

O Direito de Retirada nas Sociedades Anônimas

por

Pedro Pio Borges

Monografia apresentada
ao Departamento de
Direito da Pontifícia
Universidade Católica do
Rio de Janeiro (PUC-Rio)
para a obtenção do Título
de Bacharel em Direito.

Orientador(a): Pedro
Paulo Salles Cristofaro

2013.1

Para Luiza.

Agradecimentos.

Ao meu orientador, Pedro Paulo Salles Cristofaro, por toda disponibilidade e paciência que teve comigo.

Aos meus pais, por tudo que fizeram e sacrificaram por mim.

Aos meus atuais colegas de trabalho no Machado Meyer Sendacz & Opice, pela oportunidade de mudança que me deram e por estarem me proporcionando um novo momento de aprendizado na minha vida.

Aos membros do Eskenazi Pernidji Advogados, por terem sido a minha primeira escola no direito societário e terem me ensinado tanto sobre esse ramo do direito.

Finalmente, aos meus amigos por terem perdoado minhas ausências durante a elaboração deste trabalho.

BORGES, Pedro Pio. *O Direito de Retirada nas Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: 2013: 78 p. Monografia de final de curso. Departamento de Direito da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro – PUC-Rio.

Resumo.

O presente trabalho aborda um tema de grande relevância para o direito societário: o direito de retirada nas sociedades anônimas. Criado na Itália no final do século XX, este instituto que permite ao acionista dissidente em determinadas deliberações tomadas em sede de assembleia geral que se retire da companhia mediante reembolso das ações das quais é titular, pela própria companhia, que adquire suas ações. Para tratar do tema de maneira mais profunda, inicia-se o trabalho através de uma investigação das características da sociedade anônima, do princípio majoritário e da proteção às minorias. Em continuidade, é analisada a disciplina do direito de retirada em outros países e, por fim, é traçado um histórico de sua disciplina no direito brasileiro até os dias de hoje.

Palavras-chave.

Direito societário – sociedade anônima – direito estrangeiro - direito de retirada – acionista dissidente – proteção das minorias.

Sumário.

I.	Introdução.....	8
II.	Sociedade Anônima: Princípio Majoritário e Proteção às Minorias.....	10
	II.1 Sociedade Anônima e suas características.....	10
	II.2 O princípio majoritário.....	12
	II.3 O Princípio da Proteção às Minorias.....	16
	II.3.a. A proteção às minorias no direito brasileiro.....	18
	II.4 O Direito de Retirada.....	19
III.	O Direito de Retirada em outros países.....	27
	III.1 Direito Italiano.....	27
	III.2 Direito Americano.....	29
IV.	O Direito de Retirada no Direito Brasileiro.....	32
	IV.1 O Decreto nº 21.536/1936.....	32
	IV.2 O Decreto-lei nº 2.627/1940.....	33
	IV.3 A Lei nº 6.404/1976 – Proteção aos minoritários e expansão do mercado de capitais brasileiro.....	35
	IV.4 ALei nº 7.958/1989 (Lei Lobão) – A retirada nos casos de reorganização societária e insegurança jurídica..	41
	IV.5 A MP nº 1.179/1995 – PROER e o Direito de Retirada nas Instituições Financeiras.....	49
	IV.6 A Lei nº 9.457/1997 (Lei Kandir) – A Indústria do Recesso e período da desestatização.....	50
	IV.7 A Lei nº 10.303/2001 – Fortalecimento do Mercado de Capitais e o Estado como Minoritário.....	58
	IV.8 Hipóteses atuais para o exercício do Direito de Retirada.....	62
	IV.8.a. Criação de Ações preferenciais ou o aumento desproporcional de classe de ações.....	63
	IV.8.b. Alteração nos direitos das ações preferenciais ou criação de nova classe de ações mais favorecida.....	64
	IV.8.c. Redução do dividendo obrigatório.....	64
	IV.8.d. Fusão da companhia, ou sua incorporação em outra.....	65
	IV.8.e. Participação em grupo de sociedades.....	66
	IV.8.f. Mudança do objeto social da companhia...	66
	IV.8.g. Cisão da companhia.....	67
	IV.8.h. Transformação da companhia.....	67
	IV.8.i. Aquisição de controle por desapropriação.	68
	IV.8.j. Sucessão de companhia aberta por companhia fechada.....	68

IV.8.k. Incorporação de ações.....	69
IV.8.l. Aquisição, por companhia aberta, de controle de sociedade empresária.....	71
V. Conclusão.....	73
Bibliografia.....	76

I. Introdução.

O direito de retirada sempre se encontrou em meio à polêmica discussão relativa ao embate entre o princípio majoritário e o princípio de proteção às minorias na sociedade anônima.

Criado na Itália no final do século XIX, o direito de retirada foi tão bem recebido que o legislador optou por aumentar em grande escala a quantidade de hipóteses nas quais ele poderia ser exercido pelo acionista dissidente em matérias de grande relevância na assembléia geral. Em meados do século XX, o instituto, que já vinha se tornando alvo de críticas, passou a constituir um dos maiores óbices à política econômica daquele país, de modo que o legislador alterou sua disciplina para que pudesse ser exercido somente em poucas hipóteses, consideradas essenciais. Hoje, após mais uma reformulação da legislação, o rol de matérias cujo dissenso em deliberação assemblear dá direito ao acionista de retirar-se da companhia foi mais uma vez aumentado.

Como se verá no decorrer do presente trabalho, a “curva” representativa da quantidade de hipóteses que permitem o exercício do direito de retirada é quase idêntica no Brasil e na Itália, apenas com uma diferença temporal de cerca de meio século. Nesse sentido, a panorama histórico do direito de retirada italiano permite que as mudanças feitas à disciplina do instituto no Brasil, bem como suas motivações sejam apreciadas de maneira mais adequada.

Para se analisar o direito de retirada mais apropriadamente, far-se-á inicialmente uma abordagem a respeito das características das companhias e a consagração do princípio majoritário em suas deliberações, chegando-se depois à adoção do princípio de proteção às minorias nas legislações ao redor do mundo e no Brasil.

Ademais, será traçado também um panorama da evolução do direito de retirada na Itália, país no qual foi criado, e nos Estados Unidos, país do qual o Brasil buscou inspiração em algumas alterações feitas ao direito de retirada durante os anos 1990. Posteriormente, será feito um panorama histórico do direito de retirada no Brasil, abordando desde sua introdução no ordenamento pátrio pelo Decreto nº 21.536, de 15 de junho de 1936, até sua consolidação na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e suas respectivas alterações e/ou impactos trazidos a ela pela Lei Lobão, MP nº 1.179, Lei Kandir e Lei nº 10.303/2001.

Também serão abordadas no presente trabalho as atuais hipóteses que permitem o acionista dissidente de determinadas deliberações tomadas em assembleia geral de se retirar da companhia mediante reembolso das ações de sua propriedade.

A relevância no tema encontra-se no fato do direito de retirada ser considerado um importante instrumento de proteção às minorias nas sociedades anônimas. No entanto, sua disciplina foi diversas vezes alterada, alterações estas pautadas no interesse econômico do Estado. Dessa maneira, é importante concluir como tais alterações influenciaram sua disciplina atual, o quanto esta se aproxima dos interesses que este instituto visa proteger e o quanto ela prejudica outros interesses que se veem conflitados com o exercício do direito de retirada.

II. Sociedade Anônima: Princípio Majoritário e Proteção às Minorias.

II.1 Sociedade Anônima e suas características.

As sociedades anônimas são caracterizadas, na maioria das vezes, como sociedades de capitais. Ou seja, nelas é indiferente a figura dos sócios, que a constituem não em razão do relacionamento que possuem entre si, mas pelo puro interesse em aglutinar capitais com vistas a um determinado empreendimento¹. Tal característica se contrapõe àquela da sociedade limitada, na qual a vontade mútua dos sócios de contratarem entre si é fundamental, razão pela qual é considerada uma sociedade de pessoas. Tavares Borba assim afirmou sobre a natureza da sociedade anônima:

A associação é, na verdade, de capitais, pois estes que são fundamentais para a existência e continuidade da sociedade. Esses capitais têm, evidentemente, titulares, mas esses titulares poderão variar constantemente, até diariamente, sem que a sociedade seja em nada afetada.²

Essa possibilidade de mutação constante do quadro de acionistas da companhia decorre da forma pela qual seu capital social é representado. Seu capital social é dividido em ações, valores mobiliários com capacidade de circulação tal como os títulos de crédito³.

Destaca-se também, a respeito das sociedades anônimas, seu funcionamento organizado decorrente de sua forma associativa. A respeito desse aspecto das companhias dissertam Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira:

¹ BORBA, José Edwaldo Tavares. Direito Societário – 11ª ed. Rev. aum. – Rio de Janeiro, Renovar, 2008. 74 p.

² IBIDEM. 158 p.

³ IBIDEM. 158 p.

A associação, como qualquer outro sistema social, é organizada, no plano cultural, por sistema jurídico que regula sua estrutura interna, as suas relações externas, a ação dos membros e órgãos sociais e a manifestação da vontade coletiva. Como fenômeno social, é objeto da Sociologia, e como fenômeno jurídico é estudado pelo Direito.⁴

Essa autonomia das sociedades anônimas em relação aos seus acionistas, aglutinando o capital aportado por eles fez com que ela se tornasse um dos maiores instrumentos econômicos dos últimos tempos. A respeito disso, afirmam Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira:

Instrumento admirável, de capacidade ilimitada para mobilizar capitais e congregar técnicas e pessoas na consecução de um objetivo comum, tornou viáveis os gigantescos empreendimentos que caracterizam o estágio de desenvolvimento econômico dos nossos dias.⁵

Nesse mesmo sentido, Túlio Ascarelli também comentou sobre a importância econômica das companhias:

Não teríamos automóveis e aviões ou produtos químicos sem uma conveniente regulação de sociedades anônimas, cambiais, bancos, sociedades seguradoras, patentes de invenção e assim por diante. Os instrumentos elaborados pelo direito comercial caracterizam a nossa época em medida não inferior às máquinas que, sem aqueles instrumentos, o gênio individual teria podido conceber, mas que não poderiam ser produzidos e difundidos para o nosso conforto. O gênio de Leonardo adivinhava o domínio do ar, mas **sem as sociedades, responsabilidade limitada, circulação das ações, bolsa, financiamento, bancos, cambiais, desconto, patentes, os aviões não sulcariam os céus.**⁶ (grifou-se)

Em relação à associação, no âmbito das companhias, deve-se ressaltar também que é levado em conta o fim buscado por aqueles que a constituem e dela vêm a participar. Tal elemento da relação dos sócios,

⁴ BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário* – 11ª ed. Rev. aum. – Rio de Janeiro, Renovar, 2008. 22 p.

⁵ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A. (Pressupostos - Elaboração – Modificações)* – 3ª Edição, Rio de Janeiro, Renovar, 1997. 19 p.

⁶ ASCARELLI, Túlio *Apud* CRISTOFARO, Pedro Paulo. *O Direito de Empresa na Constituição da República e no Código Civil*. Aula Magna dada em 23.09.2009 no Departamento de Direito da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

chamado “fim comum”, abrange o escopo-meio (objeto) e o escopo-fim (objetivo) da empresa a qual pretende-se desenvolver.⁷

A respeito da influência do fim social na forma associativa escolhida pelas partes, afirmam, com propriedade, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França e Marcelo von Adamek:

As partes são livres para estabelecer o fim social, que pode ser econômico, ideal, passageiro, duradouro, etc. Também são livres para estabelecer as contribuições, que podem ser das mais variadas espécies de bens ou até, em certos casos, de serviços. Pouco importa o fim que cada um persegue individualmente: isso não interfere com a finalidade comum de todos. Serve o fim social, desse modo, para definição da forma jurídica da organização societária (se associação ou sociedade) e, portanto, para definição das disposições normativas aplicáveis.⁸

A noção de “fim comum”, tão bem explanada acima, ajuda a ilustrar como a sociedade anônima serviu mais apropriadamente àqueles que buscavam associar seus capitais para um empreendimento econômico comum, sem que tal associação fosse baseada na figura do outro sócio.

Desse modo, tem-se uma forma associativa eficiente para a aglutinação de capitais, com um funcionamento interno organizado. A respeito desse funcionamento, cumpre ressaltar que ele possibilita a construção da vontade social através da participação dos acionistas na assembleia geral, órgão soberano das companhias. No âmbito da tomada dessas decisões em sede de assembleia geral, surgiu o princípio majoritário, pelo qual a vontade social se determinava através do voto da maioria dos acionistas.

II.2 O princípio majoritário

⁷ FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; ADAMEK, Marcelo Vieira von. *‘Affectio Societatis’: um Conceito Jurídico Superado no Moderno Direito Societário pelo Conceito de Fim Social* In: Revista de Direito Mercanti, Industrial, Econômico e Financeiro, Ano XLVII, n. 149/150. Janeiro-dezembro 2008. 118 p.

⁸ IBIDEM. 118 p.

O fato de a assembleia geral ser o órgão responsável pela modificação do estatuto social da companhia e das demais deliberações relevantes à condução da atividade econômica desenvolvida pela sociedade consagrou o princípio majoritário como critério de designação das resoluções tomadas no conclave social.

A consagração do princípio majoritário justifica-se, principalmente, pelo fato de, em razão de a sociedade anônima não ser uma sociedade contratual, não ser possível exigir a aprovação da unanimidade dos acionistas para realizar alterações ao estatuto social da companhia. Caso assim fosse, as sociedades anônimas seriam engessadas, já que existir um consenso unânime é exceção, e não a regra. A respeito desse assunto, Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira tecem alguns comentários:

O princípio majoritário é fundamental no modelo da companhia e justifica-se por motivos práticos: em qualquer organização corporativa ou órgão colegial com mais de uma dezena de membros é raro haver consenso sobre as matérias submetidas à deliberação, e o funcionamento da companhia seria inviável se os órgãos sociais somente pudessem deliberar pelo voto unânime de seus membros.⁹

E continuam:

A experiência das companhias demonstrou a necessidade de reconhecer à Assembleia Geral competência para modificar o estatuto social pelo voto da maioria dos acionistas, a fim de que a sociedade possa adaptar-se às modificações ocorridas nos seus ambientes.¹⁰

A partir dos comentários transcritos acima é possível compreender como a existência do princípio majoritário contribuiu para o funcionamento da sociedade anônima, dando-lhe o dinamismo necessário para que as deliberações assembleares representassem uma facilidade e não um obstáculo a vida social.

O princípio majoritário passou a conferir, então, um aspecto de democracia à sociedade anônima. A respeito disso, muitos passaram a vislumbrar a chamada “era democrática” da sociedade anônima, fazendo

⁹ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. A Lei das S.A. (Pareceres) – 3ª Edição, Rio de Janeiro, Renovar, 1997. 331 p.

¹⁰ IBIDEM, 332 p.

comparações na qual a companhia representaria o “Estado” e os acionistas corresponderiam ao “povo”.

Nesse sentido, afirmam Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira:

Conceituada como tipo de sociedade comercial, a companhia foi concebida como forma de organização de um grupo de indivíduos que se associavam com o fim de exercer em comum a função empresarial. Esse grupo, que podia compreender milhares de sócios, não prescindia de uma estrutura forma de poder, e o paradigma adotado para definir essa estrutura foi o da sociedade política de governo democrático.¹¹

E continuam, citando Ripert:

RIPERT (1951, nº 41) assim expõe essa idéia: “Uma sociedade não é um Estado dentro do Estado, pois não tem nem soberania nem território, mas é concebida sobre o modelo do Estado. É um grupamento de forças destinado a reunir e utilizar capitais. Este grupamento copia a forma do Estado democrático. Uma sociedade anônima é legalmente o tipo perfeito de democracia com governo popular. A soberania é exercida pela assembleia geral da sociedade. Os acionistas não formam apenas um colégio eleitoral chamado a eleger representantes; a assembleia exerce o poder.”¹²

A respeito do mesmo tema, esclarece Modesto Carvalhosa:

A assembleia geral passou a ser órgão soberano da companhia, em que a prevalecia o princípio majoritário do capital social. **Como órgão soberano, ela chegou a ser comparável a uma constituinte, já que lhe cabia decidir sobre a alteração do estatuto social.** (grifou-se)

A sociedade anônima passou a ser organizada à semelhança do Estado, com três órgãos correspondentes aos três poderes estatais. Um órgão legislativo, representado pela assembleia geral; um órgão executivo, representado pela diretoria; e um órgão fiscalizados, representado pelo Conselho Fiscal.¹³

A noção companhia como uma democracia defendida por muitos se mostrava demasiadamente elegante na teoria. No entanto, o que se via na prática era algo distinto. Apesar de a assembleia geral ser um órgão no qual as deliberações eram votadas, tal votação não ocorre através de um sufrágio, já que os votos eram contados em razão das ações e não de seus titulares. Dessa forma, nas assembleias prevalecem, via de regra, aqueles

¹¹ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. A Lei das S.A. (Pareceres) – 3ª Edição, Rio de Janeiro, Renovar, 1997. 59 p.

¹² IBIDEM, 59-60 p.

¹³ CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, 2º volume: artigos 75 a 137- 5ª ed. – São Paulo, Malheiros, 2011 760-761 p.

que possuam o maior quantidade de ações. Essa questão foi muito bem analisada por Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira:

Com a posterior extensão do voto a todas as ações, muitos autores, sobretudo os franceses, associaram a manifestação do acionista ao voto do cidadão, falando em dever de votar, e criando a grande ilusão (como chamou Ripert) de acionistas interessados e ativos – **esquecidos de que ação se compra, e o voto do acionista se conta por ação e não por pessoa, o que transforma as assembléias em sacos de dinheiro, que votam.** (Seria anti-histórica – diz Vissentini – qualquer proposta que supusesse propugnar a substituição da regra *one share, one vote* pela *one man, one vote*, por certo mais democrática...) ¹⁴ (grifou-se)

Modesto Carvalhosa também analisou a questão:

Ocorre que a transposição, no âmbito da sociedade anônima, transformou-se em um instrumento até certo ponto simulado de um domínio oligárquico permanente e imutável. **Diferentemente do regime político em que os partidos podem alternar-se no poder, por força da mutação dos votos do eleitorado, nas companhias tal mobilidade obviamente inexiste, já que se exerce o voto em função do capital possuído e não da pessoa do acionista** e, muito menos, em razão dos méritos pessoais de um ou outro grupo ou de seus respectivos planos de condução e orientação dos negócios da companhia. ¹⁵ (grifou-se)

A vista disso, conclui-se que as deliberações sociais acabariam sendo decidida sempre por aqueles que detivessem ações com direito a voto representativas da maioria do capital social, o que fazia com que, de certo modo, não sendo aplicado princípio do livre consentimento das partes. Esse aspecto poderia implicar também em uma situação tal que uma maioria de acionistas, considerada individualmente, ser submetida à vontade de uma minoria que detivesse ações representativas da maioria do capital social da companhia. Essa observação foi feita por Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, que citam D’Othée e Dominique Schmidt:

Em verdade – observa D’OTHÉE (1963, v.1, p. 363) – toda organização coletiva baseada sobre uma comunidade de interesses recíprocos está obrigada à adoção do princípio majoritário para a tomada de decisões.

