

Doutrina

O NOVO DIREITO DE RETIRADA DO ACIONISTA NOS CASOS DE FUSÃO E INCORPORAÇÃO

FÁBIO KONDER COMPARATO

1. O direito de retirada foi o remédio jurídico encontrado pelo Código Comercial italiano de 1882 (art. 158)¹ para proteger os acionistas minoritários, como compensação ao abandono do princípio de que certas decisões extraordinárias da assembleia-geral, como as de mudança do objeto social, de fusão societária, ou ainda de dissolução antecipada da companhia, salvo previsão no ato constitutivo, só poderiam ser tomadas pela unanimidade dos acionistas.²

1. "I socii dissenzienti dalle deliberazioni indicate nei numeri 3º, 5º e 6º (fusão com outra sociedade, reintegração ou aumento do capital social e mudança do objeto social) e dalla prorogazione della durata della società, se non è acconsentita nell'atto costitutivo, hanno diritto di recedere dalla società e di ottenere il rimborso delle loro quote ed azioni in proporzione dell'attivo sociale secondo l'ultimo bilancio approvato."

2. O nosso Decreto 434, de 4 de julho de 1891, que consolidou as disposições legislativas e regulamentares sobre sociedades anônimas, dispôs, em seu art. 128, que "nas suas facultades (da assembleia-geral), salvo cláusula em contrário, se inclui a de modificar e alterar os estatutos, ou contrato social. Não lhe é, porém, permitido mudar ou transformar o objeto essencial da sociedade". O Professor Spencer Vampré (*Das Sociedades Anonymas*, São Paulo, n. 758, p. 359, 1914), que ilustrou uma das cátedras da Faculdade de Direito de São Paulo, anotou, a respeito das assembleias extraordinárias, o seguinte: "O direito da assembleia de modificar ou alterar os estatutos tem limites necessários, derivados da natureza mesma das cousas, da essência da personalidade jurídica das sociedades anônimas (*Sonderrechte*). A essência das sociedades anônimas consiste em que:

Comentando o dispositivo, assinalou Vivante que "o direito de retirada age como um freio e um remédio contra o poder ilimitado das assembleias de modificar o próprio estatuto. É um instituto de ordem pública, do qual não podem os acionistas ser privados, nem pelo estatuto nem pela assembleia".³ Além de irredutível, considerou que se tratava de um direito irrenunciável pelos acionistas, quer no momento da constituição da sociedade, quer posteriormente.

O recesso acionário foi, assim, criado como um contradireito potestativo do acionista em relação a um poder legal da assembleia; não como uma forma de indenização por danos injurídicos que esta tenha provocado.

A distinção é importante e merece ser sublinhada. Se o direito de retirada do acionista tivesse por função indenizá-lo de danos antijurídicos causados por uma deliberação da assembleia-geral, o seu exercício estaria situado no amplo território do *damnum iniuria datum*, sem quaisquer restri-

1º. O fim social é produzir frutos que devem ser partilhados; 2º. A responsabilidade dos acionistas é limitada, e não se podem alterar as suas entradas tornando-as mais onerosas; 3º. Não se pode modificar o objeto essencial da sociedade".

3. *Trattato di Diritto Commerciale*, v. II, 5º ed., Milão (Casa Editrice Dottor Francesco Vallardi), n. 517, 1929.

ções legais ou estatutárias. Para a correta fixação das perdas e danos, notadamente, seria mister avaliar o montante desse prejuízo em sua dupla modalidade: dano emergente e lucro cessante (Código Civil, art. 1.059).

Em se tratando, ao contrário, de um direito potestativo (ou direito formador — *Gestaltungsrecht*, como denominam os germânicos) concedido pela lei como remédio compensatório único a um poder próprio da assembléia-geral, tudo muda de figura. Em primeiro lugar, como em todo direito potestativo, os fatos legitimadores do seu exercício são sempre típicos, não comportando ampliações ou restrições estatutárias nem interpretações extensivas. Ademais, o objeto desse direito, nada tendo a ver com danos antijurídicos causados por deliberações da assembléia, é sempre fixado pela lei *ne varietur*.

2. Ora, a evolução do direito de recesso, em todas os sistemas jurídicos que o admitiram, mostra uma curva parabólica de ascensão seguida de descenso.

No Direito italiano, onde surgiu o instituto, o Código Civil de 1942 restringiu as hipóteses de aplicação à mudança do objeto social, ou do tipo societário, e à transferência da sede da companhia para o estrangeiro (art. 2.437).

