



# PUC

DEPARTAMENTO DE DIREITO

**O DIREITO DE RETIRADA NA HIPÓTESE DE  
CISÃO COM INCORPORAÇÃO DE PARCELA  
CINDIDA EM SOCIEDADE JÁ EXISTENTE**

**Por**

**CAROLINE PAOLA NIGRI GRUNBERG**

**ORIENTADOR: Julian Fonseca Peña Chediak**

**2022.2**

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

RUA MARQUÊS DE SÃO VICENTE, 225 - CEP 22451-900

RIO DE JANEIRO - BRASIL

# **O DIREITO DE RETIRADA NA HIPÓTESE DE CISÃO COM INCORPORAÇÃO DE PARCELA CINDIDA EM SOCIEDADE JÁ EXISTENTE**

**por**

**CAROLINE PAOLA NIGRI GRUNBERG**

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

Orientador: Julian Fonseca Peña Chediak

**2022.2**

## **AGRADECIMENTOS**

Primeiramente, gostaria de agradecer aos meus pais pelo apoio incansável que eles transmitem para qualquer ideia ou projeto que eu me proponho. Sem eles eu não seria nada do que eu sou hoje, por isso, devo tudo a eles. São meus maiores incentivadores, as duas pessoas que mais sentem orgulho e vibram comigo minhas conquistas e, ao mesmo tempo, as que mais secam minhas lágrimas nos desafios da vida.

Gostaria de dedicar também esse trabalho monográfico para os meus amigos, que são a família que eu escolhi e construí nos meus vinte e três anos de vida. Não seria nada sem eles, os motivos da minha maior felicidade. Tudo que eu sou tem influência de quem me rodeia, e por sorte, só me vejo rodeada de energia boa e gente do bem. Foram eles que ouviram minhas angústias, choraram meu choro, riram meu sorriso e compartilharam comigo cada sensação sentida nessa trajetória, e que seja sempre assim.

Não poderia deixar de fazer um agradecimento especial aos amigos-irmãos que a PUC-Rio me deu, principalmente, do gupo Churrave: Pedro, Rodrigo, Miguel, Dudu, Nando, Rocha, Luquinhas, Victor, Carol, Nana, Bruna, Ju C., Ju K., Mari, Dani, Luiza, Tete e tantas outras pessoas especiais que eu tive sorte de cruzar meu caminho durante esses cinco anos de faculdade, meus mais sinceros “obrigada” por terem proporcionado os melhores momentos que eu já vivi.

Aos parceiros de profissão que eu já tive ao longo da vida, em especial à minha equipe do escritório Bhering Cabral Advogados, muito obrigada pelos ensinamentos diários, pelas risadas compartilhadas, pela confiança profissional e pelo dia a dia leve que dividimos na nossa sala.

Por fim, gostaria de deixar exposta aqui minha gratidão à PUC-Rio, que foi casa por todos esses anos, palco de muita resenha e conversa boa, de encontros inesperados, de surgimento de amizades, de desabafos, de muito aprendizado, de trocas sinceras, de momentos inesquecíveis e de tantas outras coisas que vão, para sempre, estar guardadas na minha memória e com muito carinho no meu coração.

## RESUMO

GRUNBERG, Caroline Paola Nigri. *O direito de retirada na hipótese de cisão com incorporação de parcela cindida em sociedade já existente*. Rio de Janeiro, 2022. 75 p. Monografia de final de curso. Departamento de Direito da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro – PUC-Rio.

A presente monografia busca apresentar como deve se dar a incidência do direito de retirada nas operações de cisão com incorporação de parcela cindida em sociedade já existente. Para isso, foram apresentadas a origem e a evolução do direito de recesso no Brasil, os motivos pelos quais ele se encontra no rol de direitos essenciais dos acionistas, assim como as razões que levam a retirada da sociedade mediante reembolso ser operada com olhar taxativo, sem que sejam permitidas interpretações extensivas ou análogas. Além disso, foram expostas as operações societárias do ordenamento jurídico brasileiro no tocante às regras e procedimentos, sobretudo, das operações de cisão e incorporação. Por fim, foi apresentada a controvérsia jurídica da aplicação das normas do direito de retirada sobre a hipótese específica, destacando os pontos de defesa de cada interpretação possível, ora quando se defende a incidência das regras de cisão, ora quando é defendido o tratamento como incorporação.