Tal fato não consegue esconder que se trata de uma rara e, até mesmo, curiosa exceção ao grande princípio que domina o direito obrigacional, que é o livre consentimento das partes. Como salienta DOMINIQUE SCHMIDT

¹⁴ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. A Lei das S.A. (Pressupostos - Elaboração – Modificações) – 3ª Edição, Rio de Janeiro, Renovar, 1997. 153 p.

¹⁵ CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, 2º volume: artigos 75 a 137- 5ª ed. – São Paulo, Malheiros, 2011 761 p.

(1970, p. 21), a submissão dos indivíduos à lei da maioria é uma regra incomum do direito privado, um processo singular de gestão de bens alheios.¹⁶ (grifou-se)

A respeito dessa questão, Francesco Carnelutti afirmou:

O domínio da maioria é um instrumento jurídico indispensável para a vida das sociedades comerciais. Mas, como ocorre com todas as coisas, pode servir para o bem ou para o mal. Uma legislação e uma jurisprudência sábias deverão encontrar um remédio, enérgico e cauteloso ao mesmo tempo, que lhe impeça de fazer o mal e lhe permita fazer o bem.¹⁷

A questão trazida por Carnelutti demonstra com clareza um princípio que passou a influenciar o direito comercial e sua legislação ao redor do mundo, que passaram a garantir mais proteção aos acionistas minoritários em relação aos acionistas controladores, de modo que, muitas vezes, a opinião daqueles fosse levada em conta nas deliberações sociais.

Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira descrevem com maestria essas ideias que passaram a permear o direito comercial:

O problema da proteção à minoria não foi tratado nas primeiras leis de anônimas. Assim, a lei francesa, de 1867, não cogitava o assunto – seu artigo 28 consagrava o princípio majoritário sem limitações. Como observa RENÉ DAVID (1929, p. 16) o *intuitu pecuniae* era da essência das companhias, e a subordinação das assembleias, do mais fraco ao mais forte, era consequência lógica dessa concepção.¹⁸

A partir de certo momento, como será abordado no capítulo seguinte, o legislador passou a olhar de uma forma diferente para os acionistas minoritários, que passou a receber um tratamento diferenciado nas legislações comerciais.

II.3 O Princípio da Proteção às Minorias.

¹⁶ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. A Lei das S.A. (Pareceres) – 3ª Edição, Rio de Janeiro, Renovar, 1997. 229 p.

¹⁷ CARNELUTTI, Francesco. *Ecceso di Potere nelle Deliberazioni dell'Assemblea delle Anonime*. In: *Rivista del Diritto Commerciale e del Diritto Generale delle Obbligazione*, v. XXIV, parte I. Milão. 181-182 p. *Apud* LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. A Lei das S.A. (Pareceres) – 3ª Edição, Rio de Janeiro, Renovar, 1997. 229 p.

¹⁸ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. A Lei das S.A. (Pressupostos - Elaboração – Modificações) – 3ª Edição, Rio de Janeiro, Renovar, 1997. 77 p.

Conforme mencionado na seção anterior do presente trabalho, o princípio da proteção às minorias não teve grande relevância nos primeiros diplomas legais que regulavam o funcionamento das sociedades anônimas. Inicialmente, a noção das companhias como organismos democráticos era praticamente unânime na doutrina e o legislador não teve a preocupação em garantir qualquer tipo de prerrogativa que protegesse os acionistas minoritários. A questão dos minoritários passou a ter outra abordagem com a desmitificação da visão da “democracia” na companhia.

Isto posto, os legisladores passaram, inicialmente, a impor limites ao princípio majoritário, de maneira que aqueles acionistas que não detivessem o controle através da titularidade de ações representativas da maioria do capital social da companhia passassem a ter uma contrapartida em relação a tal desvantagem. A respeito dessa questão, discorreram Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira:

A primeira e óbvia limitação foi a exigência de um *quorum* mínimo para certas deliberações, o que estendia o poder de negociação da minoria, que passou a dispor de um poder de veto. Correlatamente, passava-se ao reconhecimento da existência, no estatuto, de cláusulas e condições excluídas da soberania das assembleias, por dizerem respeito a direitos intangíveis dos acionistas – tais como o direito à participação nos lucros e ao reembolso do capital na hipótese de dissolução da sociedade, direito de fiscalizar a sociedade, de participar do Conselho Fiscal (acionista dissidente) ou dos conselhos de administração (voto múltiplo), de pedir exibição de livros, em certos casos, etc.¹⁹

Ressalta-se que essa tendência de proteção às minorias, iniciada no fim do século XIX, que proporcionou o advento do direito de retirada, na Itália, evento este abordado de forma mais específica no próximo capítulo.

Também em relação ao crescimento do princípio de proteção às minorias nas sociedades anônimas, concluem Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira:

A proteção da minoria elaborada, ao longo do tempo, observa em todas as legislações duas linhas de preceitos: os que visam a assegurar aos acionistas certos direitos não submetidos à regra majoritária (direitos individuais ou

¹⁹ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. A Lei das S.A. (Pressupostos - Elaboração - Modificações) – 3ª Edição, Rio de Janeiro, Renovar, 1997. 78 p.

intangíveis) e os que sancionam com a nulidade as deliberações majoritárias tomadas com abuso de direito, vale dizer, que não são do interesse da sociedade de que participam maioria e minoria.²⁰

II.3.a. A proteção às minorias no direito brasileiro.

No Brasil, a proteção às minorias não tinha força até a segunda metade do século XX, quando foi criada a Lei nº 6.404/76 que disciplina o funcionamento das sociedades anônimas atualmente. O direito de retirada, eixo do presente trabalho, já se encontrava previsto na legislação desde o início do referido século, como se verá mais detalhadamente no capítulo seguinte, porém o viés da proteção às minorias ainda não possuía o destaque já presente na legislação estrangeira à mesma época.

A partir da metade do século XX, a necessidade de uma nova lei que regulasse o funcionamento das companhias fez com que a proteção das minorias ganhasse importância central no regulamento do anonimato. Ocorre que os setores empresarial e jurídico brasileiros já notavam que a forma como a disciplina legal das companhias pelo Decreto-lei nº 2.617/1940 não era mais coerente com a conjuntura empresarial da época, que buscava a expansão de seus negócios recorrendo ao mercado de capitais²¹. Além disso, era perceptível a defasagem do diploma legal das companhias em relação às normas que regiam as sociedades anônimas em outros países²².

Ademais, o país passava por uma época de crescimento e havia a necessidade das companhias se adaptarem à nova conjuntura econômica buscando recursos no, até então embrionário, mercado de capitais brasileiro.

²⁰ IBIDEM, 79 p.

²¹ MORITZ, Renata Brandão. As Hipóteses de Recesso na Lei das Sociedades Anônimas In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, Ano XXXV, n. 101 Janeiro-Março/1996. São Paulo, Editora Revista dos Tribunais 57 p.

²² TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro, vol. 1. São Paulo, Buschatsky, 1979. 3 p.

Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro comentaram o seguinte a respeito da conjuntura brasileira de tal época:

As transformações da economia exigiram empreendimentos de grande escala, para os quais eram necessários vultosos capitais. A partir sobretudo de 1965, em nosso País passa-se a mobilizar a poupança interna e a atraí-la para o mundo dos investimentos, sob o influxo estimulante dos incentivos fiscais e com a institucionalização do mercado de capitais, sob o controle do Banco Central.²³

A necessidade da mobilização da poupança interna mencionada por Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro foi uma dos principais fatores levados em conta pelo legislador ao elaborar uma nova lei que, além de permitir o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, protegesse o acionista minoritário que fosse investir nas empresas nacionais que viessem a buscar recursos no mercado. Essa preocupação do legislador encontra-se refletida, inclusive, na Exposição de Motivos da Lei das S.A.:

[A Lei das S.A.] visa basicamente a criar a estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de capitais de risco no País, imprescindível à sobrevivência da empresa privada na fase atual da economia brasileira. A mobilização da poupança popular e o seu encaminhamento voluntário para o setor empresarial exigem, contudo, o estabelecimento de uma sistemática que assegure ao acionista minoritário o respeito a regras definidas e equitativas, as quais, sem imobilizar o empresário em suas iniciativas, ofereçam atrativos suficientes de segurança e rentabilidade.

Nessa conjuntura descrita acima, o direito de retirada ganhou especial destaque na nova Lei das S.A. e uma análise sobre o referido instituto se faz essencial para se entender as razões que levaram à sua utilização como instrumento de proteção aos acionistas minoritários.

II.4 O Direito de Retirada.

O direito de retirada é *o poder do acionista de, nos casos previstos na LSA, deixar de ser sócio da companhia*, e seu exercício forma, *por ato*

²³ TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro, vol. 1. São Paulo, Buschatsky, 1979. 4 p.

*unilateral, negócio jurídico de reembolso, pelo qual o acionista aliena suas ações à companhia e dela recebe o valor de reembolso*²⁴.

O instituto da retirada, através de uma sistemática simples, buscou conciliar o princípio majoritário e a proteção aos minoritários dentro das companhias. Dessa forma, é considerado por muitos como um *contrapeso à competência, reconhecida à Assembléia Geral, de modificar as bases essenciais do contrato de companhia*²⁵. Nesse sentido, posiciona-se Mauro Penteado:

Concebido como mecanismo destinado a preservar a manutenção da empresa e, ao mesmo tempo, possibilitar a retirada dos sócios discordantes das deliberações da assembleia, o direito de recesso, segundo o clássico Cesare Vivante, constitui remédio e freio aos abusos da maioria (in *Trattato di Diritto Commerciale*, 5ª Ed., Milão, Vallardi, 1923, vol. 2, n. 517).²⁶

O direito de retirada leva em consideração que o acionista adquire inicialmente as ações a partir das principais características da companhias e que a assembleia geral, ao modificar tais características, estaria, de certa forma, criando uma ruptura na base de sua relação com o acionista. O direito de retirada, em razão disso, é considerado por muitos um dos últimos resquícios contratuais da companhias.

Em razão de sua suma importância para os acionistas, o direito de retirada é considerado um *direito essencial*, ou seja, não pode ser suprimido nem pelo estatuto e nem pela assembleia geral. A respeito disso, afirmou Sérgio Eskenazi Pernidji:

Sua restrição ou supressão por norma estatutária são vedadas em qualquer hipótese. A norma que regula o direito de recesso (LSA, art. 137) tem natureza cogente, cujo princípio nuclear e o de permitir ao acionista, na hipótese de aprovação de algumas das matérias indicadas pelo art. 136 da LSA, retirar-se da companhia. O direito de recesso do acionista, portanto, está fundamentado na

²⁴ PEDREIRA, Luis Eduardo Bulhões. *Direito das Companhias*, vol. 1/ Coordenadores: Alfredo Lamy Filho; José Luiz Bulhões Pedreira. Rio de Janeiro, Forense, 2009. 326 p.

²⁵ IBIDEM. 326 p.

²⁶ PENTEADO, Mauro Rodrigues. *A Lei 7.958/89 e a Pretensa Modificação do Direito de Retirada dos Acionistas: uma discussão inócua* In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro* n° 77, Ano XXIX, Janeiro-Março/1990. São Paulo, Editora Revista dos Tribunais. 36 p.

modificação da estrutura da companhia, não tendo origem no prejuízo material ou financeiro que a aprovação da matéria possa acarretar.²⁷

Atualmente, o direito de retirada encontra sua base nuclear no artigo 137 da Lei das S.A., que determina que o acionista que dissente na deliberação de determinadas matérias elencadas pelo artigo 136 do mesmo diploma legal poderá retirar-se da sociedade mediante reembolso do valor das ações de sua titularidade.

Dessa forma, estabelecem-se dois requisitos básicos para o exercício do direito de retirada:

(i) ser titular de ações da companhia na data da primeira publicação do edital de convocação da assembléia, ou na data da comunicação do fato relevante objeto da deliberação, se anterior; e

(ii) ser dissidente de deliberação tomada em assembleia geral que permita o exercício do direito de retirada.

A respeito da natureza do direito de retirada, cabe dizer que é considerado um direito de natureza formadora e potestativa. Formador, porque, nas palavras de Luis Eduardo Bulhões Pedreira, *consiste no poder que a lei confere ao acionista de interferir, mediante manifestação unilateral de vontade, na esfera jurídica da companhia e criar para esta a obrigação de pagar-lhe o reembolso das suas ações*²⁸.

O mesmo doutrinador discorre, citando Pontes de Miranda, a respeito do conceito de direito formador:

Os direitos formadores são, como explica PONTES DE MIRANDA [...] espécie de direitos potestativos. Não se trata de direito formado, que recai sobre coisa, mas sim do direito que forma, gera ou constitui o direito (ou poder) de praticar um ato do qual resultará o direito sobre a coisa em si.²⁹

²⁷ ESKENAZI PERNIDJI, Sérgio I. *A Negociação pela companhia com as próprias ações em decorrência da operação de reembolso* In: Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos/ Coordenação: Marcelo Vieira von Adamek. São Paulo, Malheiros, 2011. 564 p.

²⁸ PEDREIRA, Luis Eduardo Bulhões. *Direito das Companhias*, vol. 1/ Coordenadores: Alfredo Lamy Filho; José Luiz Bulhões Pedreira. Rio de Janeiro, Forense, 2009. 339 p.

²⁹ IBIDEM. 339p. Citando MIRANDA, Francisco Cavalcanti Pontes de. *Tratado das Ações*, Tomo I, §4º, n. 8. São Paulo, Revista dos Tribunais, 1970. 40 p.

Dessa forma, conclui-se que o direito de retirada, como direito formador e potestativo, confere ao seu titular o poder de causar certo efeito jurídico, independentemente da vontade de terceiros. A compreensão da natureza do direito de retirada é fundamental para se perceber também o funcionamento de seu exercício. Quando se encontra em uma situação na qual possui o direito de recesso, o acionista precisa apenas manifestar à companhia que pretende exercê-lo, não estando o exercício do direito condicionado à vontade da companhia ou de outrem.

Uma vez dissidente de deliberação que permita o exercício do direito de retirada, cabe ao acionista, após a publicação da ata da assembleia que aprovou a matéria, notificar a companhia de sua intenção de exercer seu direito de recesso sendo constituído, de imediato, crédito em favor do sócio retirante. A manifestação do acionista a respeito do direito de retirada deve ocorrer no prazo decadencial de 30 dias contados da publicação da ata da assembleia.³⁰

A retirada do acionista é aperfeiçoada através do pagamento do reembolso de suas ações, sendo este definido pelo artigo 45 da Lei das S.A. como *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*. No mesmo sentido, o parágrafo 1º do mesmo artigo determina que o reembolso deve ser pago com base no valor de patrimônio líquido da companhia com base no último balanço levantado em assembleia geral. O mesmo dispositivo faculta que o estatuto social estabeleça normas próprias para o reembolso, desde que tais regras sejam mais benéficas que a avaliação com base no valor do patrimônio líquido. A única hipótese permitida em lei para que o valor de reembolso seja inferior ao valor de patrimônio líquido é adoção, pelo estatuto social, de que seja adotado o critério de valor econômico.

³⁰ ESKENAZI PERNIDJI, Sérgio I. *A Negociação pela companhia com as próprias ações em decorrência da operação de reembolso* In: Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos/ Coordenação: Marcelo Vieira von Adamek. São Paulo, Malheiros, 2011. 565 p.

A Lei das S.A. dispõe, atualmente, de quatorze hipóteses para o exercício do direito de recesso, as quais serão abordadas com mais detalhes no Capítulo III do presente trabalho. Tais hipóteses encontram-se, na maior parte, indicadas pelo Artigo 137 da Lei nº 6.404, através de referências ao Artigo 136 do mesmo diploma, e espalhadas em outros dispositivos.

A respeito das hipóteses que geram o direito de retirada, há uma polêmica quanto às hipóteses indicadas pela Lei das S.A. serem taxativas ou não. A posição de Roberto Papini, que prevalece na doutrina, é a de que as hipóteses de cabimento não poderiam sofrer extensão em razão da natureza excepcional do direito.³¹

Em oposição a essa ideia, Nelson Eizirik se posicionou a favor da possibilidade do estatuto social prever outras hipóteses para o cabimento do recesso, sendo os casos elencados pela Lei das S.A. exemplificativos:

Trata-se de um “mito” que não encontra qualquer amparo na lei societária. Na realidade, o que é vedado é exclusão do direito de recesso por dispositivo estatutário ou por deliberação da assembleia geral, por tratar-se de um direito essencial do acionista (artigo 109, inciso V).

Nada impede, a nosso ver, que o estatuto crie novas hipóteses de recesso para determinada classe de ações. Particularmente, no caso de companhia fechadas, ou das abertas cujas ações não sejam dotadas de liquidez e dispersão, pode constituir um atrativo adicional para subscrição de ações a possibilidade de o acionista desfazer-se do investimento realizado mediante o exercício do direito de recesso, tal como no Direito Italiano.³²

Também desperta polêmica a discussão acerca da possibilidade de se exercer o direito de retirada pelo acionista com parcela, e não a totalidade, das ações das quais é titular. Na doutrina, Luis Eduardo Bulhões Pedreira é um dos que se posicionam favoravelmente a essa hipótese, sustentando que a Lei das S.A. não impõe o exercício do recesso com a totalidade das ações como um dos requisitos.

³¹ PAPINI, Roberto. Sociedade Anônima e Mercado de Valores Mobiliários. Rio de Janeiro, Forense, 1997. 156p. *Apud* PEDREIRA, Luis Eduardo Bulhões. Direito das Companhias, vol. 1/ Coordenadores: Alfredo Lamy Filho; José Luiz Bulhões Pedreira. Rio de Janeiro, Forense, 2009. 330 p.

³² EIZIRIK, Nelson Laks. A Lei das S.A Comentada, Volume II – Arts. 121 a 188. São Paulo, Quartier Latin, 2011. 227 p.

No mesmo sentido, manifestou-se Nelson Eizirik:

Juridicamente nada impede que o acionista exerça o recesso parcialmente, uma vez que o conteúdo do direito é puramente patrimonial. Podem existir deliberações que ensejam esse direito e o acionista não tenha interesse em se retirar totalmente da companhia, mas também não deseja correr o risco do negócio com 100% (cem por cento) de suas ações, como, por exemplo, na alteração do objeto social para a prática de novas atividades. Há, portanto, razões econômicas que justificam o recesso parcial, inexistindo vedação legal à sua prática.