Nos Estados Unidos, após um primeiro período de grande expansão na legislação estadual e na jurisprudência, a *appraisal right* passou a sofrer claras restrições a partir de meados dos anos 60, chegando-se a falar em verdadeira "investida" contra esse direito individual do acionista (*the assault on appraisal rights*).⁴ O grande argumento brandido pelos críticos do instituto foi o de que, nas companhias abertas, os acionistas dissidentes de uma deliberação da assembléia-geral podem facilmente se

retirar da companhia pela alienação de suas ações em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão, não tendo sentido obrigar os demais a suportar uma redução do valor patrimonial de suas ações, por via do reembolso aos retirantes.

Sensível a essa razão, a *American Bar Association* aprovou uma modificação no *Model Business Corporation Act*, em 1969, excetuando do direito de recesso as ações das companhias largamente negociadas no mercado. Várias legislações estaduais fizeram o mesmo. Uma lei do Estado de Delaware, onde está sediada a maior parte das companhias norte-americanas, retirou do âmbito do *appraisal right* as ações admitidas a cotação numa Bolsa de Valores de âmbito nacional, ou as ações de companhias registradas em nome de não menos de 2.000 acionistas, salvo se o estatuto dispuser diversamente.⁵

3. Esse argumento da liquidez das ações no mercado acabou, afinal, repercutindo no Brasil e serviu como uma das justificativas para a alteração das condições legais do recesso acionário, instituída pela Lei 9.457, de 5 de maio de 1997.

Entre nós, também, a evolução legislativa do direito de retirada do acionista conheceu um período ascensional, seguido de uma retração.

O Decreto 21.536, de 15 de janeiro de 1932, que introduziu em nosso direito as ações preferenciais, atribuiu ao acionista dissidente o direito de retirada na hipótese de criação de ações preferenciais, ou

5. "§ 262. Appraisal rights. (...)

"(b) Appraisal rights shall be available for the shares of any class or series of stock of a constituent corporation in a merger to be effected pursuant to §§ 251, 252, 254, 257 or 258 of this title:

"(1) Provided, however, that no appraisal rights under this section shall be available for shares of any class or series of stock which, at the record date fixed to determine the stockholders entitled to receive notice of and to vote at the meeting of stockholders to act upon the agreement of merger or consolidation, were either (i) listed on a national securities exchange or (ii) held of record by more than 2,000 stockholders; (...)."

4. Cf. Melvin Aron Eisenberg, *The Structure of the Corporation — A Legal Analysis*, Boston e Toronto (Little, Brown and Company), cap. 7, 1976. Idem, Robert Charles Clark, *Corporate Law*, Boston e Toronto (Little, Brown and Company), § 10.6, 1986.

alterações nas preferências ou vantagens conferidas a uma ou mais classes delas, ou criação de nova classe de ações preferenciais mais favorecidas.

O Decreto-lei 2.627, de 1940, abriu mais três outras hipóteses de recesso (art. 107), e a Lei 6.404 aumentou-as para dez. A Lei 7.958, de 1989, iniciou o movimento de retração, o qual prosseguiu com a Lei 9.457, de 1988.

Na redação original do art. 137 da Lei 6.404, de 1976, além dos casos previstos nos arts. 252, § 1º (criação de subsidiária integral mediante incorporação de ações), 256, § 2º (compra, por companhia aberta, do controle de qualquer sociedade mercantil) e 264, § 3º (incorporação, por controladora, de companhia controlada), cabia o recesso nas hipóteses de:

a) criação de ações preferenciais ou aumento de classes existentes, sem guardar proporção com as demais, salvo se já previstos ou autorizados pelo estatuto;

b) 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;

c) alteração do dividendo obrigatório;

d) mudança do objeto da companhia;

e) incorporação da companhia em outra, sua fusão ou cisão (hipótese reafirmada no art. 230);

f) dissolução da companhia ou cessação do estado de liquidação;

g) participação em grupo de sociedades (art. 265).

Sobreveio, em 20 de dezembro de 1989, a Lei 7.958, a qual suprimiu do art. 137 da menção ao inciso VI do art. 136 (hipótese de incorporação da companhia em outra, sua fusão ou cisão), sem no entanto revogar o art. 230.

