

Atualidades

NOTAS SOBRE O DIREITO DE RECESSO NA INCORPORAÇÃO, FUSÃO E CISÃO DAS COMPANHIAS

NELSON EIZIRIK

*I – Introdução. II – Os objetivos da reforma. III – Eliminação do direito de
recesso na cisão. IV – O direito de recesso na fusão e na incorporação. V
– Incorporação, fusão e cisão de companhia aberta.*

I – Introdução

A Lei 9.457/97 introduziu algumas modificações de relevo no tratamento legal do direito de recesso nas hipóteses de incorporação, fusão e cisão das sociedades anônimas.

Os novos dispositivos legais tem trazido alguma controvérsia na sua aplicação prática às operações de reestruturação societária, particularmente no caso de companhias abertas.

Trataremos, no presente artigo, de analisar o novo tratamento legal conferido ao direito de recesso nas hipóteses de incorporação, fusão e cisão de sociedades anônimas, tendo em vista, principalmente, as dificuldades práticas que se tem observado na interpretação sistemática das disposições legais introduzidas mediante a Lei 9.457, de 5.5.97.

Para tanto, desenvolveremos o presente estudo analisando:

1. os objetivos da reforma no que se refere aos processos de reestruturação societária implementados por meio de fusões, incorporações ou cisões;

2. o novo tratamento legal conferido ao direito de recesso na cisão;

3. a disciplina do recesso nas hipóteses de incorporação e fusão;

4. a hipótese de recesso caso a cisão, incorporação ou fusão envolva companhia aberta e a sociedade que a suceder seja uma companhia fechada.

II – Os objetivos da reforma

Conforme se verifica da leitura do Projeto de Lei 1.564/96 ("Projeto Kandir"), que constituiu o primeiro impulso de relevo para a *mini-reforma* da Lei das S/A, visava-se, primordialmente, com as alterações propostas: a) reduzir os custos dos projetos de privatização, e b) facilitar os processos de concentração empresarial, tornando-os menos onerosos.

Para tanto, conforme já analisamos,¹ foram flexibilizadas as normas disciplinando o direito de recesso por ocasião da in-

1. Cf. o nosso *Reforma das S/A e do Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, Ed. Renovar, 2ª ed., pp. 24 e 25.

corporação, fusão e cisão das companhias, inclusive no que se refere ao valor do reembolso, assim como eliminada a obrigatoriedade de oferta pública para os minoritários na alienação de controle acionário de companhia aberta.

Com a implementação da *mini-reforma* indiscutivelmente facilitou-se a realização de operações de reestruturação empresarial, tornando-as menos onerosas, na medida em que diminuídas as hipóteses de recesso para os acionistas dissidentes.

No que se refere especificamente aos casos de fusão, incorporação e cisão de companhias, visou a Lei 9.457/97 a:

a) dirimir as dúvidas surgidas a partir da promulgação da Lei 7.958/89 (Lei Lôbão) sobre a sobrevivência do direito de recesso nas hipóteses de cisão, fusão e incorporação;

b) eliminar, em princípio, o direito de recesso na cisão (atendendo diretamente aos objetivos governamentais de reduzir os custos dos processos de privatização de concessionárias de telecomunicações e de energia, nos quais as cisões seriam utilizadas como *ajustes prévios* à alienação do controle das empresas);

c) manter o direito de recesso nos casos de fusão e incorporação, exceto quando a companhia fundida ou incorporada apresenta elevados índices de dispersão de seu capital social ou de liquidez em suas ações;

d) criar uma nova hipótese de direito de recesso, nos casos de cisão, incorporação e fusão envolvendo companhia aberta, ao exigir que a companhia sucessora também seja uma companhia aberta.

III – Eliminação do direito de recesso na cisão

Com a nova redação dada pela Lei 9.457/97 aos arts. 136, 137 e 230 da Lei 6.404/76, restou, em princípio, eliminado o direito de recesso na cisão.

