

# Atualidades

## BREVES PONDERAÇÕES SOBRE O APARENTE CONFLITO DE NORMAS QUE REGEM A SUBSTITUIÇÃO DE ACIONISTAS DISSIDENTES REEMBOLSADOS

RODRIGO DE OLIVEIRA BOTELHO CORRÊA

*I — Introdução. II — Ponderações de direito aplicadas ao caso concreto. III — Conclusão.*

### **I — Introdução**

1. Após a Segunda Grande Guerra, os juristas passaram a difundir uma nova concepção do Direito. Busca-se, em verdade, a superação do positivismo jurídico, que reinava no mundo contemporâneo, mas que possuía falhas tantas que possibilitou as atrocidades cometidas pelos regimes totalitários de extrema direita.<sup>1</sup> Essa nova concepção recebeu a alcunha de pós-positivismo.<sup>2</sup>

2. Dentro dessa nova perspectiva, passou-se a dar importância ímpar ao estudo do caso concreto, que veio a disputar com o sistema normativo a primazia na formulação da solução adequada.<sup>3</sup> É que, como

1. Como lembra muito bem Luís Roberto Barroso, *os principais acusados de Nuremberg invocaram o cumprimento da lei e a obediência a ordens emanadas da autoridade competente* ("Fundamentos teóricos e filosóficos do novo Direito Constitucional brasileiro", in *Temas de Direito Constitucional*, t. II, Renovar, 2003, p.27).

2. Cf. J.J. Gomes Canotilho, *Direito Constitucional e Teoria da Constituição*, 1998; Ronald Dworkin, *Taking Rights Seriously*, 1997; Robert Alexy, *Teoría de los Derechos Fundamentales*, 1997. No Brasil, cite-se, Paulo Bonavides, *Curso de Direito Constitucional*, 2000 e Luís Roberto Barroso, *Fundamentos...*, 2003.

3. Luís Roberto Barroso, *ibidem*, pp. 34-35.

já dizia Comparato, *o fenômeno jurídico comporta, sempre, mais de um sentido e, por conseguinte, mais de uma solução*.<sup>4</sup> Decerto a solução aplicada ao caso concreto será fruto de uma escolha consciente entre as várias possibilidades agasalhadas pelo Direito.<sup>5</sup>

3. É nesse diapasão que a figura do parecer vem sendo cada vez mais festejada. Já dizia Rubens Gomes de Souza *que o trabalho jurídico verdadeiramente fecundo seria o do fazedor do direito, que em verdade não é o legislador, o qual apenas escreve o que a realidade lhe dita, mas sim o parecerista, que, atuado pelos interesses em conflito na dinâmica própria do direito, procura* "(...) destrinçar os fios da meada para com eles tecer a trama do caso concreto sobre a urdidura dos princípios gerais".<sup>6</sup>

4. Nessa acepção, trago as idéias abaixo dispostas, que deram origem ao Parecer

4. O trecho acima destacado faz parte da "Ex-plicação Necessária" constante na introdução do livro *Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*, Forense, 1981.

5. Fábio Konder Comparato, *ibidem*, p. IX. No mesmo sentido, Luís Roberto Barroso, *idem*, p. 10.

6. *Apud* Gilberto de Ulhôa Canto, Prefácio do livro de Ives Gandra Martins, *Direito Empresarial (Pareceres)*, Forense, 1985.

CVM/PJU 020-A/2002<sup>7</sup> que, por sua vez, teve as suas razões aprovadas pelo Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, no julgamento do Processo CVM RJ 2002/6487. O processo se originou de uma consulta de uma companhia que, diante de um aparente conflito entre o § 6º do art. 45 e o § 3º do art. 223, ambos da Lei 6.404/1976, tinha dúvidas quanto ao prazo e a forma de substituição dos acionistas dissidentes reembolsados, quando de uma operação de incorporação. Indagava, outrossim, se, no caso de efetivação da substituição dos acionistas, haveria direito de preferência.

## II — Ponderações de direito aplicadas ao caso concreto

5. Em breves palavras, o problema se resume no seguinte: uma companhia fechada havia incorporado uma sociedade anônima de capital aberto. Dessarte, *ex vi* do § 3º do art. 223, da Lei das Sociedades por Ações, a incorporadora deveria efetivar a abertura do capital no prazo de 120 dias da deliberação, sob pena de surgir direito de recesso.

Ocorre que a companhia perdeu o aludido prazo. Assim, a indagação, repita-se, consiste em saber qual seria o prazo e a forma de substituição dos acionistas dissidentes reembolsados e se haveria direito de preferência no caso de efetivação da substituição dos acionistas.