Agora, com a Lei 9.457, os fatos geradores do direito de retirada do acionista, de acordo com a nova redação do art. 137 da Lei 6.404, passam a ser:

I — 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;

II — 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;

III — redução do dividendo obrigatório;

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

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

VI — mudança do objeto da companhia.

Ademais, a Lei 9.457 submeteu ao regime da incorporação da companhia em outra a criação de subsidiária integral mediante incorporação de ações, bem como a incorporação de companhia controlada pela sua controladora.

Foi em relação às hipóteses mencionadas nos incisos IV e V acima que a nova lei assimilou o argumento da liquidez acionária no mercado de capitais. Os dois pressupostos jurídicos para o exercício do direito de retirada, expressos no inciso II do art. 137, coincidem, em substância, com as exigências da legislação do Estado de Delaware acima referida, a saber:

"Art. 137. (...) II — nos casos dos incisos IV e V do art. 136, 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; e b) de companhias abertas das quais se encontram em circulação no mercado todas as ações da companhia menos as de propriedade do acionista controlador; (...)."

4. Uma das questões polêmicas do novo direito de recesso, nas hipóteses de fusão e incorporação, diz respeito ao caráter cumulativo ou alternativo da *condicio*

iuris estabelecida no art. 137, inciso II, da Lei de Sociedades por Ações.

Como se fez questão de ressaltar, essa restrição ao exercício do direito de retirada do acionista, no Direito brasileiro, inspirou-se na evolução ocorrida sobre o tema no Direito norte-americano, notadamente na legislação-padrão que é a do Estado de Delaware. Ora, na *General Corporation Law* desse Estado, as exceções ao recesso acionário em razão de fusão ou incorporação (*merger* ou *consolidation*) foram claramente dispostas em forma de alternativa: "Provided, however, that no appraisal rights under this section shall be available for the shares (...) either (i) listed on a national securities exchange or (ii) held of record by more than 2,000 stockholders (...)".

A razão dessa alternativa é óbvia. A liquidez do investimento acionário é considerada em dois níveis: ou se está diante de valores mobiliários negociados no mercado nacional — liquidez máxima, da qual obviamente beneficiam-se muito poucas ações — ou cuida-se de papéis, em muito maior número, os quais possuem razoável índice de liquidez local, marcado pelo número de acionistas cujos nomes são registrados nos livros da companhia. Se a lei estabelecesse a cumulatividade dessas condições, a primeira delas — ações negociadas em bolsa nacional de valores — seria claramente supérflua, pois todas as companhias, cujas ações são admitidas a cotação numa bolsa nacional de valores, têm muito mais do que 2.000 acionistas inscritos em seu livro de registro. Bastaria, portanto, fixar apenas essa exceção.

5. No tocante às exceções estabelecidas no inciso II do art. 137 de nossa lei acionária, a situação é análoga. No primeiro desses incisos, contempla-se o caso de ações da mais alta liquidez no mercado nacional (ações que integram índices gerais representativos de carteira de ações admitidas a cotação em bolsa de futuros). No segundo, ações de menor liquidez, mas que, ainda assim, permitem aos acionistas a retirada razoavelmente fácil da companhia

por via de alienação no mercado (ações de companhias abertas,⁶ das quais o total possuído pelos não-controladores corresponde a menos da metade do total das ações emitidas, excetuando-se as de propriedade do controlador).

Também aqui, não é preciso muito esforço de análise para se perceber que se trata de uma alternativa, e não de situações complementares. Com efeito, hoje, somente 57 espécies de ações integram o índice representativo de carteira de ações na modalidade *Contrato Futuro de IBOVESPA*, na Bolsa de Mercadorias e Futuros — BM&F. Todas elas são de emissão de grandes companhias abertas, em que os acionistas controladores detêm menos da metade do total das ações representativas do capital social. Por conseguinte, tal como no quadro da legislação do Estado de Delaware, se se interpretassem as duas alíneas do inciso II do art. 137 como impondo condições cumulativas, a exigência constante do primeiro desses incisos seria totalmente supérflua.

Ora, uma das regras hermenêuticas mais tradicionais da tópica jurídica é a de que a lei não contém palavras supérfluas e, *a fortiori*, sentenças inúteis: *verba cum effectu sunt accipienda*, ou, equivalentemente, *verba sine effectu non sunt accipienda*. A presunção maior do intérprete é de que a lei é obra de razão (*lex aliquid rationalis*), vale dizer, tem coerência, não expressa absurdos ou inutilidades.

