá diferença entre vender suas ações na bolsa de valores e exercer o direito de recesso, acabando praticamente por eliminar este último.

Como podemos auferir desta pequena análise da última proposta de alteração da Lei 6.404/76, no que concerne ao direito de retirada, o grande mérito seria revogar a Lei 7.958/89. Mas em contrapartida, acabaria trazendo novas hipóteses para restrição do exercício do direito de recesso. Tal fato prejudicaria o fortalecimento do mercado de capitais no país, pois favorece as companhias, mas prejudica os pequenos investidores.

(27) Relatório da comissão designada pelo Presidente da CVM para apreciar sugestões de revisão da Lei 6.404/76.

4. Conclusão

É importante observar que apesar da evolução do instituto do direito de retirada no Brasil, ainda hoje há divergências quanto às hipóteses em que deva ser exercido. E não poderia ser diferente, visto que o tema está ligado ao desenvolvimento do setor empresarial e do mercado de valores mobiliários, em nosso país.

As alterações foram realizadas com o intuito de favorecer o crescimento das companhias nacionais, fazendo com que as leis societárias acompanhassem as evoluções ou que as favorecessem.

O direito de recesso é um direito essencial do acionista, como foi abordado no início deste trabalho, que visa a proteção dos interesses dos minoritários.

No entanto, há hoje uma tendência em se reduzir as hipóteses em que o acionista minoritário possa exercer esse direito. Isto se dá sob o pretexto de que muitas vezes o minoritário prejudica a realização de operações a serem feitas pela companhia, discordando da deliberação que a aprovou e retirando-se da sociedade. Muitas vezes esta retirada pode representar uma perda patrimonial grande para a sociedade, exigindo que a companhia desista da operação e retroceda em sua decisão, sob pena de sucumbir a um prejuízo que não pode arcar.

Na realidade, deve-se tentar um equilíbrio entre a proteção aos acionistas minoritários e ao desenvolvimento das companhias. A argumentação de que os minoritários muitas vezes abusam desta proteção legal, prejudicando operações que beneficiariam a sociedade, não é de todo exagerada e pode ocorrer de fato. Mas não se pode, baseado nisto, reduzir os casos em que o direito de retirada é permitido, sem observar as conseqüências para os minoritários, e sem procurar o equilíbrio necessário entre os interesses da companhia e dos seus acionistas.

As alterações na legislação societária são muitas vezes necessárias, mas é importante que haja uma preocupação não só com o desenvolvimento das sociedades anônimas, mas com os acionistas também. Os minoritários são investidores importantes, que ajudam na criação de novas companhias, investindo seu capital em novas sociedades. Não se pode esquecer esta função vital para a companhia.