Com efeito, dentre as causas ensejadoras do direito de recesso, enumeradas no art. 137 da Lei das S/A, não mais consta aquela prevista no (agora) inciso IX do art. 136, que trata da cisão da companhia.

Ademais, o art. 230 da Lei das S/A, com a nova redação que lhe foi dada pela Lei 9.457/97, prevê expressamente o direito de recesso somente para os casos de incorporação e fusão, não mais para o de cisão de companhias.

É inequívoco, por outro lado, que não foi eliminado o direito de recesso em todas as hipóteses de cisão.

Em primeiro lugar, conforme analisaremos mais adiante, se a cisão envolver companhia aberta e a sociedade sucessora não for companhia aberta, ou não registrar-se como tal na CVM, o acionista dissidente poderá exercer o seu direito de recesso.

Em segundo lugar, conforme já analisado doutrinariamente,² é mantido o direito de recesso em outras hipóteses que podem decorrer da operação de cisão, mas que são autônomas com relação à cisão, em si.

As causas ensejadoras do direito de recesso previstas nos incisos I a VI do art. 136 são, inequivocamente, *autônomas*, decorrendo, de qualquer delas, o nascimento do direito de retirada para o acionista dissidente, mesmo que eventualmente verificadas como consequência de um processo de cisão, o qual, por si só, não mais acarreta o direito de recesso.

Assim, se, eventualmente, em decorrência da cisão ocorrem: a mudança do objeto social da companhia resultante da cisão; a redução do dividendo obrigatório; a criação de ações preferenciais ou aumento de classes existentes, sem guardar proporção com as demais espécies ou classes; a

2. Mauro Rodrigues Penteado, "A Lei 9.457/97 e a tutela dos direitos dos acionistas minoritários", in *Reforma da Lei das Sociedades por Ações*, obra coordenada por Waldírio Bulgarelli, São Paulo, Pioneira, 1998, pp. 50 e ss.

alteração nas preferências, vantagens e condições de resgate de uma ou mais classes preferenciais; a criação de uma classe mais favorecida (art. 136, I, II, III e VI), tem o acionista dissidente o direito de recesso.

Repita-se: o direito de recesso, nos casos acima, decorre *não* cisão, em si, mas da configuração de qualquer das causas previstas nos incisos I, II, III e VI do art. 136 da Lei das S/A.

Nos casos dos incisos I e II do art. 136 (criação de ações preferenciais ou aumento de classes existentes, sem guardar proporção com as demais espécies e classes, salvo se já previstos ou autorizados pelo estatuto; e 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) somente terá direito de retirada, conforme o inciso I do art. 137, com a redação que lhe foi dada pela Lei 9.457/97, o titular de ações de espécie ou classe "prejudicadas".

Assim, a reforma segue a orientação, já verificada na jurisprudência,³ de que, nas hipóteses acima, somente cabe o direito de recesso se o acionista dissidente demonstrar que seus interesses patrimoniais estão sendo atingidos desfavoravelmente.⁴

IV – O direito de recesso na fusão e na incorporação

Com a nova redação dada aos arts. 136 e 137 da Lei das S/A pela Lei 9.457/97, restou claro que, a despeito da enorme discussão doutrinária ocasionada com a promulgação da Lei Lobão,⁵ ficou mantido o direito de recesso nas hipóteses de fusão e de incorporação, com algumas ressalvas, a seguir analisadas.

3. RT 730/181.

4. Modesto Carvalhosa, *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, v. II, São Paulo, Saraiva, 1997, p. 747.

5. Cf. o nosso *Reforma das S/A e do Mercado de Capitais*, cit., pp. 69 e ss.

O art. 137, inciso II, da Lei das S/A, com a redação dada pela Lei 9.457/97, assim dispõe:

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

"I – (...)