6. A primeira questão que se apresenta é atinente ao prazo para a substituição dos acionistas reembolsados. Neste diapasão, aponta-se um conflito aparente de normas envolvendo o § 6º do art. 45 e o § 3º do art. 223, ambos da Lei 6.404/1976. Assim predicam os mencionados dispositivos, *in verbis*:

Art. 45. (...).

§ 6º. Se, no prazo de 120 (cento e vinte) dias, a contar da data da publicação da ata da assembléia, não forem substituí-

dos os acionistas cujas ações tenham sido reembolsadas à conta do capital social, este considerar-se-á reduzido no montante correspondente, cumprindo aos órgãos da administração convocar a assembléia geral, dentro de 5 (cinco) dias, para tomar conhecimento daquela redução.

Art. 223. (...).

§ 3º. Se a incorporação, fusão ou cisão envolverem 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 120 (cento e vinte) dias, contados da data da assembléia geral que aprovou a operação, observando as normas pertinentes baixadas pela Comissão de Valores Mobiliários.

Para a solução do aparente conflito, cumpre a aplicação dos métodos de interpretação sistemática e teleológica. Com efeito, o art. 45 é regra geral sobre reembolso. Nela aduz-se o regramento genérico acerca deste instituto jurídico. O art. 223, por seu turno, refere-se à hipótese específica do recesso nas operações de fusão, incorporação e cisão.

Pois bem, a *mens legis* do § 6º do art. 45 é no intuito de abrir o prazo de 120 (cento e vinte) dias do *fato gerador do direito de recesso*. Ou seja, do fato que enseja o direito de retirada, conta-se o aludido prazo. Portanto, infeliz foi o legislador ao afirmar que o *dies a quo* para a substituição é a data da publicação da ata da assembléia, quando, em verdade, o prazo é o do *fato gerador* do aludido direito.

Partindo dessa premissa, é de se notar que o fato gerador do direito de recesso no caso do § 3º do art. 223 é a *não obtenção de registro* e, se for o caso, a *não promoção da admissão de negociação das novas ações no mercado secundário*, no prazo de 120 (cento e vinte) dias. Sobre o tema, quão importante trazer à baila lição de Nelson Eizirik, *ipsis litteris*:

“O direito de recesso, no caso, decorre *não* da operação de fusão, incorporação

7. Parecer disponível no site <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>.

ou cisão, mas do fato de não registrar-se a companhia sucessora como companhia aberta, junto a CVM, no prazo de cento e vinte dias contados da data da assembléia que aprovou a operação.

“O fato gerador do recesso, portanto, é a não aquisição, por parte da companhia sucessora, do *status* de companhia aberta no prazo legal.”<sup>8</sup>

Portanto, aplicando a regra constante no art. 223 à regra geral do art. 45, tem-se que o prazo para a substituição dos acionistas cujas ações tenham sido reembolsadas à conta do capital social é de 120 (cento e vinte) dias a contar do *dies ad quem* do prazo conferido no § 3º do art. 223, do mencionado Diploma Legal.

7. *De lege ferenda*, melhor solução disporia a lei se o prazo para a substituição dos acionistas dissidentes reembolsados fosse contado a partir do termo final do prazo para o exercício do direito de recesso. Isto porque não parece razoável que se abra prazo para a substituição de acionistas, sem que se saiba ao certo se efetivamente algum acionista irá exercer este direito.

É porque, inobstante ser um direito irrenunciável,<sup>9</sup> o direito de retirada mediante reembolso (recesso) é um direito potestativo do acionista. É, nas sábias palavras de Nelson Eizirik, o “poder de extinguir, por ato unilateral, nos casos previstos em lei, as relações que vinculam o sócio à companhia, passando à posição de credor da mesma, pelo valor do reembolso das ações”.<sup>10</sup>

Pode, portanto, o acionista exercê-lo ou não.<sup>11</sup> Assim, considerando que

(i) o prazo para a substituição dos acionistas se inicia, *ex vi* do § 6º do art. 45, da Lei 6.404/1976, no dia da publicação da ata da assembléia (leia-se fato gerador do direito de recesso), e que

(ii) os acionistas podem exercer tal direito no prazo de 30 (trinta) dias a se contar do mesmo fato — que, *in casu*, não é publicação da ata da assembléia, mas a perda do prazo para a abertura do capital (Lei 6.404/1976, art. 223, §§ 3º e 4º) —, chegar-se-á à esdrúxula conclusão de que o prazo para o cumprimento do respectivo dever (substituição dos acionistas reembolsados) se inicia sem que se saiba ao certo quantos e quem exercerá tal direito, se é que alguém o fará!

Conseqüentemente, o melhor seria se o prazo se iniciasse do termo final para o exercício do direito de retirada, qual seja, o 31º dia do término do prazo constante no § 3º do art. 223, da Lei das Sociedades por Ações. Mas, não é isto que a lei determina.