Para a companhia, diante de situações que ensejam o direito de retirada, o exercício parcial é vantajoso, tendo em vista a redução do valor a ser por ela pago ao acionista dissidente. Ela não precisa, nessa hipótese, desembolsar o valor equivalente ao reembolso de todas as ações do acionista dissidente, mas apenas de parte dessas ações. Para o credor também há benefício, em virtude de menor diminuição do capital ou do patrimônio da companhia, conforme ela tenha, ou não, reservas disponíveis e consiga, ou não, encontrar um comprador para essas ações.³³

Na linha contrária, Renata Brandão Moritz manifesta-se pela impossibilidade do exercício da retirada com parte das ações:

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.³⁴

Cabe comentar também a respeito da perda da condição de acionista daquele que exerce a retirada. Parte da doutrina entende que, a partir da manifestação volitiva do acionista contra a companhia a respeito do exercício da retirada, este perde a condição de acionista e passa a simples condição de credor.³⁵

³³ I EIZIRIK, Nelson Laks. *A Lei das S.A Comentada*, Volume II – Arts. 121 a 188. São Paulo, Quartier Latin, 2011. 236 p.

³⁴ MORITZ, Renata Brandão. *As Hipóteses de Recesso na Lei das Sociedades Anônimas* In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro* nº 101, Ano XXXV, Janeiro-Março/1996. São Paulo, Editora Revista dos Tribunais. 56-57 p.

³⁵ Vide PEIXOTO, Carlos José Cunha. *Sociedade por Ações; Comentários ao Decreto-Lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940, com as alterações da Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965 – Lei do Mercado de Capitais*, v. 3. São Paulo, Saraiva, 1972. 190p. *Apud* PEDREIRA, Luis Eduardo Bulhões. *Direito das Companhias*, vol. 1/ Coordenadores: Alfredo Lamy Filho; José Luiz Bulhões Pedreira. Rio de Janeiro, Forense, 2009.

No entanto, para a maioria, na qual se encontra Modesto Carvalhosa, a qualidade de acionista perdura até o pagamento do reembolso:

A resilição unilateral representada pela retirada do acionista produz efeito para o futuro, não extinguindo a relação jurídica negocial desde o momento de seu exercício. Isto porque apenas com o pagamento da quitação dos haveres do acionista retirante é que ocorre a extinção. Enquanto tal não ocorrer, a relação jurídica mantém-se íntegra para todos os efeitos, notadamente para pleno exercício dos direitos patrimoniais e políticos do acionista junto à companhia.³⁶

No mesmo sentido, posiciona-se Luis Eduardo Bulhões Pedreira:

O direito de retirada assegura ao acionista o poder de deixar de ser sócio da companhia, mas não tem esse efeito mediante extinção das suas relações jurídicas de sócio, pois a lei declara, expressamente que a retirada se dá “mediante reembolso do valor das ações” (art. 137), ou seja, pela transferência da propriedade das ações para a companhia em contrapartida do recebimento do valor de reembolso. As relações jurídicas que o vinculavam à companhia são as da ações cuja propriedade é transferida.

A aquisição pela companhia da ação do acionista dissidente pressupõe o pagamento do valor do reembolso e a transferência das ações reembolsadas para o seu nome, segundo o regime da propriedade das ações.³⁷

Vê-se, que o direito de retirada proporciona a saída do acionista através de sua simples manifestação unilateral à companhia, após dissidência em determinadas deliberações tomadas em sede de assembleia geral. Tal fato justifica-se no acionista ter direito de não continuar associado a sociedade que não corresponde àquela na qual ele inicialmente entrou. A respeito dessa proteção Luis Eduardo Bulhões Pedreira comentou o que se segue:

Instrumento dos acionistas minoritários, o direito de retirada constitui uma “válvula de escape” do contrato associativo. O acionista tem o poder de dispor de suas ações e pode a qualquer momento desligar-se da companhia alienando suas ações, mas nem sempre consegue encontrar adquirente. O direito de retirada lhe assegura o poder de obrigar a companhia a pagar-lhe o valor de reembolso das ações, nos casos previstos em lei.³⁸

³⁶ CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, 2º volume: artigos 75 a 137. 3ª ed. – São Paulo, Saraiva, 2011. 1072-1073 p.

³⁷ PEDREIRA, Luis Eduardo Bulhões. Direito das Companhias, vol. 1/ Coordenadores: Alfredo Lamy Filho; José Luiz Bulhões Pedreira. Rio de Janeiro, Forense, 2009. 370 p.

³⁸ IBIDEM. 327 p.

Por outro lado, o direito de retirada muitas vezes é usado com intenções que em nada se relacionam com o princípio da proteção às minorias, o que fez com que surgissem muitas críticas ao instituto. A respeito disso, Mauro Penteadó discorre:

É bem verdade que não faltaram críticas ao direito de retirada, apontado como incentivador da má-fé e da ganância dos acionistas, que dele se valem para atrapalhar a vida societária impedindo a adoção de medidas ligadas ao seu desenvolvimento e causando prejuízos à comunidade jurídica.³⁹

A influência dessa colisão de princípios que ocorre no direito de retirada sobre a legislação que disciplina o instituto será abordada mais apropriadamente no Capítulo IV do presente trabalho. Por ora, faz-se necessário antes visitar o histórico do direito de retirada em outros dois países, como se verá no próximo capítulo.

³⁹ PENTEADO, Mauro Rodrigues. *A Lei 7.958/89 e a Pretensa Modificação do Direito de Retirada dos Acionistas: uma discussão inócua* In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro n° 77, Ano XXIX, Janeiro-Março/1990. São Paulo, Editora Revista dos Tribunais. 37 p.

III. O Direito de Retirada em outros países.

III.1 Direito Italiano.

O Direito de Retirada foi previsto, pela primeira vez, no Código de Comercio italiano de 1882, que conferia ao sócio que dissentisse em determinadas deliberações tomadas em assembleia a faculdade de se retirar da sociedade mediante procedimento de reembolso do valor de suas ações. Tal direito, conforme o artigo 158 do referido diploma⁴⁰, poderia ser exercido nas hipóteses de fusão da companhia com outra, mudança do objeto social da companhia, prorrogação de seu prazo de duração, aumento do capital social da companhia e reintegração do capital social⁴¹.

⁴⁰ O artigo 158 na íntegra:

Art. 158. Se l'atto costitutivo o lo statuto non dispone altrimenti, è sempre necessaria la presenza di soci, che rappresentino i tre quarti del capitale sociale, ed il voto favorevole di tanti soci intervenuti, che rappresentino almeno la metà del capitale medesimo, per deliberale:

- 1. Lo scioglimento anticipato della società;*
- 2. La prorogazione della sua durata;*
- 3. La fusione con altre società;*
- 4. La riduzione del capitale sociale;*
- 5. La reintegrazione o l'aumento del capitale stesso;*
- 6. Il cambiamento dell'oggetto della società;*
- 7. Ogni altra modificazione dell'atto costitutivo.*

La maggioranza stessa è inoltre richiesta in tutti i casi specialmente designati della legge.

I soci dissenzienti dalle deliberazioni indicate si numeri 3, 5 e 6, 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 od azioni, in proporzione dell'attivo sociale.

Il recesso dev'esser dichiarato dagli interventi all'assemblea entro ventiquattro ore dalla chiusura di essa, e dagli altri soci entro un mese dalla pubblicazione della deliberazione nel giornale indicato nell'art. 93, sotto pena di decadenza.

⁴¹ O instituto da reintegração do capital social é desconhecido no Brasil e não possui aqui qualquer instuto semelhante. É definido, nas palavras de PEDREIRA, L. E. como *o caso de aumento do capital social da companhia após prévia redução de capital, para o qual os acionistas têm que fazer novo aporte de capital sem, contudo, receber em contrapartida ações da companhia.*(In:

Como se pode ver, inicialmente, a faculdade do acionista de se retirar da companhia em razão de dissenso nas deliberações ocorridas em assembleia geral mediante reembolso eram pontuais e restritas à matérias que pudessem causar mudanças sensíveis na configuração da companhia ou até em sua existência.

A partir do século XX, uma série de novas leis reduziu o número de matérias que conferiam o direito de retirada ao acionista que dissentisse na sua deliberação em sede assembleia geral. Em 1930, o rol de tais matérias passou a ser restrito ao caso de fusão da companhia com outra e, mesmo assim, caso o Ministério da Fazenda da Itália considerasse que a fusão fosse de interesse público, o direito de retirada poderia não ser excluído em tal operação. Tais mudanças na legislação foram implementadas em razão da política adotada pelo então governo italiano de incentivar a concentração de empresas.

O entendimento da lei italiana mudou mais uma vez com a promulgação do Código Civil de 1942, que manteve em vigor o instituto do Direito de Retirada, e ampliou o rol de matéria que o ensejavam, dentre as quais passaram a constar: (i) alteração do objeto social da companhia, (ii) transformação, e (iii) mudança da nacionalidade através transferência da sede da sociedade para outro país⁴².

Direito das Companhias, vol. 1/Coordenadores: Alfredo Lamy Filho; José Luiz Bulhões Pedreira. Rio de Janeiro, Forense, 2009. 331p.

⁴² O artigo 2437 do Código Civil italiano, na íntegra:

Art. 2437 Diritto di recesso. I soci dissenzienti dalle deliberazioni riguardanti il cambiamento dell'oggetto o del tipo della società, o il trasferimento della sede sociale all'estero (2369) hanno diritto di recedere dalla società e di ottenere il rimborso delle proprie azioni, secondo il prezzo medio dell'ultimo semestre, se queste sono quotate in borsa, o, in caso contrario, in proporzione del patrimonio sociale risultante dal bilancio dell'ultimo esercizio.

*La dichiarazione di recesso deve essere comunicata con raccomandata dai soci intervenuti all'assemblea non oltre tre giorni dalla chiusura di questa, e dai soci non intervenuti non oltre quindici giorni (2964) dalla data dell'iscrizione della deliberazione nel registro delle imprese (2188; att. 100).
E' nullo (1421 e seguenti) ogni patto che esclude il diritto di recesso o ne rende più gravoso l'esercizio.*

Mais recentemente, a norma que trata a respeito do direito de retirada no direito italiano foi mais uma vez alterada. Em 2001, o número de hipóteses para exercício do direito foi ampliado. Além disso, a sistemática do instituto sofreu uma mudança inédita: o estatuto social passou a poder elencar hipóteses para o exercício do direito que não sejam previstas pela lei. Dessa forma, o direito de retirada passou a possuir a seguinte estrutura:

- (i) Rol de hipóteses de exercício que não podem ser suprimidas pelo estatuto social: (a) mudança substancial do objeto social, (b) transformação da companhia, (c) transferência da sede social para outro país, (d) cessação do estado de liquidação da companhia, (e) supressão de hipótese de exercício do direito de retirada prevista no estatuto social da companhia, (f) modificação dos critérios de determinação do valor de reembolso das ações, e (g) modificação estatutária relativa a direito de voto ou direitos patrimoniais dos acionistas;
- (ii) Rol de hipóteses de exercício que podem ser suprimidas pelo estatuto social: (a) prorrogação do prazo de duração da companhia, e (b) mudança do regime de circulação das ações (direito de preferência, restrição à transferência de ações); e
- (iii) Rol de hipóteses sem previsão legal, estabelecidas através do estatuto social.

III.2 Direito Americano.

Nos Estados Unidos, o direito de retirada (*appraisal right*) tem sua base legal estabelecida, principalmente, através do *Delaware Corporation Law* (“DCL”) e do *Model Business Corporation Law* (“MBCL”).

No caso do DCL, o direito de retirada pode ser exercido por qualquer acionista que não tenha votado a favor em deliberação a respeito

da incorporação ou fusão da companhia em outra. Da mesma forma, o DCL autoriza que as companhias possam prever em seus estatutos sociais a possibilidade do exercício do direito de retirada nos casos de (i) alteração do estatuto social da companhia, e (ii) alienação, permuta ou arrendamento de substancialmente todos os ativos da companhia.

Quando alguma das matérias indicadas acima vir a ser deliberada em um assembleia, a companhia deverá informar aos acionistas, no mínimo 20 dias antes da realização de tal assembleia, que a referida matéria comporá a ordem do dia. Por sua vez, caso o acionista deseje exercer o direito de retirada na eventualidade da aprovação da matéria, este deverá entregar, antes da votação, notificação por escrito à companhia informando que pretende exercer o direito de retirada e a quantidade de ações em relação a qual pretende exercer o direito. O valor do reembolso a ser pago pela companhia ao acionista dissidente é arbitrado pelo poder judiciário.

Ademais, o DCL prevê a possibilidade de o acionista renunciar ao direito de retirada exercido no prazo de 60 dias contados a partir da data da assembleia na qual a matéria que o causou o direito de retirada foi deliberada.

Cabe dizer ainda que o DCL prevê uma exceção à utilização do direito de retirada nas companhias que possuam ações de sua emissão listadas em bolsas de valores ou mercados de balcão e, nas companhias fechadas, cujas ações sejam detidas por mais de 2.000 acionistas (*marked out exception*). O legislador entendeu que em sociedades que possuam tais características há presunção absoluta de liquidez a respeito de suas ações, e por isso os titulares dessas ações não poderiam exercer o direito de retirada. É importante salientar que a *marked out exception* só é aplicada quando os acionistas recebem, em contrapartida à fusão ou incorporação, ações ou certificados de ações de outra companhia participante da reorganização a ser implementada ou de companhia aberta. Caso a contrapartida recebida pelo acionista à fusão ou incorporação seja sob qualquer outra forma que

não as referidas anteriormente, estes poderão exercer o direito de retirada (*exception to the marked out exception*).

O direito de retirada nos Estados Unidos também é previsto pelo MDCA, que confere aos acionistas o direito de se retirar da companhia nos mesmos casos do DCL, além de acrescentar às hipóteses de exercício a permuta de ações e a transformação da companhia em entidade sem fins lucrativos.

Cabe dizer ainda que o MDCA adota a *marked out exception* no caso de fusão, incorporação ou permuta, mas determina que ela não será aplicada caso os ativos da companhia vierem a ser adquiridos por (i) titular de mais de 20% das ações de emissão da companhia, (ii) por pessoa capaz de eleger 25% ou mais dos membros do Conselho de Administração da companhia, ou (iii) por diretores-executivos da companhia em condições não estendidas aos demais acionistas.

Além das particularidades acima, o MDCA, ao contrário do DCL, não adota a *exception to the marked out exception*, permite que o estatuto social limite ou suprima o direito de retirada dos acionistas titulares de ações preferenciais, e determina que o valor de reembolso pago aos acionistas dissidentes seja aferido pela companhia com base em certos parâmetros. Ressalte-se que, caso o acionista discorde do valor aferido pela companhia, ele pode negar recebê-lo e levar o pleito ao Poder Judiciário que será responsável por definir o valor do reembolso.

IV. O Direito de Retirada no Direito Brasileiro.

IV.1 – O Decreto nº 21.536/1936.

A introdução do Direito de Retirada na disciplina das sociedades anônimas no Brasil se deu nos anos 1930⁴³ através do Decreto nº 21.536, de 15 de junho de 1936, que determinava que as deliberações assembleares que alterassem as preferências conferidas a uma classe de ações ou que criassem uma nova classe de ações com preferências mais vantajosas do que aquelas conferidas às classes já existentes, ensejariam o direito de retirada aos acionistas dissidentes prejudicados em tais deliberações. Assim dispunha o artigo 8º do Decreto nº 21.536, de 15 de junho de 1936:

Art. 8º - Sempre que modificação de estatutos vise alterar as preferências e vantagens conferidas a uma ou mais classes de ações preferenciais, ou criar nova classe de ações com preferência mais favorável do que as das existentes, ou alterar o seu valor nominal, essa modificação somente poderá realizar-se mediante a aprovação de possuidores de dois terços, pelo menos, do capital constituído pelas classes prejudicadas, após a aprovação da proposta por acionistas representando a maioria do capital com direito a voto, conforme a legislação vigente.

§1º - A aprovação pelas referidas classes se verificará na mesma assembléia geral convocada para a reforma de estatutos podendo tomar parte na deliberação das classes prejudicadas todos os acionistas que as compuserem, quer tenham, quer não, direito a voto pelos estatutos.

§2º - Se nessa reunião a proposta não for aprovada, por dois terços, pelo menos, do capital representado pelas classes prejudicadas, ou não for rejeitada por mais de um terço do capital representado por essas mesmas classes, será convocada uma assembléia especial composta exclusivamente desses acionistas.

⁴³ Apesar de não ter sido previsto no âmbito das sociedades anônimas no Brasil até a criação do Decreto nº 21.536/1936, já havia previsão legal para o direito de retirada no âmbito das sociedades limitadas, então disciplinadas pelo Decreto 3.708, de 10 de janeiro de 1919, seu Artigo 15 assim previa:

Art. 15. Assiste aos socios que divergirem da alteração do contracto social a faculdade de se retirarem da sociedade, obtendo o reembolso da quantia correspondente ao seu capital, na proporção do ultimo balanço approved. Ficam, porém, obrigados às prestações correspondentes ás quotas respectivas, na parte em que essas prestações forem necessarias para pagamento das obrigações contrahidas, até á data do registro definitivo da modificação do estatuto social.

§3º - Se, ainda nessa reunião, não se verificarem os requisitos do parágrafo anterior, far-se-á, uma segunda convocação em que a assembléia especial deliberará com qualquer número, só se considerando, porém, aprovada a proposta se esta obtiver a seu favor os votos de acionistas representando dois terços, pelo menos, do capital presente.

Art. 9º - Aprovada a proposta a que se refere o artigo anterior, os acionistas preferenciais dissidentes, que fizerem parte de qualquer das classes prejudicadas, terão direito ao reembolso do valor das suas ações, se o reclamarem à diretoria dentro de trinta dias, contados da publicação da ata da assembleia geral.

Nos termos do antigo decreto, sempre que, em uma assembleia, fosse aprovada a alteração das preferências conferidas a uma classe de ações preferenciais, ou uma nova classe de ações preferenciais com preferências mais vantajosas fosse criada, ou o valor nominal de tais ações fosse alterado, os titulares destas ações teriam o direito de se retirar da sociedade mediante o reembolso do valor de suas ações. A retirada deveria ser comunicada à diretoria da companhia no prazo de 30 dias contados da data da publicação da ata da Assembleia Geral na qual a matéria foi deliberada.

A previsão do direito de retirada pelo Decreto nº 21.536, de 15 de junho de 1936 se deu em razão da inserção das ações preferenciais no direito pátrio, através do mesmo diploma legal. Dessa maneira, seu advento no direito brasileiro se deu, inicialmente, como um instrumento de proteção aos direitos conferidos pelas ações preferenciais a seus titulares⁴⁴, e não como um instrumento de proteção às minorias em geral.