Palavras-Chave: Direitos Essenciais dos Acionistas. Direito de Retirada. Operações Societárias. Cisão com Incorporação de Parcela Cindida em Sociedade já Existente. Aplicação de normas. Interpretação taxativa.

## **SUMÁRIO**

<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>6</b>
<b>CAPÍTULO 2 - DIREITO DE RETIRADA .....</b>	<b>9</b>
2.1 Direitos Essenciais dos Acionistas em Sociedades Anônimas.....	9
2.2 Origem e Evolução do Direito de Retirada .....	12
2.3 Conceito do Direito de Retirada .....	19
2.4 Hipóteses de Cabimento .....	30
<b>CAPÍTULO 3 - NEGÓCIO JURÍDICOS DE UNIFICAÇÃO E DIVISÃO DE SOCIEDADES .....</b>	<b>38</b>
3.1 Conceito e Modalidades de Operações Societárias.....	38
3.2 Operação de Incorporação.....	42
3.3 Operação de Cisão com Criação de Sociedade Nova.....	48
3.4 Operação de Cisão com Incorporação.....	53
<b>CAPÍTULO 4 - DIREITO DE RECESSO NA HIPÓTESE DE CISÃO COM INCORPORAÇÃO DA PARCELA CINDIDA EM SOCIEDADE JÁ EXISTENTE.....</b>	<b>56</b>
4.1 Contextualização .....	56
4.2 Tratamento da cisão com incorporação de parcela cindida como operação de incorporação .....	59
4.3 Tratamento da cisão com incorporação de parcela cindida como operação de cisão de fato.....	63
<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>71</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	<b>74</b>

## INTRODUÇÃO

O presente trabalho monográfico tem como objetivo explorar a incidência do direito de recesso na hipótese em que há operação de cisão com incorporação de parcela cindida em sociedade já existente.

A discussão se dá pelo fato do Art. 229 §3º da Lei 6.404 de 1976 (“LSA” ou “Lei”) prever que as operações de cisão com incorporação de parcela cindida em sociedade já existente devem ter como tratamento o procedimento de incorporação. No entanto, no dispositivo legal supra, não é feita menção direta e expressa aos artigos da Lei que regulam o direito de retirada.

Por este motivo, o presente trabalho visa explorar as características, previsões e aplicações do direito de retirada na legislação brasileira, primeiramente, explicando o porquê de ele estar elencado no rol dos direitos essenciais do Art. 109 da LSA. Em seguida, destaca-se seu fortíssimo caráter restritivo e suas hipóteses estritamente taxativas, visto que o recesso mediante reembolso opera como ressalva às deliberações aprovadas no âmbito do interesse social da companhia. Devido a isso, não é permitida qualquer aplicação por analogia e extensão desse direito, visto que o voto em favor do interesse social da companhia em sede de assembleia geral é um dos pilares do Direito Societário no Brasil.

Posterior a isso, vão ser apresentadas as modalidades de negócios jurídicos que acabam por unificar e dividir sociedades, tais como a incorporação e a cisão. É importante entender, primeiramente, o objetivo que as companhias buscam atingir ao realizar cada uma das operações. É essencial abordar também suas características e previsões legais, pois o tratamento, sobretudo do direito de retirada, varia conforme cada operação societária que é aprovada em assembleia geral.

Para além dos requisitos gerais, a Lei apresenta determinados requisitos específicos para que os acionistas possam exercer o direito de retirada no âmbito das operações de incorporação, que são diferentes dos requisitos exigidos para os acionistas diante de uma operação de cisão.

Os requisitos para o recesso devido à aprovação de operação de incorporação estão localizados nas alíneas “a” e “b” do Art. 137 inciso II da LSA, enquanto os da cisão estão previstos no Art. 137 inciso III alíneas “a”, “b” e “c” da LSA.