8. Como visto, o prazo é de 120 (dias) a contar do último dia para a abertura do capital (fato gerador do recesso). Em que pese as razões *de lege ferenda* acima expostas, esta é a conclusão que se pode tirar pela análise dos dispositivos legais alhures mencionados.

9. Quanto à forma para a substituição dos acionistas reembolsados, é de se gizar a ausência de regramento normativo sobre a matéria. Contudo, seria aconselhável e até mesmo desejável que a venda das ações adquiridas em virtude do recesso seja feita em bolsa ou mercado de balcão.

são dos acionistas controladores em matérias legalmente capituladas, pode optar por duas soluções: a primeira seria a de livremente vender suas ações a outros acionistas conhecidos, ou no mercado. Se tal ocorrer, evidente que renunciou ao exercício do direito de recesso. A segunda opção é a de efetivamente exigir o reembolso, seja por maior comodidade, seja porque não encontrou comprador ou, se o conseguiu, o preço ofertado por suas ações é menor do que aquele que presume obter compulsoriamente da companhia”.

8. *Reforma das S/A e do Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, Renovar, 1997, p. 76.

9. Modesto Carvalhosa, *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, v. I, 4ª ed., São Paulo, Saraiva, 2002, p. 437. Sobre o tema, cf. Parecer/CVM/SJU 11/94, onde se afirma que “o recesso é direito inafastável do minoritário”.

10. Ob. cit., p. 61.

11. Sobre o tema, aduz Carvalhosa (ob. cit., p. 436): “O acionista, no caso do dissídio com a deci-

Isto porque a distribuição pública de valores mobiliários prestigia mais o princípio do *disclosure*, principalmente quando existe efetiva demanda dos papéis por parte dos investidores.<sup>12</sup> Ademais, a venda pública de ações torna mais difícil a manipulação de preço, prática esta passível de punição por esta Autarquia (cf. Instrução CVM 8/19).

Nesse sentido, poderia se cogitar a aplicação analógica do art. 9º, da Instrução CVM 10/80, que assim predica, *in verbis*:

Art. 9º. A aquisição de ações, para cancelamento ou permanência em tesouraria, e a respectiva alienação serão efetuadas em *bolsa*, salvo se a companhia só tiver registro para negociar em mercado de balcão, vedadas as operações privadas.

Contudo, não me parece ser o entendimento mais razoável, sendo interessante a edição de regramento específico sobre o tema.

10. Por derradeiro, vale ressaltar a inexistência de direito de preferência na hipótese em questão.<sup>13</sup> Isto porque, além de não haver dispositivo normativo conferindo tal direito aos acionistas remanescentes, a interpretação sistemática da Lei 6.404/1976 leva cristalinamente à esta conclusão.

Com efeito, o direito de preferência tem como escopo assegurar a não diluição da participação acionária em virtude de aumento de capital. Mas não é isto que ocorre *in casu*, posto que há apenas a substituição de acionistas. Inexiste, portanto, qualquer possibilidade de diluição da participação acionária, razão pela qual não há necessidade de se conferir direito de preferência aos acionistas remanescentes.

Ademais, esta preferência poderia levar a diminuição do índice de liquidez das ações. A própria Lei do Anonimato presume a redução da liquidez quando há concentração muito grande de ações nas mãos do controlador (art. 4º, § 6º). Assim, caso os demais acionistas não exercem sua preferência, o controlador poderia fulminar a liquidez das ações, caso sua participação acionária aumentasse significativamente.

### III — Conclusão

II. Pelo exposto, a conclusão a que se chega é de que:

(i) o prazo para a substituição dos acionistas dissidentes reembolsados é de 120 (cento e vinte) dias, contados do *dies ad quem* do prazo para abertura do capital (fato gerador do direito de recesso);

(ii) não há forma legalmente definida para a substituição dos acionistas que se retiraram, sendo, contudo, desejável que se faça através de venda em bolsa ou mercado de balcão;

(iii) não há direito de preferência a ser concedido aos acionistas remanescentes.

Embora a tese acima exposta tenha sido aceita pelo Colegiado da CVM, não se pretende conferir a ela contornos de verdade absoluta. O que se espera, com as presentes ponderações, é apenas fornecer uma humilde contribuição para a discussão no *auditório jurídico*. O presente trabalho, dessarte, busca o enriquecimento do diálogo e o aprofundamento do pensamento jurídico, que, essencialmente, contribuirão para os deslindes das questões do Direito.

12. Nelson Eizirik, in *Aspectos Modernos de Direito Societário*, Rio de Janeiro, Renovar, 1992, p. 48.

13. Modesto Carvalhosa, *ob. cit.*, p. 446.