IV.2 – O Decreto-lei nº 2.627/1940.

Em 1940, o regime das sociedades anônimas foi alterado através do Decreto-lei nº 2.627. Dentre as mudanças promovidas pelo referido decreto, encontram-se alterações substanciais ao instituto do direito de retirada. Inicialmente, cumpre ressaltar que o recesso passou a ser classificado como

⁴⁴ PEDREIRA, Luis Eduardo Bulhões. Direito das Companhias, vol. 1/ Coordenadores: Alfredo Lamy Filho; José Luiz Bulhões Pedreira. Rio de Janeiro, Forense, 2009. 336 p.

um direito essencial do acionista⁴⁵, perdendo a sua característica anterior de um mero remédio para proteger os direitos dos preferencialistas. Nesse sentido, Anna Luiza Prisco Paraíso comentou que *o artigo 78 do referido Decreto [-lei nº 2.627/1940] estabeleceu que nem os estatutos sociais nem a Assembléia Geral poderiam privar os acionistas de certos direitos, entre eles o direito de retirada*⁴⁶.

Tendo em vista o direito de retirada ter se tornado um direito de todos os acionistas, as hipóteses nas quais ele poderia ser exercido também foram alteradas, sendo acrescentadas novas hipóteses às já estabelecidas pelo Decreto 21.536/1932. Dessa forma, a estrutura legal do direito de retirada passou a se dar através dos artigos 105, 106 e 107 do Decreto-lei nº 2.627/1940, que assim dispunham:

Art. 105 – As deliberações serão tomadas de conformidade com a regra do art. 94, sendo, entretanto, necessária a aprovação de acionistas que representem metade, no mínimo, do capital, com direito de voto, para deliberação sobre:

- a) criação de ações preferenciais ou alterações nas preferências ou vantagens conferidas a uma ou mais classes delas ou criação de nova classe de ações preferenciais mais favorecidas;
- b) criação de partes beneficiárias;
- c) criação de obrigações ao portador;
- d) mudança do objeto essencial da sociedade;
- e) incorporação da sociedade em outra ou sua fusão;
- f) proposta de concordata preventiva ou suspensiva de falência;
- g) cessação do estado de liquidação, mediante reposição da sociedade em sua vida normal.

⁴⁵ A classificação do direito de retirada como direito essencial do acionista foi dada através do artigo 78 do Decreto-lei 2.627/1940:

Art. 78. Nem os estatutos sociais, nem a assembléia geral poderão privar qualquer acionista:

- a) do direito de participar dos lucros sociais, observada a regra da igualdade de tratamento para todos os acionistas da mesma classe ou categoria;*
- b) do direito de participar, nas mesmas condições da letra a, do acervo social, no caso de liquidação da sociedade;*
- c) do direito de fiscalizar, pela forma estabelecida nesta lei, a gestão dos negócios sociais;*
- d) do direito de preferência para a subscrição de ações, no caso de aumento do capital;*
- e) do direito de retirar-se da sociedade, nos casos previstos no art. 107.*

⁴⁶ PARAÍSO, Anna Luiza Prisco. O Direito de Retirada na Sociedade Anônima. 2ª Edição. Rio de Janeiro, Lumen Juris, 2000. 59 p.

Art. 106 – As alterações nas preferências ou vantagens conferidas a uma ou mais classes de ações preferenciais, ou a criação de nova classe de ações preferenciais mais favorecidas, dependem da aprovação de possuidores de metade, pelo menos, do capital constituído pelas classes prejudicadas, tenham ou não, pelos estatutos, direito de voto, reunidos em assembleia especial, convocada e instalada com as formalidades prescritas nesta lei.

Art. 107 – A aprovação das matérias previstas nas letras a, d, e, e g do art. 105 dá ao acionista dissidente o direito de retirar-se da sociedade mediante o reembolso do valor de suas ações, se o reclamar à diretoria dentro de trinta dias, contados da publicação da ata da assembleia geral.

Além disso, o Decreto-lei nº 2.627 ainda passou a prever, através de seu artigo 150, a possibilidade de se exercer o direito de retirada no caso de transformação da sociedade.

Art. 150 A transformação exige o consentimento unânime dos sócios ou acionistas, salvo se prevista no ato constitutivo ou nos estatutos. Mas, o sócio, que com ela não concordar, poderá retirar-se da sociedade, recebendo os seus haveres de acordo com o último balanço ou na forma estabelecida no ato constitutivo ou nos estatutos.

IV.3 – A Lei nº 6.404/1976 – Proteção aos minoritários e expansão do mercado de capitais brasileiro.

O Decreto-lei nº 2.627/40 vigorou até 1976, quando foi parcialmente revogado pela Lei nº 6.404, de 15 de dezembro daquele ano, que disciplina o funcionamento das sociedades anônimas. Conforme já abordado anteriormente no primeiro capítulo do presente trabalho, o projeto da Lei das S.A. teve o objetivo de *viabilizar a formação da grande empresa privada, criando-se uma estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de capitais*⁴⁷.

No mesmo sentido, Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro afirmaram:

⁴⁷ PARAÍSO, Anna Luisa Prisco. O Direito de Retirada na Sociedade Anônima. 2ª Edição. Rio de Janeiro, Lumen Juris, 2000. 64 p.

[...] pra tornar viável a formação da grande empresa nacional, [a Lei nº 6.404/76] procurou restaurar a confiança dos investidores no sistema societário através, principalmente, de uma adequada tutela aos acionistas minoritários.⁴⁸

A afirmação de Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro permite observar que, no âmbito da Lei das S.A., os acionistas minoritários passaram a desfrutar de uma maior proteção em relação àquela dada pelos diplomas legais anteriores. A causa desta mudança foi, principalmente, a necessidade da alocação dos recursos da poupança popular no mercado de capitais fez com que o legislador buscasse atrair esse novo investidor através de medidas protetivas, que o fizesse crer que o investimento no mercado de capitais fosse mais seguro.

A respeito das mudanças trazidas pela Lei das S.A. ao regime do direito de retirada, destaca-se, inicialmente, que a sistemática trazida pelo Decreto-lei nº 2.627/1940 foi mantida, já que houve a preocupação em preservar o sistema legal das companhias ao qual já estavam habituados os empresários e investidores⁴⁹. Nesse sentido, o antigo artigo 78 do Decreto-lei nº 2.627/1940 teve seu conteúdo reproduzido no artigo 109 da Lei das S.A., que manteve o direito de retirada como um dos direitos essenciais dos acionistas.

Da mesma maneira, a Lei das S.A. trouxe, em seu artigo 136, um rol de matérias sujeitas ao quorum de deliberação qualificado, assim como o Decreto-lei nº 2.627/1940 trazia em seu artigo 105. O artigo seguinte, 137, indicava, assim como o artigo 107 do Decreto-lei nº 2.627/1940, quais daquelas matérias ensejariam o direito de retirada por parte do acionista que dissentisse dos demais em deliberação assemblear.

O conteúdo original dos artigos 136 e 137 da Lei das S.A. era o seguinte:

⁴⁸ TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro, vol. 1. São Paulo, Buschatsky, 1979. 11 p.

⁴⁹ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. A Lei das S.A. (Pareceres) – 3ª Edição, Rio de Janeiro, Renovar, 1997. 355 p.

Art. 136. É necessária a aprovação de acionistas que representem metade, no mínimo, das ações com direito de voto, se maior quorum não for exigido pelo estatuto da companhia fechada, para deliberação sobre:

I - criação de ações preferenciais ou aumento de classe existente sem guardar proporção com as demais, salvo se já previstos ou autorizados pelo estatuto;

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;

III - criação de partes beneficiárias;

IV - alteração do dividendo obrigatório;

V - mudança do objeto da companhia;

VI - incorporação da companhia em outra, sua fusão ou cisão;

VII - dissolução da companhia ou cessação do estado de liquidação;

VIII - participação em grupo de sociedades (artigo 265).

§ 1º Nos casos dos números I e II, a eficácia da deliberação depende de prévia aprovação, ou da ratificação, por titulares de mais de metade da classe de ações preferenciais interessadas, reunidos em assembléia especial convocada e instalada com as formalidades desta Lei.

[...]

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

§ 1º O acionista dissidente de deliberação da assembléia, inclusive o titular de ações preferenciais sem direito a voto, pode pedir o reembolso das ações de que, comprovadamente, era titular na data da assembléia, ainda que se tenha abstido de votar contra a deliberação ou não tenha comparecido à reunião.

§ 2º É facultado aos órgãos da administração convocar, nos 10 (dez) dias subsequentes ao término do prazo de que trata este artigo, a assembléia-geral, para reconsiderar ou ratificar a deliberação, se entenderem que o pagamento do preço de reembolso das ações aos acionistas dissidentes, que exerceram o direito de retirada, porá em risco a estabilidade financeira da empresa.

§ 3º Decairá do direito de retirada o acionista que o não exercer no prazo fixado.

De início já é perceptível o aumento do número de matérias que a Lei das S.A. determinou que ensejassem o direito de retirada. Em relação às ações preferenciais, além de manter as hipóteses já existentes, foi acrescentada o aumento das ações preferenciais de classe já existente sem guardar proporção com as demais classes. Já em relação à mudança do objeto social, foi retirada a palavra “essencial” do inciso, fazendo com que

mudanças menos significativas ao objeto social permitissem aos acionistas exercerem o direito de retirada.

A Lei das S.A. também trouxe para o rol das matérias que ensejam o direito de retirada a fusão e a cisão da companhia, bem como sua dissolução. Além disso, a alteração do dividendo obrigatório e a participação em grupo de sociedades também passaram a permitir que os acionistas dissidentes fizessem uso do recesso.

Juntamente ao aumento de matérias que ensejam o direito de retirada, a Lei das S.A. também foi o primeiro diploma legal a garantir que o recesso poderia ser exercido mesmo que o acionista dissidente (i) fosse titular de ação preferencial sem direito a voto, (ii) tivesse comparecido à assembleia geral, porém se absteve de votar na deliberação que causou o direito de retirada, ou (iii) não tivesse comparecido à assembleia geral. Nos termos do parágrafo 1º do artigo 137 da Lei das S.A. o acionista dissidente passou a poder exercer o direito de recesso *ainda que se tenha absteve de votar contra a deliberação ou não tenha comparecido à reunião* e poderia ser, nos termos do mesmo dispositivo, inclusive, *o titular de ações preferenciais sem direito a voto*. Dessa forma, a Lei das S.A. definiu, pela primeira vez, o acionista dissidente, que ficou caracterizado como aquele acionista que (i) vota de forma contrária em relação àqueles que prevalecem na assembleia geral, (ii) aquele que se abstém de votar na assembleia geral, (iii) aquele que não comparece à assembleia geral, ou, ainda, (iv) o titular de ações preferenciais sem direito a voto.

A possibilidade do acionista dissidente não ter comparecido à assembleia que deliberou respeito da matéria que causou o direito de recesso, ou de ter se absteve de votar, caso tivesse comparecido, não era clara no antigo Decreto-lei nº 2.627/1940, e a dúvida acerca do assunto causou um debate doutrinário à época.

A respeito deste debate, Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro afirmaram:

Discutia-se, na vigência do Decreto-lei 2.627, sobre se o acionista dissidente, para se habilitar à retirada, deveria estar presente à Assembléia Geral. VALVERDE pronunciou-se pela afirmativa, acrescentando ser condição necessária ao exercício do direito de recesso que o acionista tivesse se manifestado contra a aprovação da matéria. Já WALDEMAR FERREIRA entendia que também o ausente, tanto que tivesse conhecimento, pela publicação da ata, do deliberado, podia divergir e, pois, manifestar a sua divergência à diretoria, dentro do prazo de trinta dias. Inclino-nos, no passado, pela solução do mestre paulista: se a lei não dizia quando é que se concretizava a *divergência* e se o recesso podia ser exercido até trinta dias *após a publicação* da ata – parecia óbvio que ao acionista ausente devesse de assegurar o recurso ao recesso, quando, dentro daquele prazo, manifestas-se sua divergência.⁵⁰

Nesse mesmo sentido, Luis Eduardo Bulhões Pedreira comentou em relação às mudanças trazidas pela Lei das S.A.:

No regime do Decreto-lei nº 2.627/1940, a doutrina predominante entendia que somente satisfazia ao requisito legal de ser dissidente da deliberação o acionista que tivesse comparecido à assembleia, votado contra, e feito declaração de voto; e os titulares de ações preferenciais sem direito a voto não tinham direito de retirada. A LSA assegurou o direito aos acionistas que tenham se absterido de votar, ou não tenham comparecido à assembleia, e aos titulares de ação preferencial sem voto.⁵¹

Vê-se, a partir dessas duas novidades trazidas pela Lei das S.A. que o legislador agiu em coerência com os fundamentos da Lei das S.A. de proteção aos minoritários. O aumento do número de hipóteses no qual o recesso poderia ser exercido, bem como a possibilidade de poder exercê-lo sem ter que comparecer à assembleia geral, ou sem ser titular de ações com direito a voto, fez com que esse instrumento pudesse alcançar a todos os acionistas da companhia.

A quantidade de benefícios trazidos pela Lei das S.A. aos acionistas minoritários, com vistas a atrair recursos de tais investidores para o mercado, tornou, por consequência, as companhias mais vulneráveis ao recesso. A garantia do exercício do direito de recesso em inúmeras situações e a um volume de acionistas crescente (assim desejava-se), poderia trazer sérios riscos de descapitalização das companhias.

⁵⁰ TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro, vol. 1. São Paulo, Buschatsky, 1979. 429 p.

⁵¹ PEDREIRA, Luis Eduardo Bulhões. Direito das Companhias, vol. 1/ coordenadores Alfredo Lamy Filho; José Luiz Bulhões Pedreira. Rio de Janeiro, Forense, 2009. 336 p.

Como uma maneira de socorrer a sociedade que se vê sem os recursos necessários disponíveis para pagar o valor de reembolso aos acionistas dissidentes que exerceram o recesso, a Lei da S.A. passou a prever, através do Parágrafo Segundo de seu Artigo 137, a possibilidade dos órgãos da administração da companhia convocarem nova assembleia geral com o objetivo de reconsiderar ou ratificar a deliberação que causou o direito de retirada caso entendam que o montante a ser pago a título de reembolso aos acionistas dissidentes ponha em risco a estabilidade financeira da companhia. Dessa forma, a partir da reconsideração da deliberação a partir da assembleia geral, cessam-se os efeitos do direito de recesso, e a relação da companhia com seus acionistas volta ao *status quo ante*.

A respeito da assembleia geral de retratação e seus efeitos, comentou Modesto Carvalhosa:

Tendo em vista que o recesso pode colocar em risco a estabilidade financeira da companhia, admitiu a lei que esta, diante do volume de pedidos de retirada, promova assembleia de retratação, tendo como ordem do dia ratificar a deliberação anteriormente tomada ou o seu cancelamento.

[...]

A eficácia dessa retratação é incontestável, cessando todos os efeitos do exercício do direito de recesso que, em consequência, tornam-se inoponíveis à companhia. Não cabe qualquer reparação ou indenização aos acionistas pela decisão retificadora de sua assembleia geral, já que se trata de preceito de ordem pública que atende ao princípio da permanência do capital social.⁵²

A companhia passa a contar, então, com um remédio contra a sua descapitalização em razão do pagamento de reembolso decorrente do exercício do direito de recesso por parte dos acionistas dissidentes.

A Lei das S.A. também estabeleceu que o direito de retirada poderia ser exercido em determinadas situações inscritas em outros dispositivos da lei que não Artigos 136 e 137. Dessa forma, o direito de retirada não seria causado apenas por dissenso em deliberações relativas às matérias de quorum legal qualificadas pelo Artigo 136 da Lei das S.A. O Decreto-lei nº 2.627/1940 já possuía uma hipótese nesse sentido, o

⁵² CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, 2º volume: artigos 75 a 137. 3ª ed. – São Paulo, Saraiva, 2011. 1079 p.

Artigo 150 do referido diploma, previa a possibilidade de recesso aos acionistas que dissentissem de deliberação relativa à transformação da companhia em outro tipo societário. Tal hipótese foi mantida pela Lei das S.A., que estabeleceu o direito de retirada em caso de transformação da companhia em outro tipo societário através de seu Artigo 221.

Além da transformação, a Lei das S.A. estabeleceu outras três hipóteses em que é garantido o direito do acionista de se retirar da sociedade, quais sejam: (i) aquisição do controle da companhia pelo poder público por meio de desapropriação das ações de sua emissão; (ii) conversão da companhia em subsidiária integral por meio da incorporação de suas ações; e (iii) aquisição de controle, pela companhia, de qualquer sociedade mercantil.

Concluí-se, a partir das mudanças trazidas ao direito de retirada pela Lei das S.A., que os acionistas minoritários passaram a contar com uma proteção muito maior aos seus investimentos. Com o aumento do número de hipóteses para exercício do direito de retirada e a possibilidade de exercê-lo sem ter que comparecer à assembleia geral e votar deixou tais acionistas menos vulneráveis às decisões dos controladores.

IV.4 – A Lei nº 7.958/1989 (Lei Lobão) – A retirada nos casos de reorganização societária e insegurança jurídica.

Durante a década de 1980, o país passava por uma grande crise financeira, na qual a acentuada queda nas cotações da bolsa de valores tornou o direito de retirada um mecanismo economicamente atraente. Isso porque ao contrário do usual, o valor de mercado das companhias encontrava-se abaixo de seu valor patrimonial, aquele utilizado no cálculo do reembolso no recesso. Dessa forma, passou a ser mais vantajoso dissentar daquelas deliberações que ensejavam o direito de retirada, para

exercer tal direito e alienar as ações à própria companhia por um valor superior àquele que seria adotado em uma eventual venda no mercado.

A respeito da conjuntura econômica do país àquela época, disse Luis Eduardo Bulhões Pedreira:

Os administradores de fundos, ainda quando reconheciam que a alteração aprovada pela assembléia era do interesse da companhia, se sentiam no dever de exercer o direito de retirada para aproveitar, em benefício dos quotistas, a oportunidade de realizar lucro especulativo. Essa situação tornava praticamente inviável a aprovação de modificações do estatuto [...].⁵³

As palavras de Luis Eduardo Bulhões Pedreira demonstram claramente como se formou a chamada “indústria do recesso”. Nessa conjuntura que surgiu a Lei nº 7.958/1988, mais conhecida pela alcunha de Lei Lobão, em razão do sobrenome de seu relator, o senador Edison Lobão. A exposição de motivos⁵⁴ da Lei Lobão justificava a necessidade das mudanças abarcadas pela dita lei com base no já exposto acima: a necessidade do desenvolvimento das sociedades brasileiras encontrava-se

⁵³ PEDREIRA, Luis Eduardo Bulhões. Direito das Companhias, vol. 1/ coordenadores Alfredo Lamy Filho; José Luiz Bulhões Pedreira. Rio de Janeiro, Forense, 2009. 337p.