"II – nos casos dos incisos IV e V (*fusão da companhia ou sua incorporação em outra; e participação em grupo de sociedades*) somente terá direito de retirada o titular de ações:

"a) que não integrem índices gerais representativos de carteira de ações admitidos à negociação em bolsas de futuros

"b) de companhias abertas das quais se encontram em circulação no mercado menos da metade do total das ações por ela emitidas, entendendo-se por ações em circulação no mercado todas as ações da companhia, menos as de propriedade do acionista controlador."

Em princípio, pois, tanto na incorporação como na fusão, o acionista dissidente (da sociedade incorporada, no caso de incorporação, das fusionadas, na fusão) tem o direito de retirar-se da companhia com o reembolso do valor de suas ações.

As exceções previstas no inciso II do art. 137 referem-se única e exclusivamente às companhias abertas; a letra *b* do inciso II é expressa a respeito; a letra *a* não é, nem precisa sê-lo, pois somente ações de companhias abertas podem ser negociadas em bolsas de valores e integrarem os seus índices.

Assim, na incorporação ou fusão envolvendo companhia fechada, por definição, os dissidentes tem o direito de recesso.

Tratando-se de companhia aberta, o direito de recesso será suprimido em qualquer das hipóteses previstas nas letras *a* e *b* do inciso II do art. 137 da Lei das S/A.

A lei manifestamente adotou dois critérios alternativos para justificar a exclusão do direito de recesso: a) o da liquidez das ações; b) o da dispersão do capital da companhia.

No primeiro caso (letra *a* do inciso II) a exclusão do direito de recesso decorre da presunção absoluta de que as ações, por integrarem índices gerais representativos de carteiras de ações admitidas à negociação em bolsa de futuros, são dotadas do atributo de *liquidez*.

Tais índices representam a rentabilidade média de uma carteira teórica das ações mais negociadas na Bolsa de Valores.

A Bolsa de Mercadorias e Futuros—BM&F é, no Brasil, a única bolsa de futuros na qual admite-se a negociação de um índice representativo de carteira de ações, na modalidade de *Contrato Futuro de IBOVESPA*.

Daí decorre a presunção legal absoluta de que as ações que integram o IBOVESPA — índice representativo da carteira de ações mais negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo — são dotadas de liquidez.

Ou seja, presume-se que os titulares de ações que integram o IBOVESPA detêm papéis de comprovada liquidez, daí legitimando-se a exclusão do direito de recesso.

Na letra *a* do inciso II do art. 137, a lei é clara ao conferir o recesso ao titular de *ações* que não integrem índices gerais representativos de carteiras de ações admitidas à negociação em bolsas de futuros.

Tal ocorre pelo fato de ser o índice integrado pelas ações de espécie ou classe de emissão da companhia que apresentam maior negociabilidade em bolsa de valores. Ou seja, não é a companhia que integra o índice, mas as ações por ela emitidas que são dotadas de maior liquidez.

Assim, por exemplo, a companhia *X* pode ter todas as ações preferenciais de sua emissão integrando o índice, ou apenas

uma classe delas, embora as ações ordinárias não façam parte do índice.

A exclusão do direito de recesso refere-se apenas aos titulares das ações (da espécie ou classe) que integram o índice. Se a companhia *X* tem ações ordinárias e ações preferenciais das classes A, B e C e somente as preferenciais da classe C integram o índice IBOVESPA, o direito de recesso, por ocasião de fusão ou incorporação, somente pode ser negado aos titulares das ações preferencias da classe C.

Ou seja, a exclusão do recesso, no caso, refere-se à espécie e à classe de ações, uma vez que o parâmetro adotado pela lei, na letra *a* do inciso II do art. 137 é o da *liquidez* das ações.

Já a letra *b* do inciso II menciona, expressamente, ao negar o direito de recesso, os titulares de ações de *companhias* abertas nas quais se encontram em circulação no mercado mais da metade do *total* das ações por elas emitidas; entende-se por ações em circulação no mercado *todas* as ações de emissão da companhia, menos as de propriedade do acionista controlador.⁶

No caso da letra *b* do inciso II o parâmetro adotado pela lei é o da *dispersão* do total das ações de emissão da companhia.