6. Mas quando a lei se refere, na alínea a do inciso II do art. 137, a "ações que não integrem índices gerais representativos de carteira de ações admitidos à negociação em bolsas de futuros", estaria ela incluindo no termo *ações* também os certificados de depósito delas?

Entendo que não. Tratando-se, como se trata, do exercício de um direito potesta-

6. Ou seja, uma maior exigência de liquidez do que a segunda condição estabelecida alternativamente pela legislação do Delaware, pois nesta não se exige que a companhia seja aberta.

tivo, as hipóteses legais devem ser interpretadas à justa, sem ampliações nem restrições que não estejam compreendidas razoavelmente no sentido técnico das palavras.

Ademais, os certificados de depósito de ações foram regulados pela nossa Lei de Sociedades por Ações (art. 43) como valores mobiliários típicos, perfeitamente distintos das ações. O pressuposto óbvio do legislador é de que, se os certificados de depósito de ações são admitidos à cotação no mercado de valores ou índices, com maioria de razão as ações depositadas também o são. Quando isto não ocorre, é que os certificados de depósito de ações são negociados fora do mercado nacional onde circulam as ações. Ora, tal fato não me parece legitimar a extensão do sentido do vocábulo *ações* no dispositivo do art. 137, II, *a*, pois a lei brasileira, analogamente da citada lei geral de sociedades anônimas do Estado de Delaware, há de ser interpretada, nesse passo, como se referindo ao mercado nacional de valores mobiliários.

7. No tocante à inteligência a ser dada ao disposto na alínea *b* do art. 137, inciso II, penso que se há de atender ao princípio de que as palavras da lei devem ser tomadas em sua primeira e mais evidente acepção, a não ser que essa interpretação conduza ao absurdo. Assim, quando a lei esclarece que se deve entender "por ações em circulação no mercado todas as ações da companhia menos as de propriedade do acionista controlador", não está o intérprete autorizado a concluir que a sentença legal é mal redigida, de forma que onde se lê "todas as ações da companhia" deve-se entender "todas as ações de determinada espécie, emitidas pela companhia". Para dizer a verdade, não se pode encontrar hipótese mais clara de aplicação do brocardo *ubi lex non distinguit nec nos distinguere debemus*.

Essa interpretação distorcida, de resto, como todas as de sua espécie, conduz a um evidente paralogismo. Imaginemos, por exemplo, o caso de um acionista controlador de companhia aberta, o qual, embora

possuindo mais da metade do capital acionário desta, não detém nenhuma ação preferencial. Nesta hipótese, como é óbvio, os dissidentes, titulares desta última espécie de ações, ficariam permanentemente impedidos de exercer o seu direito de retirada da companhia, nos casos expressos nos incisos IV e V do art. 136.

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

9. Se se cuida de constituição de subsidiária integral por incorporação de ações, na forma do disposto no art. 252 da lei, entendendo que a condição de liquidez das ações, constante da alínea *b* do art. 137, inciso II, há de ser considerada após o encerramento da operação e não antes. O que se leva em conta, para efeito de retirada dos acionistas da companhia incorporadora das ações, é uma alteração na sua estrutura, ou nas bases essenciais da instituição societária, alteração essa que a lei presume seja desfavorável aos acionistas não controladores. Se estes mantêm a mesma condição de liquidez acionária de que gozavam anteriormente, ou adquirem maior liquidez após a operação, não têm objetivamente do que se queixar.

O mesmo se diga da possibilidade de recesso por parte dos acionistas dissidentes da companhia cujas ações são incorporadas. Se a situação de liquidez de sua participação acionária mantém-se inalterada,

ou torna-se melhor do que antes, eles não têm fundamento para exigir o reembolso do valor de suas ações. Ainda aqui, portanto, as exigências legais para o exercício do processo devem existir no momento em que se completa a constituição da subsidiária integral mediante incorporação de ações.

10. Uma última questão merece ser aqui destacada.

Ao falar em ações "de propriedade do acionista controlador", o art. 137, II, alínea

b, da Lei de Sociedades por Ações refere-se àquele que detém, diretamente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia. A lei não está, portanto, nessa disposição, se referindo ao controlador indireto, mencionado no art. 243, § 2º. Este, com efeito, não é proprietário das ações da sociedade situada em último lugar na cadeia de controle, mas exerce o controle dela "através de outras controladas".