⁵⁴ Estabelecia a exposição de motivos da Lei nº .7958/1989:

A providência legislativa é reclamada pelo desenvolvimento empresarial brasileiro, que tem sofrido sérios embaraços nos seus esforços de modernização e crescimento, em decorrência de dois obsoletos institutos legais, que conspiram contra a expansão das sociedades por ações e dificultam sua adaptação às condições atuais de mercado, produção e desenvolvimento.

Duas hipóteses dentre as enumeradas pelos art. 136 da Lei 6.404/76, mostram-se, na prática destes últimos dez anos, contrárias ao livre desenvolvimento de empresas constituídas pela modalidade de ações. Trata-se de incorporação, fusão ou cisão e participação em grupo de sociedade.

Tais providências quando decididas pelos sócios são salutares e benéficas para o desenvolvimento dos negócios sociais, não justificando, sobretudo na incorporação ou fusão, a retirada do dissidente para através de criação de embaraços obterem-se vantagens indevidas.

Na verdade a deliberação de tais providências sempre resulta em crescimento dos negócios sociais da própria companhia, quando incorporada ou naquela resultante de incorporação ou fusão.

Muitas e muitas companhias deixaram de valer-se dessas vantagens e estímulos legais pelo temor de sofrer o impacto de retirada de sócios, cujas ações devam ser pagas pelo valor do patrimônio líquido, e não pela cotação da bolsa, mesmo nas companhias de capital aberto.

A retirada por tal processo e sob tal critério equivale a uma liquidação parcial e desestimula, nacionalmente, as incorporações, as fusões e a formação de grupo societário, o que desatende à necessidade brasileira de expandir suas atividades empresariais em favor da economia da produção e do emprego.

A alteração da Lei 6.404/76, somente quanto a estes dois itens do art. 137. Corrigirá graves distorções sofridas pelas sociedades nacionais, em razão de preceitos ultrapassados e modernamente injustificáveis.

(Sala das Sessões, 28-6-89 – Edison Lobão)

limitada em razão do exercício do direito de retirada. Dessa forma, fazia-se necessário excluir determinadas hipóteses do exercício desse direito da Lei das S.A, quais sejam, incorporação, cisão ou fusão, e a participação em grupos de sociedades.

Logo após sua promulgação, em 21 de dezembro de 1989, após tramitação em tempo recorde, a Lei Lobão passou a receber uma enorme quantidade de críticas, tanto pela comunidade empresarial, como pela jurídica. As críticas abordavam, principalmente, o fato da lei não ter sido discutida publicamente com as comunidades empresarial e jurídica, a dita má técnica legislativa na redação e elaboração da lei, e o fato dela supostamente atender a interesses casuísticos que não foram mencionados através de sua exposição de motivos.

A respeito das críticas feitas à Lei Lobão, comentou Mauro Penteado:

A Bolsa de Valores de São Paulo, através de seu vice-presidente, não vislumbrou sentido na edição de “uma regra tão essencial como essa sem debate prévio”, reclamando que “o mercado não foi ouvido. Em tempos de democracia essa questão deveria ser levada a audiência pública” (jornal *Gazeta Mercantil*, de 16.1.90); a Associação Brasileira de Analista de Mercado do Extremo Sul, ABAMEC/SUL, denunciou que a lei representa “medida que só interessa aos grandes oligopólios e penaliza os acionistas minoritários” (mesmo jornal e Ed.); a ABAMEC/RIO, por sua vez, dirigiu carta ao Presidente da República pedindo a revogação da lei (*Gazeta Mercantil*, de 5.12.90); já para a União Nacional dos Acionistas Minoritários do Banco do Brasil – UNAMIB, a pretendida mudança da lei acionária “pode ser um engodo para facilitar os planos de privatização do Presidente eleito. A alteração, que impede o acionista minoritário de participar das questões gerenciais de uma empresa facilitará, sem dúvida, a privatização de companhias estatais” (mesmo jornal e Ed.). Lauro Salvador, ex-vice-presidente da FIESC, também criticou acerbamente a medida, estimando que “uma lei como a questionada, inconsistente, restritiva de direitos e concentradora de poder numa linha antidemocrática, como qualquer regra casuística formadora de privilégios está com seus dias contados” (*Gazeta Mercantil*, ed. de 10.12.30, p.5).⁵⁵

No mesmo sentido, afirmou Renata Brandão Moritz:

A nova lei, também conhecida como “Lei Lobão” – por ser seu Relator o Senador Edison Lobão – foi promulgada no final do ano de 1989, e logo cercada de

⁵⁵ PENTEADO, Mauro Rodrigues. *A Lei 7.958/89 e a Pretensa Modificação do Direito de Retirada dos Acionistas: uma discussão inócua* In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro n° 77, Ano XXIX, Janeiro-Março/1990. São Paulo, Editora Revista dos Tribunais. 30p.

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.⁵⁶

E também Modesto Carvalhosa:

O referido diploma [Lei nº 7.958/1989] cujo projeto foi tramitado, sem qualquer divulgação ou consulta às entidades representativas do mercado de valores mobiliários, e da classe jurídica e empresarial, foi aprovado, sem ter sido sequer submetido à discussão em plenário.

Não obstante este processamento sumário e clandestino, no apagar das luzes de 1989, a Lei 7.958, alterando a redação do *caput* do art. 137 da Lei 6.040, de 1976 (*sic*), aparentemente teria suprimido do elenco de matérias que, se aprovadas em assembléia geral, ensejam ao acionista dissidente o direito de retirada: as operações incorporação, fusão, cisão e a participação em grupo de sociedade.⁵⁷

A partir dos comentários transcritos acima, fica clara a polêmica originada acerca das reais motivações da Lei Lobão, principalmente pelo fato de a lei não ter sido objeto de qualquer consulta às comunidades interessadas ou de audiência pública. Apesar de alguns doutrinadores, como Mauro Penteadó⁵⁸, terem expressa e publicamente indicado quais seriam, em sua opinião, tais motivações, a alteração feita pela Lei Lobão tornou um aspecto a respeito do direito de retirada extremamente claro: sua disciplina estaria sempre aliada aos interesses do Estado.

⁵⁶ MORITZ, Renata Brandão. *As Hipóteses de Recesso na Lei das Sociedades Anônimas* In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro nº 101, Ano XXXV, Janeiro-Março/1996. São Paulo, Editora Revista dos Tribunais. 68p.

⁵⁷ CARVALHOSA, Modesto. *A Lei 7.958, e 20.12.89, e o direito de retirada dos acionistas dissidentes* In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro nº 96, Ano XXXII, Outubro-Dezembro/1994. São Paulo, Editora Revista dos Tribunais. 21p.

⁵⁸ Em seu artigo publicado na Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro nº 77, Ano XXIX, Janeiro-Março/1990, Mauro Penteadó afirmou:

A mais grave acusação feita ao diploma legal comentado [Lei nº 7.958/1989] – aliás gravíssima, porque proveniente de autoridade governamental, o Consultor-Geral da República, Dr. Clóvis Ferro Costa (cf. Gazeta Mercantil, de 15.1.90 e O Estado de S. Paulo, de 11.1.90) – é a que a modificação intentada [...] visou beneficiar determinada empresa. Segundo declarações da referida autoridade ao último jornal citado “a mudança do art. 137 da Lei das Sociedades Anônimas foi feita para beneficiar a VARIG, que pretende incorporar a Cruzeiro do Sul numa única companhia aérea”; aduz o aludido matutino que “[...] Cerca de 20% do capital da Cruzeiro continua em mãos de acionistas minoritários que, em caso de unificação, teriam o direito de recesso, ou seja, de receber pelas ações com base no valor patrimonial da empresa”

Para se acrescentar a já polêmica criação da Lei Lobão, sua redação acabou por gerar tanta, ou até mais, polêmica do que suas motivações. Seu enxuto texto continha o que segue:

Art. 1º O caput do art. 137 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, passa a vigorar com a seguinte redação:

"Art. 137. A aprovação das matérias previstas nos incisos I, II, IV, V e VII do art. 136 desta Lei 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."

Art. 2º Esta Lei entra em vigor na data de sua publicação.

Art. 3º Revogam-se as disposições em contrário.

Em uma primeira leitura fica evidente a intenção do legislador de excluir as hipóteses de incorporação, fusão ou cisão, e de participação em grupo de sociedades, como causadoras do direito de retirada. No entanto, a partir de uma leitura global da Lei das S.A. após as mudanças promovidas pela Lei Lobão fica clara a incoerência entre a exclusão da menção ao inciso VI pelo artigo 137 da Lei das S.A. e redação inalterada do artigo 230 do mesmo diploma, que continuou a vigor nas seguintes palavras:

Art. 230. O acionista dissidente da deliberação que aprovar a incorporação da companhia em outra sociedade, ou sua fusão ou cisão, **tem direito de retirar-se da companhia, mediante o reembolso do valor de suas ações (artigo 137)**. Parágrafo único. O prazo para o exercício desse direito será contado da publicação da ata da assembléia que aprovar o protocolo ou justificação da operação, mas o pagamento do preço de reembolso somente será devido se a operação vier a efetivar-se. (grifou-se)

A falha na alteração da Lei das S.A. logo provocou um imenso debate na doutrina, dividindo os maiores nomes do Direito Comercial acerca do fato da Lei Lobão ter ou não excluído a hipótese de exercício do direito de retirada pelos acionistas dissidentes de deliberação que aprovasse a incorporação, fusão ou cisão da companhia.

Posicionando-se contra a exclusão da hipótese de exercício do direito de retirada em caso de incorporação, fusão ou cisão, afirmou Modesto Carvalhosa:

Assim, a tristemente célebre “Lei Lobão” não excluiu o direito de recesso naquelas hipóteses por não ter, com efeito, revogado o art. 230 da Lei das S.A., que permaneceu em vigor apesar dessa tentativa legislativa escandalosamente casuística de supressão de direitos dos acionistas minoritários para atender aos interesses de uma então poderosa companhia.⁵⁹

No mesmo sentido, Mauro Penteadou comentou:

Se não houve sequer a cautela elementar do exame da íntegra da vigente lei acionária, para que a *mens legislatoris*, declarada na Justificativa do projeto, pudesse efetivamente ganhar eficácia, com a modificação do Direito positivo em vigor – o que não ocorreu – é pouco provável que o legislador de 1989 tenha consultado as obras específicas sobre o tema, ou mesmos os comentários por artigo da Lei 6.404, de fácil e útil leitura, todos eles chamando a atenção para a *dupla afirmação do direito de recesso*, nas hipóteses analisadas.

[...]

[...] o transcrito art. 137, quando se reporta aos itens I, II e VI 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 nas hipóteses de incorporação, fusão e cisão está disciplinado, com suas peculiaridades, no art. 230 da Lei 6.404 [...] As *peculiaridades* de algumas hipóteses de recesso, como bem observou Lucas Rezende, 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, esta *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.

[...]

De tudo o que foi exposto, dúvidas não ensombram que a Lei 7.958/89, por haver tão-somente subtraído do art. 137 as remissões feitas aos incs. VI e VIII do art. 136 da lei acionária, não logrou eliminar, como tencionava o autor do projeto 182/89, o direito de retirada nas operações de incorporação, fusão, cisão e constituição de grupos de sociedades.⁶⁰

E Paulo Salvador Frontini:

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 de Sociedades Anônimas que mantiveram intocado o direito de recesso.

⁵⁹ CARVALHOSA, Modesto. Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, 2º volume: artigos 75 a 137. 3ª ed. – São Paulo, Saraiva, 2011. 1053p.

⁶⁰ PENTEADO, Mauro Rodrigues. *A Lei 7.958/89 e a Pretensa Modificação do Direito de Retirada dos Acionistas: uma discussão inócua* In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro nº 77, Ano XXIX, Janeiro-Março/1990. São Paulo, Editora Revista dos Tribunais. 46-48 p.

Assim ,basta invocar o critério sistemático de exegese para compreender-se o intenso vigor dos argumentos doutrinários acatados no aresto.⁶¹

E também Norma Jonnsen Parente:

O direito de recesso na incorporação, fusão e cisão de sociedades está expressamente previsto no art. 230 da Lei de Sociedades Anônimas, que não foi revogado pelo art. 1º da Lei 7.958/89, pois com ele não conflita, porque: 1) o cumprimento do art. 230 não implica na violação da Lei 6.404/76; 2) a norma do art. 230 da Lei 6.404/76 não é incompatível com o art. 1º da Lei 7.958/89; 3) tais normas não se contradizem; 4) para obedecer o art. 230 da Lei Societária o receptor não precisa desobedecer à Lei 7.958/89; 5) ambos os dispositivos são permissivos; 6) não existe contradição entre normas permissivas; e 7) tratam-se de dois conjuntos diferentes, que seque interseção têm e não são mutuamente excludentes.⁶²

A Lei Lobão fez com que a doutrina se dividisse em torno de sua eficácia. De um lado havia aqueles que sustentavam contra o fato de a referida lei ter sido bem sucedida na exclusão do direito de retirada nas hipóteses de incorporação, fusão e cisão da companhia, e do outro, aqueles que defendiam a lei, apesar da falha em não revogar o Artigo 230 da Lei das S.A., afirmando que havia sido bem sucedida na exclusão do direito de retirada nas hipóteses anteriormente mencionadas.

Nesse sentido, posicionou-se Alfredo Lamy Filho:

As alegações de inoperância no referente ao direito de retirada em matéria de incorporação, fusão e cisão, decorrem do fato de a nova lei reportar-se, apenas, ao art. 137, omitindo o art. 230, em que os mesmos institutos são referidos, com reafirmação do direito de retirada. Seria um “bis in idem”, segundo opinam. Agüiu-se, ainda, que o direito de recesso existe em vários outros dispositivos da Lei 6.404/76, que não foram atingidos pela Lei nova.

[...]

Acentue-se, desde logo, que o art. 230 – no qual se pretende firmar o raciocínio de que o recesso não está revogado no caso de cisão ou incorporação – faz *remissão expressa ao artigo 137 objeto da alteração introduzida pela nova Lei*. Ademais, o art. 230 foi inserido na Lei porque alterava o direito de recesso nos casos a que se referia, alcançava sociedades de outros tipos (não apenas companhias) e estabelecia diferença na contagem do prazo para o exercício do direito de recesso. Não há, pois “bis in idem” – como, inadvertidamente, chegou-se a afirmar, pois havia alteração acessória introduzida pela lei, embora vinculada

⁶¹ FRONTINI, Paulo Salvador. *Sociedade Anônima – Direito de Retirada – Recesso de Dissidente – Lei Lobão: Um precedente judicial* In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro n° 86 Ano XXXI, Abril-Junho/1992. São Paulo, Editora Revista dos Tribunais. 76p.

⁶² PARENTE, Norma Jonnsen. *O Direito de Recesso na Incorporação, Fusão ou Cisão de Sociedades* In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro n° 97, Anox XXXIV. Janeiro-Março/1995. 75p.

expressamente ao artigo 137 – que é o preceito matriz, a regra geral, a pedra angular de toda a construção do problema do direito de retirada.⁶³

Afirma também, o renomado jurista, juntamente com José Luiz Bulhões Pedreira, que *a Lei pretendeu, justamente, excluir as hipóteses em exame [incorporação, fusão e cisão], incluídas no artigo 137, fê-lo, e ao intérprete não cabe julgar a Lei, mas entendê-la e aplicá-la*⁶⁴.

A celeuma em torno da aplicabilidade da Lei Lobão em relação ao exercício do direito de retirada em razão de deliberações concernentes à incorporação, fusão e cisão acabou, evidentemente, no judiciário. Um dos precedentes judiciais mais conhecidos a respeito do tema, TAMG – AC 116.737-1-MG, de relatoria do Juiz José Brandão, comungou da opinião de Mauro Penteadado para decidir que a Lei Lobão não excluiu a hipótese de direito de retirada nos casos de incorporação, fusão e cisão. O caso em tela, que tratava da incorporação das Companhias Telefônicas de Pará de Minas e de Ituiutaba pela Empresa Telefônica de Uberaba S.A

Nos termos do referido acórdão, consta o seguinte:

Comungo com a opinião do autor citado [Mauro Penteadado], de que o art. 137 da Lei 6.404 enuncia em caráter não exaustivo e não conclusivo as hipóteses de retirada, por remissão ao art. 136, que versa sobre matérias que exigem *quorum* qualificado para deliberação em assembléia-geral extraordinária.

Esclarece Mauro Penteadado que a regra geral do art. 137 foi reafirmada no art. 230, para casos de incorporação, fusão ou cisão previstas as normas especiais no art. 264, §§ 3º e 4º.⁶⁵

Cabe dizer também que, nesse mesmo sentido, a CVM se manifestou, no âmbito de processo administrativo, contrária a derrogação do direito de retirada pela Lei Lobão.⁶⁶

⁶³ LAMY FILHO, Alfredo. *O Direito de Retirada no Brasil* In: Revista de Direito Renovar nº 2. 1995 Maio-Agosto . São Paulo, Renovar. 20p.

⁶⁴ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A. (Pareceres)* – 3ª Edição, Rio de Janeiro, Renovar, 1997. 350p.

⁶⁵ TAMG – AC 116.737-1-MG *Apud* FRONTINI, Paulo Salvador. *Sociedade Anônima – Direito de Retirada – Recesso de Dissidente – Lei Lobão: Um precedente judicial* In:Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro nº 86 Ano XXXI, Abril-Junho/1992. São Paulo, Editora Revista dos Tribunais. 73p.

De todo modo, a Lei Lobão, independentemente da opinião que prevaleceu na doutrina e jurisprudência, causou grande insegurança jurídica à época, afetando, negativamente o mercado durante sua vigência.⁶⁷

IV.5 – A MP nº 1.179/1995 – PROER e o Direito de Retirada nas Instituições Financeiras.

O direito de retirada sofreu mais uma alteração com a edição da Medida Provisória nº 1.179, de 03 de novembro de 1995. A referida Medida Provisória, que criou o Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (PROER), que objetivava, nos termos do artigo 1º da referida Medida Provisória, *assegurar a liquidez e solvência* ao Sistema Financeiro Nacional.

A MP 1.179, determinava, posteriormente corrigida pela Medida Provisória 1.214, de 5 de dezembro de 1995, que às reorganizações societárias das sociedades inseridas no PROER, não seriam aplicados os artigos 230; 254; 255; 256, parágrafo 2º; 264, parágrafo 3º; e 270, parágrafo único da Lei das S.A.⁶⁸

Apesar de inicialmente ter feito referência apenas ao artigo 230 da Lei das S.A., o legislador, ao contrário do ocorrido na Lei Lobão, precaveu-se e reeditou a MP 1.179, através da Medida Provisória 1.214/1995, e enumerou todos os artigos da Lei das S.A. que se referiam às reorganizações societárias.