Assim, se o acionista controlador, ou grupo de controladores, em conjunto com os administradores, detêm, direta ou indiretamente, menos da metade do total das ações da companhia, independentemente da espécie ou classe, presume-se que esteja atendido o requisito de *dispersão* das ações, podendo ser legitimamente negado o direito de recesso ao acionista dissidente da deliberação de incorporação ou fusão da companhia.

6. Reconhecemos ter incorrido em contradição ao comentarmos o referido dispositivo legal (*Reforma das S/A e do Mercado de Capitais*, cit., p. 77) que agora pretendemos corrigir, uma vez que ora nos referíamos ao total das ações, ora às ações de cada espécie ou classe, parâmetro somente aplicável, conforme aqui analisado, à hipótese prevista na letra *a* do inciso II do art. 137.

O dispositivo legal, na realidade, não poderia exigir que mais da metade de cada espécie ou classe de ações estivesse dispersa no mercado, sob pena de transformar-se, no caso das ações ordinárias, em letra morta.

Já são poucas as ações ordinárias que atendem ao parâmetro *liquidez*; das cinquenta e sete ações integrantes do IBOVES-PA, somente quatorze são ordinárias, sendo as demais quarenta e três preferenciais.

No mercado brasileiro, há raríssimos, talvez nenhum caso de companhia em que o controlador, ou grupo de controle, detenha *menos* da metade das ações ordinárias. Mesmo tratando-se das companhias privatizadas, nas quais ocorreu expressiva dispersão do seu capital, o grupo controlador, na generalidade dos casos, agindo em conjunto por força de acordo de acionistas, detêm mais da metade das ações ordinárias.

Assim, presume-se que, quando o acionista controlador é titular de menos da metade do total das ações de emissão da companhia, está atendido o requisito da *dispersão* das ações, não tendo o acionista dissidente o direito de recesso.

V – Incorporação, fusão e cisão de companhia aberta

A Lei 9.457 incluiu o § 3º ao art. 223 da Lei das S/A, nos termos do qual, *se a incorporação, fusão ou cisão envolver companhia aberta, as sociedades que a sucederem serão também abertas, devendo obter o respectivo registro e, se for o caso, promover a admissão de negociação das novas ações no mercado secundário, no prazo máximo de cento e vinte dias, contados da data da assembléia geral que aprovou a operação, observadas as normas baixadas pela Comissão de Valores Mobiliários.*

O § 4º, acrescentado ao art. 223, cria mais uma hipótese de recesso, ao estabelecer que o descumprimento do disposto no

§ 3º dará ao acionista o direito de retirar-se da companhia, mediante o reembolso do valor de suas ações, nos trinta dias seguintes ao término do prazo de cento e vinte dias.

O direito de recesso, no caso, decorre não da operação de cisão, incorporação ou fusão, mas do fato de não registrar-se a companhia sucessora como companhia aberta junto à CVM, no prazo legal.

Algumas questões relevantes vêm sendo suscitadas, na prática, a respeito da mais adequada interpretação dos dispositivos acima transcritos.

Assim, indaga-se sobre a possibilidade de a sucessora de companhia que tinha suas ações negociadas em bolsa de valores passar a ter suas ações transacionadas em mercado de balcão.

Em nosso entendimento, o objetivo da norma constante do § 3º do art. 223 é o de assegurar aos minoritários que passam a ser acionistas da companhia sucessora condições de liquidez semelhantes às que detinham antes de realizada a operação.

É certo que a companhia sucessora não pode prover idêntica liquidez aos papéis; a maior ou menor liquidez decorre de condições do mercado, com relação às quais a companhia tem poderes limitados de atuação.

Deve ela, porém, assegurar os *meios* necessários à manutenção de níveis semelhantes de liquidez.