⁶⁶ Vide Processo CVM 90/1742-9, apreciado pelo Colegiado da CVM na Reunião nº 36, em 18 de outubro de 1991, <http://www.cvm.gov.br/port/descol/resp.asp?File=1991-036D17e18101991.htm> (consultado em 11 de junho de 2013).

⁶⁷ PEDREIRA Luis Eduardo Bulhões. Direito das Companhias, vol. 1/ coordenadores Alfredo Lamy Filho; José Luiz Bulhões Pedreira. Rio de Janeiro, Forense, 2009. 338p.

⁶⁸ Disciplinava o artigo 3º da MP 1.179:

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

A respeito da mudança trazida pela MP 1.179 comentou Modesto Carvalhosa:

Tratava-se de uma nova medida restritiva do direito de retirada do minoritário, sob a argumentação de que o seu exercício poderia prejudicar o processo de concentração das instituições financeiras tido como saudável pelo governo federal.

Naturalmente, com essa “inovação” contida no artigo 3º da citada Medida Provisória n. 1.179, de 1995, os *controladores* das instituições financeiras foram beneficiados, pois não precisavam pagar o valor do reembolso das ações dos minoritários dissidentes nas operações reestruturação societária, obviamente em detrimento dos direitos destes.⁶⁹

A MP 1.179, teve seu conteúdo reeditado inúmeras vezes em novas Medidas Provisórias, por conta da expiração de seu prazo de validade, até ser finalmente convertida em lei, a atual Lei nº 9.710, de 19 de novembro de 1998.

Apesar da mudança trazida pela MP 1.179 ter sido pontual, no sentido de que atingia apenas uma situação muito específica, a das instituições financeiras participantes do PROER. Deve-se levar em conta que sua edição representou, mais uma vez, a institucionalização do direito de retirada no direito brasileiro. O país encontrava-se em meio a uma crise bancária na qual diversas instituições financeiras passaram por dificuldade e se tornaram insolventes. Dessa forma, a exclusão do direito de retirada nos casos de reorganização societária das instituições financeiras no âmbito do PROER evitava que os minoritários das referidas instituições exercessem o recesso e, por consequência, obrigassem às sociedades a pagarem o reembolso, o que poderia ser extremamente danoso a tais sociedades que se encontravam com problemas de insolvência e liquidez.

IV.6 – A Lei nº 9.457/1997 (Lei Kandir) – A Indústria do Recesso e período da desestatização.

⁶⁹ CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, 2º volume: artigos 75 a 137. 3ª ed. – São Paulo, Saraiva, 2011. 1054p.

À mesma época da edição da MP 1.179, que modificou o exercício do direito de retirada nas instituições financeiras, um novo diploma legal modificou a Lei das S.A. para, mais uma vez, alterar o funcionamento do direito de retirada.

A Lei nº 9.457, de 5 de maio de 1997, de autoria do Deputado Antonio Kandir, cujo sobrenome serviu de alcunha à referida lei, revogou a Lei Lobão, ao mesmo tempo implementou novas modificações ao direito de retirada.

Primeiramente, a Lei Kandir alterou substancialmente o requisito de titularidade de ações do direito de retirada. Anteriormente, exigia-se que o acionista dissidente fosse titular das ações com as quais desejasse exercer o direito de retirada à data da realização da assembleia geral na qual fosse deliberada a matéria com a qual dissentisse. A lei de 1997 alterou esse dispositivo de maneira que passou a ser obrigatória a titularidade das ações à data da primeira publicação do edital de convocação ou fato relevante, se anterior. Com isso, buscou-se evitar aqueles investidores que, de má-fé, adquirissem ações da companhia após a publicação da ordem do dia para propositalmente dissentirem na deliberação e exercerem o recesso.

Em relação às matérias que ensejam do direito de retirada, a Lei nº 9.457/1997 excluiu a possibilidade do exercício do direito de retirada motivado pelas deliberações relativas às seguintes matérias: (i) cisão, (ii) cessação do estado de liquidação da companhia, e (iii) dissolução da companhia.

As medidas de exclusão do direito de retirada nas matérias citadas acima, principalmente no caso da cisão, foram apontadas pelos doutrinadores à época como um casuísmo, em razão de ser interessante ao governo àquela época promover a cisão de diversas companhias públicas no âmbito do Programa Nacional de Desestatização.

À respeito do tema, comentou Modesto Carvalhosa:

O legislador de 1997 retirou o direito de recesso nos casos de *cisão* da companhia, favorecendo a execução do Plano Nacional de Desestatização, principalmente para promover a *divisão* da Telebrás em várias empresas e, posteriormente, privatizá-las sem ter de pagar o valor do reembolso aos acionistas minoritários eventualmente dissidentes.⁷⁰

A fundamentação da Lei nº 9.457/1997 também foi abordada por Nelson Eizirik:

Essa lei [nº 9.457/1997] teve, dentre seus objetivos principais, “flexibilizar” o recesso com 2 (duas) finalidades: (i) favorecer os processos de concentração empresarial das companhias nacionais, para permitir-lhes competir com as multinacionais; e (ii) reduzir o custo, para o Governo, da privatização de empresas estatais concessionárias de serviços públicos, especialmente nos setores de telecomunicações e de geração e distribuição de energia elétrica.⁷¹

Anna Luisa Prisco Paraíso afirmou, no mesmo sentido:

Sem dúvida, a nova lei teve como objetivo agilizar as privatizações de empresas paraestatais, operações estas que foram planejadas para serem feitas por setores, exigindo-se, assim, uma reorganização societária que as novas regras visaram facilitar.⁷²

Ademais, além de excluir a possibilidade de exercício do direito de retirada nas hipóteses supra mencionadas, a Lei nº 9.457/1997 modificou o recesso pelos acionistas nos casos de criação de novas ações preferenciais, aumento de classes já existentes e modificação de preferências, vantagens e condições de resgate. Nesse sentido, o inciso *I* do Artigo 136 da Lei das S.A., teve sua redação alterada de maneira que o ordinaristas também pudessem ter direito de retirada em caso de criação ou aumento desproporcional de ações preferenciais. O referido inciso passou a ter a seguinte redação:

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;

⁷⁰ CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, 2º volume: artigos 75 a 137. 3ª ed. – São Paulo, Saraiva, 2011. 1054p.

⁷¹ EIZIRIK, Nelson Laks. A Lei das S.A Comentada, Volume II – Arts. 121 a 188. São Paulo, Quartier Latin, 2011. 204p.

⁷² PARAÍSO, Anna Luisa Prisco. O Direito de Retirada na Sociedade Anônima. 2ª Edição. Rio de Janeiro, Lumen Juris, 2000. 207p.

Por outro lado, o exercício do direito de retirada no caso de aprovação de matérias incluídas nos incisos *I* e *II* do Artigo 135 da Lei das S.A. foi enrijecido de modo que somente no caso que a deliberação causasse prejuízo ao acionista este poderia retirar-se da companhia. Essa restrição foi introduzida na lei por meio da criação do inciso *I* no Artigo 137 da Lei das S.A., preservado até hoje, que determina que *nos casos dos incisos I e II do art. 136, somente terá direito de retirada o titular de ações de espécie ou classe prejudicadas.*

O entendimento de que o acionista deveria ser comprovadamente prejudicado para exercício do direito de retirada no caso de aprovação de matéria relativa aos incisos *I* e *II* do Artigo 136 da Lei das S.A. em sede de assembleia geral já havia sido pacificado, inclusive, na jurisprudência, através do Recurso Especial nº 31.515-SP de relatoria do Ministro Sálvio de Figueiredo Teixeira:

Comercial. Sociedade Anônima. Direito de recesso pela criação de ações preferenciais. Necessidade de ocorrência de prejuízo como pressuposto de retirada (arts. 136, I e 137 da Lei n.º 6.404/76). Recurso desacolhido. O direito de retirada do sócio da sociedade anônima inconformado com a deliberação de criação de nova classe de ações preferenciais não é ilimitado, dependendo, assim, da demonstração de prejuízo em seu desfavor, sob pena de se transformar o recesso em mera venda de ações, o que escapa à finalidade do instituto.⁷³

A Lei 9.457/1997 também trouxe uma outra inovação importante, foi alterado o parágrafo 1º do Artigo 136 da Lei das S.A., o qual previa a assembleia especial de ratificação de deliberações relativas às matérias inscritas nos incisos *I* e *II* do mesmo artigo. Até então, o referido parágrafo dispunha apenas que as deliberações tomadas em sede de assembleia geral relativas às matérias relativas à criação de ações preferenciais, aumento de classe de ações sem guardar proporção com as demais, e alteração de preferências, vantagens e condições, deveriam ser ratificadas por assembleia especial convocada com esse fim. Ocorre que o legislador não

⁷³ REsp. nº 31.515-SP *Apud* MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. Reflexões sobre o direito de recesso na Lei de Sociedade por Ações In: Reforma da Lei das Sociedades Anônimas/ Coordenador: Jorge Lobo, 2ª Edição. Rio de Janeiro, Forense, 2002. 286p.

havia estabelecido um prazo para a realização de tal assembleia especial. Nesse sentido, a nova redação do parágrafo 1º do Artigo 136 veio cumprir esse papel, tendo sua redação passado a vigorar da seguinte maneira:

§ 1º Nos casos dos incisos I e II, a eficácia da deliberação depende de prévia aprovação ou da ratificação, em prazo improrrogável de um ano, por titulares de mais da metade de cada classe de ações preferenciais prejudicadas, reunidos em assembleia especial convocada pelos administradores e instalada com as formalidades desta Lei.

A assembleia especial passou, então, a ter o prazo improrrogável de um ano para ser realizada e ratificar, ou não a deliberação tomada na assembleia geral. Tal dispositivo é de suma importância, já que, a partir de sua ratificação, ela que dá eficácia ao recesso. A respeito disso, comentou Francisco Müssnich:

A assembleia especial é condição de eficácia da deliberação da assembleia geral extraordinária em relação àquela matéria. Sem o atendimento deste pressuposto, a decisão assemblear simplesmente não produz qualquer efeito no mundo jurídico, sendo completamente ineficaz.⁷⁴

A Lei nº 9.457/1997 também trouxe mudanças relevantes para da Lei das S.A.. em relação ao exercício do recesso nas hipóteses de alteração do dividendo obrigatório, incorporação, fusão, e participação no grupo de sociedades foi também alterada.

Em relação à matéria de alteração do dividendo obrigatório, a Lei nº 9.457/1997 alterou o texto do artigo 136 da Lei das S.A. que determinava que a “alteração” do dividendo obrigatório consistia em matéria de quorum qualificado. A partir da vigência da desta lei, apenas a somente as alterações que importassem em “redução” do dividendo obrigatório passou a ser considerada como matéria de quorum qualificado. Tal mudança foi de grande pertinência, tendo em vista que apenas a redução, e não qualquer modificação, afeta significativamente de maneira negativa a relação do acionista para com a companhia. Como consequência da alteração da

⁷⁴ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *Reflexões sobre o direito de recesso na Lei de Sociedade por Ações* In: Reforma da Lei das Sociedades Anônimas/ Coordenador: Jorge Lobo, 2ª Edição. Rio de Janeiro, Forense, 2002. 293p.

redação do artigo 136 a respeito da redução do dividendo obrigatório, o exercício do direito de recesso foi também modificado para apenas a referida situação.

Já em relação às demais matérias, a Lei nº 9.457/1997 incluiu um mecanismo semelhante à *market out exception* do direito americano, já abordada no segundo capítulo do presente trabalho. Ao artigo 137 da Lei das S.A. foi acrescentado o inciso *II* o qual determinava que o exercício do direito de retirada nas hipóteses dos incisos *IV* e *V* do artigo 136 da Lei das S.A. seria limitado aos acionistas portadores 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 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;

O legislador passou, então, a fazer uma importante distinção no âmbito do direito de retirada, aquela entre os acionistas das companhias abertas e os das companhias fechadas. É certo que os acionistas titulares de ações de sociedades anônimas de capital fechado têm uma dificuldade muito maior para se desfazer de suas ações do que aqueles titulares de ações de sociedades anônimas de capital aberta. Nesse sentido, o legislador limitou a garantia do direito de retirada de forma incondicional apenas aos primeiros. Como o fato da companhia possuir ações negociadas no mercado de capitais não é garantia de sua liquidez e/ou dispersão, o legislador acrescentou os parâmetros acima transcritos como exigências ao exercício do direito de retirada por tais acionistas.⁷⁵

É importante ressaltar que, apesar do legislador ter incluído a palavra *e* entre os itens *a* e *b* do inciso *II* do artigo 137 da Lei das S.A., gerou-se um grande debate em torno dos parâmetros insculpidos pelo dispositivo se estes seriam alternativos, cumulativos ou complementares.

⁷⁵ PEDREIRA, Luis Eduardo Bulhões. Direito das Companhias, vol. 1/ Coordenadores: Alfredo Lamy Filho; José Luiz Bulhões Pedreira. Rio de Janeiro, Forense, 2009. 358p.

A respeito da criação dos parâmetros de liquidez e dispersão e de sua aplicação, dissertou Modesto Carvalhosa:

A “justificativa” para a exclusão na Lei n. 9.457, de 1995 (sic), do direito de retirada nessas hipóteses [incorporação, fusão e participação em grupo de sociedades] residia no fato de que, tendo as ações *liquidez*, bastaria ao acionista dissidente *vender* suas ações *no mercado* e retirar-se da companhia, não havendo necessidade de obrigar esta última a reembolsá-lo.

Dessa forma, entendeu o legislador de 1997 que, quando as ações possuem *status* de plena *negociabilidade*, consoante presunção legal, não há por que exigir a descapitalização da companhia, com todos os riscos patrimoniais que poderão advir do pagamento aos acionistas dissidentes do valor do reembolso de suas ações.

Ademais, a Lei n. 9.457/97 *não* exigia para a exclusão do direito de recesso que as ações atendessem *simultaneamente* às *duas* exigências previstas nas alíneas *a* e *b* do inciso II do art. 137. Bastava que fossem dotadas de *liquidez* ou de *dispersão* para que seus titulares estivessem impedidos de exercer o direito de recesso.

Esse foi o objetivo visado pelo legislador de 1997, qual seja, não descapitalizar a companhia quando encontrassem as ações por ela emitidas *índices ideais* de negociabilidade *ou* de dispersão no mercado.⁷⁶

A Lei Kandir ainda merece destaque em relação ao novo tratamento dado ao reembolso. Até então o valor pago pela ações dos acionistas dissidentes que exercessem o direito de retirada era obrigatoriamente baseado no valor patrimonial das ações, por força legal do Parágrafo 1º do Artigo 45 da Lei das S.A., a não ser que o estatuto social da companhia previsse de forma diversa que, no entanto, não poderia resultar em valor inferior àquele aferido pelo valor patrimonial. A Lei 9.457/1997 estabeleceu uma exceção à essa regra, modificando o parágrafo primeiro para que este passasse a prever a possibilidade de que o reembolso fosse calculado com base no valor econômico das ações de titularidade dos retirantes. O referido dispositivo passou a prever então:

§ 1º O estatuto pode estabelecer normas para a determinação do valor de reembolso, que, entretanto, somente poderá ser inferior ao valor de patrimônio líquido constante do último balanço aprovado pela assembléia-geral, observado o disposto no § 2º, se estipulado com base no valor econômico da companhia, a ser apurado em avaliação (§§ 3º e 4º).

⁷⁶ CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, 2º volume: artigos 75 a 137. 3ª ed. – São Paulo, Saraiva, 2011. 1055p.

Tal mudança foi aplaudida por parte da doutrina, que entende que o valor econômico seria mais justo que o patrimonial. Nessa posição encontra-se, por exemplo, Francisco Müssnich, que a respeito do assunto, comentou:

O critério econômico também pode ser percebido como mais adequado simplesmente por ser absolutamente costumeiro, pois que no momento de se adquirir as ações de uma companhia, o critério patrimonial jamais é utilizado. O preço de compra é sempre correspondente ao valor econômico, ou ao valor de mercado da ação, sendo o valor patrimonial absolutamente ineficaz para esta finalidade.⁷⁷

Nelson Eizirik também comentou a respeito dos critérios de valor patrimonial e valor econômico, tecendo críticas à utilização do primeiro e elogiando a adoção do segundo, conforme abaixo, sendo citado por Francisco Müssnich:

Como valor do patrimônio líquido é, o mais das vezes, bastante superior ao valor econômico ou ao valor de Bolsa, tal dispositivo constituía um incentivo à “indústria do recesso”, onerando eventuais operações legítimas da companhia, porém ensejadoras do direito de recesso.

Com a nova redação dada ao §1º do art. 45, admite-se que o estatuto estipule o preço de reembolso com base valor econômico da companhia, apurado em avaliação, nos termos dos §§ 3º e 4º do mesmo artigo.

O valor econômico corresponde à perspectiva de rentabilidade da companhia, ou seja, ao seu fluxo de caixa descontado, nos próximos anos. Trata-se de uma avaliação ‘dinâmica’ da companhia, enquanto atividade empresarial, em contraposição à avaliação ‘estática’, centrada no valor patrimonial.⁷⁸

As mudanças trazidas pela Lei Kandir trouxeram polêmica assim como aquelas intentadas pela Lei Lobão, porém, nesse caso, sua aplicabilidade não encontrou questionamentos por parte da doutrina, apenas críticas afirmando que ela traria benefícios ou prejuízos às companhias. A favor das mudanças disciplinadas pela Lei Kandir, Anna Luisa Prisco Paraíso comentou:

Parece-nos que a nova lei [nº 9.457/1997] avançou ao tratar de tão importante direito, pois que representa um contrapeso ao poder da maioria, mas sem contudo impedir a dinâmica moderna das concentrações empresariais, que visam ao

⁷⁷ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *Reflexões sobre o direito de recesso na Lei de Sociedade por Ações* In: Reforma da Lei das Sociedades Anônimas/ Coordenador: Jorge Lobo, 2ª Edição. Rio de Janeiro, Forense, 2002. 288p.