Assim, se as ações da companhia fusionada, incorporada ou cindida eram admitidas à negociação em bolsa de valores, caberá à companhia sucessora promover a listagem das ações na mesma bolsa, ou em outra que assegure semelhantes ou mais favoráveis condições de liquidez.

Por outro lado, se a companhia era aberta por ter emitido publicamente debêntures ou outros valores mobiliários, mas não ações, os acionistas da sucessora não tem o direito de exigir que as ações que

lhes foram atribuídas sejam admitidas à negociação em bolsa de valores. No caso, a manutenção do *status* de companhia aberta é relevante apenas para os efeitos de divulgação de informações, auditoria externa obrigatória, fiscalização por parte da CVM, assim como dos deveres atribuídos aos controladores e administradores de companhias abertas.

Outra questão que vem sendo objeto de discussão é a referente ao prazo de cento e vinte dias, contados da assembléia geral que aprovou a operação, para a obtenção do registro e, se for o caso, da admissão da negociação das novas ações no mercado secundário.

A obrigação da sociedade, no caso, é de *meio*, não de resultado, posto que a concessão do registro é ato praticado pela CVM. Ou seja, cabe à companhia solicitar o registro dentro do prazo legal e envidar seus melhores esforços para obter, nos cento e vinte dias, a condição de companhia aberta.

Caso o registro não seja deferido, no prazo legal, por ato ou omissão da CVM, tendo a companhia desenvolvido seus melhores esforços para obtê-lo, descabe o direito de recesso no prazo de trinta dias seguintes aos cento e vinte dias.

Na hipótese, deve a companhia, por cautela, divulgar, ao final do prazo de cento e vinte dias, um *fato relevante*, demonstrando que atuou diligentemente e que a não obtenção do registro não decorreu de ato ou omissão de sua responsabilidade. Caberia, ainda, informar qual a data final para a obtenção do registro, a partir da qual, caso não concedido pela CVM, ficariam os acionistas legitimados para o exercício do direito de recesso.

Indaga-se, também, sobre a possibilidade de a companhia sucessora, após ter obtido o registro de companhia aberta, decidir cancelar tal registro, mediante o *fechamento* de seu capital.

Poderia a CVM, no caso, impedir o *fechamento* do capital da companhia sucessora, negando-se a praticar o ato de cancelamento do registro de companhia aberta?

No registro de emissão pública de valores mobiliários, por ocasião da *abertura* de capital, os poderes atribuídos à CVM são, inequivocamente, *vinculados*.

A Lei 6.385/76 e a regulamentação administrativa estabelecem os requisitos e as condições para a prática dos atos de concessão do registro de companhia aberta e de emissão pública de valores mobiliários, não cabendo à CVM entrar no exame do mérito dos títulos ou da oportunidade da emissão.⁷

Idêntica é a situação por ocasião do cancelamento do registro de companhia aberta. A CVM, no caso, *não* tem o poder de decidir qual companhia deve ou não deve cancelar o seu registro, ou qual o momento mais oportuno para fazê-lo.

A regulamentação administrativa (Instrução CVM 229/95) estabelece as condições para o cancelamento do registro de companhia aberta, que são basicamente a deliberação assemblear e a realização de oferta pública de aquisição das ações em circulação no mercado, a ser feita pelo acionista controlador.

Atendidas as exigências previstas na regulamentação administrativa, não pode a CVM, sob pena de caracterizar-se o abuso de poder, negar-se a praticar o ato de cancelamento do registro de companhia aberta.

Caso o preço pago aos acionistas minoritários na oferta pública de aquisição de suas ações seja inferior ao valor do reembolso de suas ações, inequivocamente tem eles o direito de cobrar da companhia a diferença, para que não seja fraudado o disposto no § 4º do art. 223 da Lei das S/A.

Rio de Janeiro, setembro de 1998

7. Cf. analisamos em *Aspectos Modernos do Direito Societário*, Rio de Janeiro, Ed. Renovar, 1992, p. 12.