⁷⁸ EIZIRIK, Nelson Laks, citado por MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *Reflexões sobre o direito de recesso na Lei de Sociedade por Ações* In: Reforma da Lei das Sociedades Anônimas/ Coordenador: Jorge Lobo, 2ª Edição. Rio de Janeiro, Forense, 2002. 288p.

aumento de competitividade e maior produtividade, gerando o que toda Sociedade Anônima tem por objetivo essencial, agregar capitais.⁷⁹

Apesar de também servir aos interesses institucionais do governo à época, a Lei nº 9.457/1997 representou uma evolução à utilização do direito de retirada que já havia sido aplicada nos demais países décadas antes (vale ressaltar que, conforme já abordado no presente trabalho, a Itália e os Estados Unidos reduziram as possibilidades do exercício do direito de retirada em meados do século XX). Nesse sentido, encontra-se a nova exigência de liquidez e dispersão das ações criada para exercício do direito de retirada em casos de fusão e incorporação. Tal regra demonstra que o legislador passou a diferenciar o direito de retirada em sociedades anônimas abertas e fechadas, como já mencionado nesse capítulo, e impossibilitou aqueles que poderiam alienar suas ações com facilidade no mercado de se beneficiarem através do direito de retirada e, ao mesmo tempo, prejudicar a companhia.

IV.7 – A Lei nº 10.303/2001 – Fortalecimento do Mercado de Capitais e o Estado como Minoritário.

No início do século XXI houve a última alteração à disciplina do direito de retirada até a presente data. Tal alteração se deu através da Lei 10.303, de 31 de outubro de 2011, que, numa direção contrária aos últimos diplomas legais, aumentou o número de hipóteses nas quais o acionista dissidente pode exercer o direito de retirada. Essa mudança de orientação na legislação tinha objetivo de restabelecer o mercado de capitais brasileiro, atraindo mais uma vez o investimento popular, sendo, dessa maneira, interessante aumentar o rol de hipóteses nas quais o recesso poderia ser exercido.

⁷⁹ PARAÍSO, Anna Luisa Prisco. O Direito de Retirada na Sociedade Anônima. 2ª Edição. Rio de Janeiro, Lumen Juris, 2000. 207p.

A promulgação da Lei nº 10.303/2001 foi muito comentada pelos juristas. A nova orientação do legislador a respeito do direito de retirada recebeu críticas por parte daqueles que entendiam que a referida lei possuía outras motivações para a expansão do rol de hipóteses nas quais o acionista poderia se retirar da companhia. A respeito disso, afirmaram Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik:

Na reforma societária de 2001, visa-se *fortalecer* o direito de recesso, com vistas a melhor tutelar os interesses das minorias acionárias.

Por outro lado, atende a Lei nº 10.303/2001, casuisticamente, aos interesses do Governo, que, já tendo realizado praticamente todas as privatizações desejadas, passou a deter *posições minoritárias* em várias companhias privatizadas, por meio, principalmente, do BNDESPAR, favorecendo-lhe, assim a revitalização do direito de recesso.⁸⁰

Em relação às mudanças trazidas pela Lei nº 10.303/2001 à disciplina do direito de retirada, destacam-se: (a) alteração da hipótese do direito de retirada em caso de criação de ações preferenciais ou aumento de classe sem guardar proporção com as demais classes de ações preferenciais, (b) modificação dos critérios de dispersão e liquidez, aplicados no caso de fusão, incorporação e entrada em grupo de sociedades, bem como o estabelecimento de que tais critérios são cumulativos e não alternativos, e (c) a volta da hipótese do direito de retirada, mas com restrições.

Em relação à primeira mudança mencionada acima, a Lei nº 10.303/2001 alterou a redação do inciso *I* do Artigo 136 da Lei das S.A., de maneira que este passasse a prever que caberia o exercício do direito de recesso em caso de *criação de ações preferenciais ou aumento de classe de ações preferenciais existentes, sem guardar proporção com as demais classes de ações preferenciais, salvo se já previstos ou autorizados pelo estatuto*. Dessa maneira, no caso de aumento de classe de ações preferenciais, o direito de retirada passou a ser exercível, apenas quando tal aumento não guardasse proporção com as demais classes de ações

⁸⁰ CARVALHOSA, Modesto. A Nova Lei das Sociedades Anônimas/ Modesto Carvalhosa; Nelson Laks Eizirik. São Paulo, Saraiva, 2002. 272p.

preferenciais. Nesse sentido, passaram a poder ser considerados prejudicados pela deliberação que aumenta classe de ações preferenciais:

(a) os titulares de ações ordinárias, se o aumento de ações preferenciais é proporcionalmente maior do que o das ordinárias, por os direitos dessas passam a ser subordinados aos de maior quantidade de ações preferenciais; (b) os titulares de ações preferenciais de classe cujas vantagens são subordinadas às da classe aumentada, cuja situação se equipara à dos acionistas ordinários; e (c) os titulares de ações da classe aumentada, porque maior número de ações passa a ter as mesmas vantagens das ações existentes.⁸¹

Cabe ressaltar que foi mantida a determinação do inciso I do Artigo 137 da Lei das S.A., que determina a obrigação de comprovar o prejuízo causado pela criação de ações preferenciais ou aumento de classe sem guardar proporção com as demais classes de ações preferenciais.

A Lei nº 10.303/2001 também promoveu alterações aos critérios de liquidez e dispersão estabelecidos no inciso II do Artigo 137 da Lei das S.A., critérios estes utilizados para excluir o direito de retirada para ações de companhias abertas. Tais alterações envolveram, primeiramente, na modificação da estrutura do inciso II de modo a estabelecer que tais critérios fossem cumulativos, ao contrário da redação anterior que permitia a leitura de modo que os critérios fossem alternativos.

Ademais, foi modificado também o conceito dos critérios de liquidez e dispersão, que passaram a determinar que a ação seria (i) líquida, quando sua espécie ou classe integrar índice geral representativo de carteira de ações admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários definido pela CVM, e (ii) dispersa, quando o acionista controlador detiver menos da metade das outras ações de sua espécie ou classe.

A nova determinação de que os critérios de liquidez e dispersão devem ser aferidos em relação à espécie e classe das ações fez com que fosse possível que nem todos acionistas da companhia possuam direito de recesso em caso de deliberação relativa à fusão, incorporação ou

⁸¹ PEDREIRA, Luis Eduardo Bulhões. Direito das Companhias, vol. 1/Coordenadores: Alfredo Lamy Filho; José Luiz Bulhões Pedreira. Rio de Janeiro, Forense, 2009. 344p.

participação em grupos de sociedades. Tal aspecto foi comentado por Nelson Eizirik:

A redação do inciso II, com as alterações introduzidas pela Lei nº 10.303/2001, deixa claro que os 2 (dois) critérios utilizados para efeito de negar o direito de recesso devem ser aferidos de forma cumulativa. Ademais, o atendimento aos critérios de “liquidez” e “dispersão” das ações deve ser apurado em relação a cada classe ou espécie de ação, não em função do total das ações emitidas pela companhia. Podem ocorrer situações em que, em decorrência de uma única deliberação da assembleia geral, os acionistas titulares de uma espécie ou classe de ações não tenham direito de recesso, pois as ações de sua propriedade atendem, cumulativamente, aos parâmetros de liquidez e dispersão, enquanto que os detentores de outra espécie ou classe de ações emitidas pela mesma companhia farão jus ao referido direito na medida em que as ações de sua titularidade não preenchem aos requisitos legais.⁸²

As alterações trazidas pela Lei nº 10.303/2001 ao recesso no caso de fusão, incorporação e participação em grupo de sociedades fez com que se tornasse mais fácil a possibilidade dos dissidentes de exercer a sua retirada. Como os critérios para exclusão do direito de retirada passaram a ser cumulativos e aferidos por espécie e classe, a possibilidade de se excluir o direito de retirada, no caso concreto, tornou-se mais remota.

Um dos grandes destaques trazidos pela lei de 2001 foi a volta da cisão ao rol de hipóteses que ensejam do direito de recesso. A hipótese do exercício do direito de retirada em caso de cisão da companhia havia sido abolida pela Lei nº 9.457/1997 e foi restaurada, de forma restrita, em 2001.

A restauração da cisão como hipótese do exercício do direito de retirada ocorreu com a inclusão, no *caput* do Artigo 137 da Lei das S.A., do inciso IX do Artigo 136 como hipótese para o direito de retirada e também com a criação de um novo inciso III do Artigo 137 (o conteúdo anterior de tal inciso, que prevê o prazo de 30 dias para se reclamar o reembolso à companhia, foi transferido para o inciso IV) prevendo o que se segue:

III - no caso do inciso IX do art. 136, somente haverá direito de retirada se a cisão implicar:

⁸² EIZIRIK, Nelson Laks. A Lei das S.A. Comentada, Volume II – Artigos 121 a 188. São Paulo, Quartier Latin, 2011. 248p.

- a) mudança do objeto social, salvo quando o patrimônio cindido for vertido para sociedade cuja atividade preponderante coincida com a decorrente do objeto social da sociedade cindida;
- b) redução do dividendo obrigatório; ou
- c) participação em grupo de sociedades.

Assim sendo, a cisão passou a ensejar o recesso apenas quando, em sua decorrência, ocorrerem determinadas hipóteses que também ensejam o exercício do direito de retirada, sendo elas: (i) mudança do objeto social, caso a sociedade para a qual o patrimônio cindido foi vertido não exerça, preponderantemente, a atividade anteriormente exercida pela companhia; (ii) redução do dividendo obrigatório; ou (iii) participação em grupo de sociedades. Tais requisitos levaram Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik a afirmarem que a cisão em si não teria, então, voltado a ser uma hipótese de fato para o exercício do direito de retirada:

A reforma trazida pela Lei n. 10.303/2001 concede o direito de recesso somente em algumas hipóteses de cisão. A cisão, em si, continua *não* gerando o direito de recesso. Porém, dela podem resultar alterações tão profundas nas companhias que caberá o exercício do direito de recesso por parte dos acionistas dissidentes. Assim, segundo o ilustre Deputado Emerson Kapaz, no relatório de seu substitutivo, “haverá o direito de retirada, nos casos de cisão, quando dela resultarem eventos que normalmente ensejariam o direito de retirada.”⁸³

A Lei nº 10.303/2001 foi, até o presente momento, a última lei que promoveu alterações à disciplina do direito de retirada na Lei das S.A..

IV.8 – Hipóteses atuais para o exercício do Direito de Retirada.

Atualmente, a Lei das S.A. prevê a possibilidade do exercício do direito de retirada pelos acionistas quando este for dissidente, nos termos de seu Artigo 137, em matérias indicadas por sete incisos do Artigo 136, e em outras cinco hipóteses que encontram-se espalhadas pela mesma lei. Analisaremos cada uma delas.

⁸³ CARVALHOSA, Modesto. A Nova Lei das Sociedades Anônimas/ Modesto Carvalhosa; Nelson Laks Eizirik. São Paulo, Saraiva, 2002. 279p.

IV.8.a.Criação de Ações preferenciais ou o aumento desproporcional de classe de ações.

A deliberação que aprove a criação de ações preferenciais de emissão da companhia dá direito de retirada aos acionistas portadores de ações ordinária que dissentirem de tal deliberação. O dispositivo em questão protege os ordinaristas no sentido de que, com a criação das ações preferenciais, outra classe de acionistas passará a gozar de mais privilégios do que eles. Isso decorre em razão da obrigação legal de garantir determinados privilégios a tais ações, nos termos do Artigo 17 da Lei das S.A.

O direito dos dissidentes de exercer o recesso em caso de deliberação que aprove a criação de ações preferenciais não será aplicado caso quando da constituição da companhia, se estatuto social preveja a possibilidade da criação de tal espécie de ações. A respeito da posterior inclusão de previsão a respeito da possibilidade da companhia criar ações preferenciais, aduziu Luis Eduardo Bulhões Pedreira:

Esse direito [de retirada] existe, entretanto, se a Assembléia Geral da companhia, sem previsão estatutária de ações preferenciais, delibera modificar o estatuto autorizando sua emissão no futuro. Neste caso, o procedimento de criação das ações preferenciais é dividido em duas etapas – autorização no estatuto e posterior emissão das ações – e o direito de retirada pode ser exercido no momento da modificação estatutária, pois quando as ações vierem a ser emitidas não haverá direito de retirada porque já estarão autorizadas no estatuto.⁸⁴

Da mesma maneira, a Lei das S.A. autoriza, atualmente, o exercício do direito de retirada quando do aumento de classe de ações preferenciais existentes sem guardar proporção com as demais classes de ações preferenciais, conforme já abordado anteriormente no presente trabalho. A respeito dessa possibilidade, aduziu Nelson Eizirik:

⁸⁴ PEDREIRA, Luis Eduardo Bulhões. Direito das Companhias, vol. 1/Coordenadores: Alfredo Lamy Filho; José Luiz Bulhões Pedreira. Rio de Janeiro, Forense, 2009. 342p.

O novo texto legal, inequivocadamente, excluiu o exercício do direito de recesso em decorrência da emissão de novas ações preferenciais da única classe existente, sem manter a proporção com as ações ordinárias. O objetivo dessa alteração foi o de tornar mais clara a regra que já decorria da redação legal original, qual seja, de que o recesso somente subsiste em face da alteração da proporção entre as diversas classes de ações preferenciais.⁸⁵

Cabe ressaltar, mais uma vez, que o direito de retirada, nesses casos, é aplicável apenas àqueles acionistas que foram comprovadamente prejudicados em razão da deliberação que autorizou o aumento desproporcional da classe de ações preferenciais.

IV.8.b. Alteração nos direitos das ações preferenciais ou criação de nova classe de ações mais favorecida.

Em caso de deliberação que aprove a alteração dos direitos relativos às preferências, vantagens ou condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais ou a criação de uma nova classe mais favorecida e, que tal deliberação seja ratificada através de assembleia especial em deliberação tomada pelos titulares das ações preferenciais, caberá direito de recesso aos titulares das ações comprovadamente prejudicadas.

IV.8.c. Redução do dividendo obrigatório.

O dividendo obrigatório é, nas palavras de Nelson Eizirik, *a parcela dos lucros estabelecida no estatuto ou, se esse for omissivo, a importância determinada com as regras estabelecidas no artigo 202, que os acionistas*

⁸⁵ EIZIRIK, Nelson Laks. A Lei das S.A. Comentada, Volume II – Artigos 121 a 188. São Paulo, Quartier Latin, 2011. 210p.

*têm direito de receber em cada exercício social*⁸⁶. Dessa maneira, cabe, contra a deliberação que determina sua diminuição ou, em caso de omissão do estatuto social, da deliberação que estabeleça previsão estatutária de dividendo obrigatório em nível inferior ao que a lei assegura em caso de omissão, exercício de recesso por parte dos acionistas dissidentes.

A disciplina atual do direito de retirada autoriza, desde 1997, o recesso apenas em caso de redução do dividendo obrigatório, ao contrário do que ocorria antes, onde se previa a possibilidade do acionista se retirar com a “alteração” do dividendo obrigatório. Isso porque, por óbvio, não há que se falar em prejuízo decorrente de deliberação que aprove o seu aumento.

IV.8.d. Fusão da companhia, ou sua incorporação em outra.

As deliberações relativas à aprovação da fusão da companhia ou sua incorporação por outra também dão causa ao recesso por parte dos acionistas que forem dissidentes de tais deliberações. Desde 1997, entretanto, a Lei das S.A. impõe restrição a tal exercício, vedando a retirada de acionistas titulares de ações que possuam liquidez e dispersão, conforme já abordado pelo capítulo anterior do presente trabalho.

O direito de retirada na incorporação e da companhia por outra e na fusão, permite que acionista dissidente opte entre retirar-se da companhia ou adquirir ações da incorporadora ou nova companhia.

O fato do direito de retirada não ser conferido ao acionista da incorporadora foi criticado por alguns, Nelson Eizirik comentou o que se segue a respeito do assunto:

Na incorporação, somente os acionistas da sociedade incorporada têm direito de recesso. A não inclusão do acionista dissidente da incorporadora como

⁸⁶ EIZIRIK, Nelson Laks. A Lei das S.A. Comentada, Volume II – Artigos 121 a 188. São Paulo, Quartier Latin, 2011. 212p.

legitimado ao exercício desse direito constituiu um “cochilo” do legislador, uma vez que ele pode ter sua situação patrimonial tão afetada como a do acionista da incorporada, a depender da relação de troca prevista no protocolo. Tal situação pode ser corrigida no estatuto da companhia comprometida com saudáveis práticas de governança corporativa, prevendo o direito de recesso para o acionista que dissinta da deliberação de incorporar a outra sociedade.⁸⁷

IV.8.e. Participação em grupo de sociedades.

O direito de retirada dos acionistas dissidentes em caso de deliberação que aprove a entrada da companhia em grupo de sociedades (de direito) se justifica pelo fato da sociedade perder sua autonomia, já que ela passará a atender os interesses do grupo, e da sociedade de comando⁸⁸.

Da mesma maneira que a fusão e a incorporação, o recesso em caso de dissidência do acionista em deliberação que aprove o ingresso da companhia em grupo de sociedades é restrito às ações que não sejam líquidas e nem dispersas no mercado.

IV.8.f. Mudança do objeto social da companhia.

O objeto social traduz a atividade econômica desenvolvida pela companhia constitui fator decisivo para investimento feito nela pelo acionista. Dessa forma, sua modificação constitui mudança nas bases da relação entre os dois.

Conforme já abordado no presente trabalho, a Lei das S.A. suprimiu a palavra “essencial” que existia no dispositivo correspondente do Decreto-lei nº 2.627/1940. Tal modificação foi muito comentada, no entanto, é entendimento doutrinário é de que somente mudanças substanciais ensejariam o direito de retirada. Nesse sentido, os autores da Lei das S.A.,

⁸⁷ EIZIRIK, Nelson Laks. A Lei das S.A. Comentada, Volume II – Artigos 121 a 188. São Paulo, Quartier Latin, 2011. 214p.

⁸⁸ PEDREIRA, Luis Eduardo Bulhões. Direito das Companhias, vol. 1/Coordenadores: Alfredo Lamy Filho; José Luiz Bulhões Pedreira. Rio de Janeiro, Forense, 2009. 346p.

Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, comentam a polêmica, com base na afirmativa de Giancarlo Fré, que comentou a respeito da mesma polêmica no direito italiano:

Mudança (“cambiamento”) significa algo mais que modificação, pois deve tratar-se de uma deliberação em seguida à qual o objeto social resulte diverso do que era originariamente, para poder-se afirmar que mudou (*È cambiato*).⁸⁹

IV.8.g. Cisão da companhia.

Depois de ser excluída como hipótese de exercício do direito de retirada, a cisão voltou a configurar como causa para o direito de retirada em razão da Lei nº 10.303/2001. No entanto, conforme já abordado no presente trabalho, o exercício do recesso por parte do acionista dissidente em caso de deliberação que aprove cisão só poderá ser exercido caso a cisão resulte, também (i) na mudança do objeto social, salvo quando a sociedade que incorporou o patrimônio vertido da companhia cindida tiver atividade preponderante coincidente com o objeto social, (ii) na redução do dividendo obrigatório, ou (iii) na participação em grupo de sociedades.

Essa determinação demonstra, claramente, que a cisão, em si, não voltou a ser uma hipótese para o exercício do direito de retirada.

IV.18h. Transformação da companhia.

A determinação de que a dissidência por parte de acionista que seja contrário à transformação da companhia dá causa ao recesso por parte de tal acionista encontra-se inscrita no *caput* do Artigo 221⁹⁰ da Lei das S.A. Tal

⁸⁹ FRÉ, Giancarlo. *Società per Azioni*. Bologna, Nicola Zanichelli Editore. *Apud* LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A. (Pareceres)*, volume II – 3ª Edição, Rio de Janeiro, Renovar, 1997. 324p.

⁹⁰ Assim dispõe o *caput* do Artigo 221 da Lei das S.A.:

dispositivo determina que a transformação da sociedade só poderá ocorrer mediante a aprovação da unanimidade dos acionistas. Entretanto, é possível que o estatuto social determine quorum diverso, podendo aqueles que dissentirem retirar-se da companhia mediante reembolso.

IV.8.i. Aquisição de controle por desapropriação.

O direito de recesso em decorrência da aquisição de controle por desapropriação se difere dos demais por não envolver qualquer tipo de deliberação em sede de assembleia geral. Nesse caso, na eventualidade de pessoa jurídica de direito público vir a adquirir, mediante desapropriação, o controle da companhia, os acionistas poderão pedir reembolso das ações das quais são titulares.

A respeito dessa hipótese, afirma Luis Eduardo Bulhões Pedreira:

Com a desapropriação do bloco de controle, a pessoa jurídica de direito público torna-se acionista controladora da companhia e os acionistas minoritários, cujas ações não foram desapropriadas, ficam submetidos ao exercício do poder de controle pela entidade pública.⁹¹

O exercício do recesso na hipótese de desapropriação do controle da companhia por pessoa jurídica de direito público encontra, ainda, outra particularidade. O prazo para que os acionistas manifestem seu interesse em retirar-se da companhia mediante reembolso é de 60 dias, ao contrário das demais hipóteses nas quais tal prazo é de 30 dias.

IV.8.j. Sucessão de companhia aberta por companhia fechada.

Art. 221. A transformação exige o consentimento unânime dos sócios ou acionistas, salvo se prevista no estatuto ou no contrato social, caso em que o sócio dissidente terá o direito de retirar-se da sociedade.

⁹¹ PEDREIRA, Luis Eduardo Bulhões. Direito das Companhias, vol. 1/Coordenadores: Alfredo Lamy Filho; José Luiz Bulhões Pedreira. Rio de Janeiro, Forense, 2009. 354p.

Os Parágrafos 3º e 4º do Artigo 223⁹² da Lei das S.A. determinam que, em caso de fusão, cisão ou incorporação de companhia aberta, caso a sucessora não obtenha registro de companhia aberta perante a CVM e promova a negociação das ações de sua emissão em mercado secundário no prazo de até 120 (cento e vinte) dias contados da data da assembleia geral que aprovou a reorganização societária, terão os acionistas dissidentes de tal deliberação, o direito de se retirar da companhia mediante reembolso das ações de sua titularidade.

A respeito das justificativas para o exercício do direito de recesso nessa hipótese, discorreu Nelson Eizirik:

A norma visa assegurar aos acionistas minoritários de companhia aberta que, por força da operação de incorporação, fusão ou cisão, passam a ser sócios de companhia fechada, a manutenção de condições de liquidez dos títulos recebidos semelhantes às dos anteriores. Ou seja, sua situação, enquanto investidor, não pode ser prejudicada; por outro lado, não têm o direito de ver melhoradas as condições de liquidez de suas ações.⁹³

IV.8.k. Incorporação de ações.

A Lei das S.A. disciplina que, da deliberação que aprovar a incorporação da totalidade das ações de emissão de uma companhia por outra, caberá direito de retirada aos acionistas dissidentes de ambas as

⁹² Assim dispõe o Artigo 233:

Art. 223. A incorporação, fusão ou cisão podem ser operadas entre sociedades de tipos iguais ou diferentes e deverão ser deliberadas na forma prevista para a alteração dos respectivos estatutos ou contratos sociais.

[...]

§ 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 cento e vinte dias, contados da data da assembléia-geral que aprovou a operação, observando as normas pertinentes baixadas pela Comissão de Valores Mobiliários.

§ 4º O descumprimento do previsto no parágrafo anterior dará ao acionista direito de retirar-se da companhia, mediante reembolso do valor das suas ações (art. 45), nos trinta dias seguintes ao término do prazo nele referido, observado o disposto nos §§ 1º e 4º do art. 137.

⁹³ EIZIRIK, Nelson Laks. A Lei das S.A. Comentada, Volume II – Artigos 121 a 188. São Paulo, Quartier Latin, 2011. 222p.

companhias. Tal determinação é inscrita no Parágrafo Segundo do Artigo 252 da Lei das S.A.:

§ 2º A assembléia-geral da companhia cujas ações houverem de ser incorporadas somente poderá aprovar a operação pelo voto de metade, no mínimo, das ações com direito a voto, e se a aprovar, autorizará a diretoria a subscrever o aumento do capital da incorporadora, por conta dos seus acionistas; os dissidentes da deliberação terão direito de retirar-se da companhia, observado o disposto no art. 137, II, mediante o reembolso do valor de suas ações, nos termos do art. 230.

A lei visa proteger, nesse caso, o direito do acionista dissidente de não se associar à companhia que não seja aquela com a qual se associou inicialmente. Da mesma forma, a lei protege também o acionista da incorporadora das ações que se vê prejudicado pela entrada de novos acionistas na companhia. Além disso, a incorporação de ações importa na renúncia compulsória à subscrição do aumento do capital social ocorrido em razão da transação.⁹⁴

O fato do legislador ter dados tratamentos diferentes para os casos de incorporação e incorporação por ações, na qual, no primeiro caso, os acionistas da incorporadora não podem exercer o recesso caso dissintam na deliberação que aprova a transação e, no caso da incorporadora de ações, cujos acionistas dissidentes podem se retirar da companhia mediante pagamento de reembolso, já foi criticado. Nesse sentido, comentou Luis Eduardo Bulhões Pedreira:

A LSA assegura direito de retirada aos dissidentes tanto da incorporadora quanto da sociedade cujas ações serão incorporadas. A razão, no segundo caso, é a mesma que na incorporação de sociedade; e como na incorporação de sociedade a lei não dá direito de retirada aos dissidentes da incorporadora, não deveria conferi-lo no caso de incorporação de ações. O dispositivo resulta de erro de revisão durante a discussão do projeto da LSA, que não foi corrigido no texto da lei promulgada nem pela legislação posterior.⁹⁵

Cumprindo ainda ressaltar que, nos termos do Parágrafo Segundo do Artigo 252 da Lei das S.A., o direito de retirada decorrente de aprovação da

⁹⁴ CARVALHOSA, Modesto.. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, 2º volume: artigos 75 a 137. 3ª ed. – São Paulo, Saraiva, 2011. 179p.

⁹⁵ PEDREIRA, Luis Eduardo Bulhões. Direito das Companhias, vol. 1/Coordenadores: Alfredo Lamy Filho; José Luiz Bulhões Pedreira. Rio de Janeiro, Forense, 2009. 356p.

incorporação de ações é também condicionado à liquidez e dispersão das ações de cada classe e espécie da companhia.

IV.8.1. Aquisição, por companhia aberta, de controle de sociedade empresária.

O direito de o acionista retirar-se da sociedade mediante reembolso das ações de sua titularidade em caso de deliberação é estabelecido através do Parágrafo Segundo do Artigo 256 da Lei das S.A.⁹⁶. Nos termos do referido dispositivo, cabe recesso do acionista que dissentir de deliberação aprovando a aquisição do controle de sociedade mercantil toda vez que o preço de aquisição por ação superar uma vez e meia o maior dos seguintes valores: (i) cotação média das ações em bolsa ou no mercado de balcão organizado, durante os noventa dias anteriores à data da contratação; (ii) valor de patrimônio líquido da ação ou quota, avaliado o patrimônio a preços de mercado; ou (iii) valor do lucro líquido da ação ou quota, que não poderá ser superior a 15 (quinze) vezes o lucro líquido anual por ação nos 2 (dois) últimos exercícios sociais, atualizado monetariamente.

⁹⁶ O Artigo 256 da Lei das S.A. assim dispõe:

Art. 256. A compra, por companhia aberta, do controle de qualquer sociedade mercantil, dependerá de deliberação da assembléia-geral da compradora, especialmente convocada para conhecer da operação, sempre que:

[...]

II - o preço médio de cada ação ou quota ultrapassar uma vez e meia o maior dos 3 (três) valores a seguir indicados:

- a) cotação média das ações em bolsa ou no mercado de balcão organizado, durante os noventa dias anteriores à data da contratação;*
- b) valor de patrimônio líquido (artigo 248) da ação ou quota, avaliado o patrimônio a preços de mercado (artigo 183, § 1º);*
- c) valor do lucro líquido da ação ou quota, que não poderá ser superior a 15 (quinze) vezes o lucro líquido anual por ação (artigo 187 n. VII) nos 2 (dois) últimos exercícios sociais, atualizado monetariamente.*

[...]

§ 2º Se o preço da aquisição ultrapassar uma vez e meia o maior dos três valores de que trata o inciso II do caput, o acionista dissidente da deliberação da assembléia que a aprovar terá o direito de retirar-se da companhia mediante reembolso do valor de suas ações, nos termos do art. 137, observado o disposto em seu inciso II.

A hipótese prevista no Parágrafo Segundo do Artigo 256 da Lei das S.A., apesar de se originar de deliberação assemblear, não decorre, ao contrário das outras hipóteses que ensejam o direito de retirada, de mudança nas condições essenciais da companhia. Seu objetivo é possibilitar que os minoritários dissidentes de deliberação que aprove a aquisição de controle de sociedade empresária pela companhia conheçam os termos e condições das transações nas quais ela se envolve, já que presume-se que tais acionistas não tenham acesso à administração da companhia.⁹⁷

Ressalte-se também que, nos termos do mesmo Parágrafo Segundo do Artigo 256, o exercício do recesso pelo acionista dissidente é condicionado às ações não se enquadrarem nos critérios de liquidez e dispersão. A respeito dessa hipótese do direito de retirada, comentou Nelson Eizirik:

Em tal caso, presume-se que o preço pago é excessivo, não sendo necessário que o acionista dissidente demonstre que a operação é danosa. Por outro lado, não caberá o direito de retirada se as ações do acionista dissidente forem, nos termos da Lei das S.A., de espécie ou classe que tenha liquidez e dispersão no mercado, pois o §2º do artigo 256 expressamente condiciona o exercício do direito de recesso à observância do inciso II deste artigo [137].⁹⁸

⁹⁷ PEDREIRA, Luis Eduardo Bulhões. Direito das Companhias, vol. 1/Coordenadores: Alfredo Lamy Filho; José Luiz Bulhões Pedreira. Rio de Janeiro, Forense, 2009. 356-357 p.

⁹⁸ EIZIRIK, Nelson Laks. A Lei das S.A. Comentada, Volume II – Artigos 121 a 188. São Paulo, Quartier Latin, 2011. 227 p.

V. Conclusão.

Não há dúvidas de que o direito de retirada teve, entre a década de 1980 e 2001, um papel de instrumento de política econômica no Brasil, tendo tido sua disciplina alterada inúmeras vezes ora sua utilização não fosse óbice às políticas econômicas a serem implementadas pelo Estado, ora para que incentivasse o aporte da economia popular no mercado de capitais brasileiro. Não se pretende discutir aqui o mérito de tais alterações, mas não se pode negar que estas trouxeram um aspecto de insegurança jurídica ao instituto durante a referida época.

Ademais, a própria necessidade de se alterar o instituto com frequência demonstra em si, que sua disciplina ainda não encontrou a sistemática mais adequada.

O direito de retirada é sim um instrumento de proteção às minorias, contra as decisões de grande relevância tomadas pela maioria, mas não pode de modo algum se tornar uma forma desta minoria auferir lucros em detrimento da companhia. Nesse sentido, destaca-se a afirmativa de Rachel Sztajn: *o recesso é meio de o acionista deixar a sociedade, não de fazer lucros às suas custas*⁹⁹.

Dessa forma, cabe destacar, que embora a Lei nº 10.303/2001 tenha aumentado o número de hipóteses nas quais o recesso pode ser exercido pelos acionistas dissidentes, diversas mudanças feitas à disciplina do instituto, desde o advento da Lei das S.A. foram de grande relevância para que se evitasse o uso indevido do instituto, dentre as quais merecem ser enumeradas:

⁹⁹ SZTAJN, Rachel. *O Direito de Recesso nas Sociedades Comerciais* In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, Ano XXVII, nº 17, Julho-Setembro/1989. São Paulo, Editora Revista dos Tribunais. 54 p.

- (i) A possibilidade de convocação pela administração da companhia de assembleia especial para reconsideração da deliberação que deu causa ao direito de retirada trazida pela Lei das S.A., que se tornou uma forma de proteger a companhia que se vê sem os recursos necessários para arcar com o pagamento do reembolso aos acionistas que exercem a retirada;
- (ii) O requisito de titularidade das ações pelo acionista dissidente desde a data da publicação do primeiro edital de convocação da assembleia ou da divulgação do fato relevante, caso seja anterior, medida trazida pela Lei nº 7.457/1997, que acabou com a chamada indústria do recesso;
- (iii) A exigência trazida pela mesma lei mencionada acima de que, no caso de exercício de recesso em decorrência de deliberação relativa aos incisos *I* e *II* do Artigo 136 da Lei das S.A., é necessária a comprovação de prejuízo por parte do acionista dissidente;
- (iv) A diferenciação entre as companhias abertas e fechadas, que deu origem à criação dos critérios de liquidez e dispersão das ações e que excluem a possibilidade de seu titular exercer o recesso já que é presumida a possibilidade dele alienar as ações com facilidade no mercado; e
- (v) A possibilidade de se adotar o valor econômico como critério de reembolso ao invés do patrimonial, critério este adotado com muito mais frequência nas transações comerciais.

Conclui-se, dessa maneira, que a disciplina do recesso foi aperfeiçoada em diversos pontos para impedir seu uso desenfreado em situações que não importassem, de fato, em mudanças substanciais que prejudicassem a companhia. Talvez, numa perspectiva futura, o instituto pudesse novamente se mirar no modelo italiano e determinar reduzir

drasticamente o número de hipóteses que ensejam o recesso e permitir que o estatuto social das companhias determine hipóteses adicionais.

De qualquer forma, tendência do direito brasileiro deixa claro o que deve prevalecer em meio à colisão de interesses e princípios que ocorre no direito de retirada: a existência da companhia e a possibilidade desta de continuar a exercer suas atividades.

BIBLIOGRAFIA:

- I. BORBA, José Edwaldo Tavares. Direito Societário. 11ª Edição Ver. Aum. Rio de Janeiro, Renovar, 2008.
- II. CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, 2º volume: Artigos 75 a 137 – 3ª Ed. São Paulo, Saraiva, 2011.
- III. _____. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, 4º volume, Tomo II: Artigos 243 a 300 – 3ª Ed. São Paulo, Saraiva, 2011
- IV. _____. A Lei nº 7.958, e 20.12289, e o Direito de Retirada dos Acionistas Dissidentes In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, n. 96, Ano XXXII, Outubro-Dezembro/1994. São Paulo, Editora Revista dos Tribunais.
- V. CRISTOFARO, Pedro Paulo. O Direito de Empresa na Constituição da República e no Código Civil. Aula Magna dada em 23.9.2009, no Departamento de Direito da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.
- VI. EIZIRIK, Nelson Laks. A Lei das S.A. Comentada, Volume II – Arts. 121 a 188. São Paulo, Quartier Latin, 2011.
- VII. ESKENAZI PERNIDJI, Sérgio I. A Negociação pela Companhia com as Próprias Ações em Decorência de Operação de Reebolso In: Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos/ Coordenação: Marcelo Vieira Von Adamek. São Paulo, Malheiros, 2011.
- VIII. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Affectio Societatis*: Um Conceito Jurídico Superado no Moderno Direito Societário pelo Conceito de Fim Social In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, n. 149-150, Ano XLVII, Janeiro-Dezembro/2008. São Paulo, Editora Revista dos Tribunais.

- IX. FRONTINI, Paulo Salvador. Sociedade Anônima – Direito de Retirada – Recesso de Dissidente – Lei Lobão: um precedente judicial In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, n. 97, Ano XXXIV, Janeiro-Março/1995. São Paulo, Editora Revista dos Tribunais.
- X. LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. A Lei das S.A. (Pressupostos – Elaboração – Modificações) – 3ª Edição. Rio de Janeiro, Renovar, 1997.
- XI. _____. A Lei das S.A. (Pareceres) – 3ª Edição. Rio de Janeiro, Renovar, 1997.
- XII. _____. (Coordenação). Direito das Companhias, vol. 1 e 2. Rio de Janeiro, Forense, 2009.
- XIII. LAMY FILHO, Alfredo. O Direito de Retirada no Brasil In: Revista de Direito Renovar nº 2. 1995 Maio-Agosto. São Paulo, Renovar.
- XIV. MORITZ, Renata Brandão. As Hipóteses de Recesso na Lei das Sociedades Anônimas In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, n. 101, Ano XXXV, Janeiro-Março/1996. São Paulo, Editora Revista dos Tribunais.
- XV. MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. Reflexões sobre o direito de recesso na Lei de Sociedade por Ações In: Reforma da Lei das Sociedades Anônimas/ Coordenador: Jorge Lobo, 2ª Edição. Rio de Janeiro, Forense, 2002.
- XVI. PARAÍSO, Anna Luisa Prisco. O Direito de Retirada na Sociedade Anônima. 2ª Edição. Rio de Janeiro, Lumen Iuris, 2000.
- XVII. PARENTE, Norma Jonssen. O Direito de Recesso na Incorporação, Fusão ou Cisão de Sociedades In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, n. 97, Ano

- XXXIV, Janeiro-Março/1995. São Paulo, Editora Revista dos Tribunais.
- XVIII. PENTEADO, Mauro Rodrigues. A Lei 7.958/1989 e a Pretensa Modificação do Direito de Retirada dos Acionistas: uma discussão inócua In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, n. 77, Ano XXIX, Janeiro-Março/1990. São Paulo, Editora Revista dos Tribunais.
- XIX. SZTAJN, Rachel. O Direito de Recesso nas Sociedades Comerciais In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, n. 71, Ano XXVII, Julho-Setembro/1988. São Paulo, Editora Revista dos Tribunais.
- XX. TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro, vol. 1. São Paulo, Buschatsky, 1979.

Site Consultado:

- I. <http://www.cvm.gov.br/port/descol/resp.asp?File=1991-036D17e18101991.htm>
(consulta em 09 de junho de 2011).