Para poder ser exercido o recesso mediante reembolso nos casos de incorporação, é preciso que as ações detidas pelos acionistas não apresentem liquidez nem dispersão no mercado de valores mobiliários. Por outro lado, para que o direito de retirada possa ser exercido pelos acionistas após deliberação assemblear que aprovou cisão da companhia, é preciso que a operação enseje mudança do objeto social, redução do dividendo obrigatório ou participação em grupos de sociedade. Possível notar, portanto, que os requisitos da incorporação são cumulativos, enquanto os da cisão, alternativos.

No mesmo capítulo do presente trabalho monográfico, será visto também como se opera a cisão com incorporação de parcela cindida em sociedade já existente, que possui algumas ressalvas legais, inclusive, a do Art. 229 §3º da LSA, dispositivo legal que gerou a discussão em comento, em conjunto com os Arts. 136 incisos IV e X e Art. 137 inciso II e III, ambos da LSA.

No último capítulo deste trabalho, os dois temas tratados, quais sejam o direito de recesso e as operações de cisão e incorporação, serão unidos e, dessa forma, serão apresentados os motivos que geraram a discussão do presente estudo: quais regras do direito de recesso aplicar em operações de cisão com incorporação de parcela cindida em sociedade já existente? Devem prevalecer as regras da incorporação, tendo em vista a redação do Art. 229 §3º da LSA? Ou devem ser aplicadas as previsões da

cisão, pela incidência da interpretação restritiva no direito de recesso na legislação societária, que veda qualquer analogia e extensão?

Neste trabalho serão abordados os dois entendimentos, explorando os motivos pelos quais parte da doutrina defende o tratamento como operação de incorporação e outra parte é a favor da aplicação das regras de direito de retirada incidentes nas operações de cisão. Independente da corrente a ser seguida, uma coisa é certa: ambos os lados possuem argumentos válidos para sua defesa, e talvez seja exatamente neste ponto em que se encontra a grande beleza do mundo jurídico.

## CAPÍTULO 2 - DIREITO DE RETIRADA

### 2.1 Direitos Essenciais dos Acionistas em Sociedades Anônimas

A LSA dispõe em seu Art. 109 os direitos essenciais dos acionistas, são eles: (i) direito de participar dos lucros sociais da companhia; (ii) direito de participar do acervo da companhia, em caso de liquidação; (iii) direito de fiscalizar, na forma prevista na Lei, a gestão dos negócios sociais; (iv) direito de preferência para subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição; e (v) direito de retirar-se da companhia nos casos previstos na Lei.

Tais direitos são ditos como essenciais pelo fato de abarcarem todas as ações da companhia, todavia, podem variar sua disponibilidade de acordo com as espécies ou classes acionárias, e, por vezes, podem ter sua previsão excluída devido a comando normativo. De mesmo modo, são considerados essenciais pelo fato de não poderem ser privados nem deliberação assemblear, tampouco por cláusula estatutária.

Nessa perspectiva, faz-se importante ressaltar que os direitos essenciais “não podem ser confundidos com direitos de minoria, visto que estes são típicos de categoria específica de acionistas considerada em oposição aos que formam a maioria”<sup>1</sup> sendo certo que “minoria” é uma situação possível de ser transitória e que acionista minoritário seria aquele que não é taxado como controlador.

Enquanto os direitos conferidos a minorias acionárias têm como objetivo permitir que os acionistas minoritários possam intervir na vida societária e tenham possibilidade de impedir movimentos de acionistas controladores que poderiam prejudicar seus interesses, os direitos essenciais visam manter intocável o *status* de acionista na possibilidade de defesa de

---

<sup>1</sup> LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*. 2. ed. atual e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 224.

seus interesses individuais frente ao grupo controlador ou administradores da companhia.

No entanto, o ponto em comum que os liga é, justamente, o fato de que os direitos essenciais são inderrogáveis pela necessidade de proteção de quaisquer acionistas da companhia contra eventuais abusos da maioria<sup>2</sup>. Conclui-se, portanto, que os direitos essenciais são individuais, singulares e independem da observância de qual grupo o acionista pertence dentro daquela sociedade. Todo acionista tem acesso ao exercício de tais direitos por serem atributos das ações, não sendo relevante atentar se o acionista pertence ao grupo minoritário ou grupo controlador da companhia.

É de extrema importância que os acionistas sintam que seus direitos previstos na Lei são efetivos. Por esse motivo, é preciso que eles possam se valer de instrumentos de proteção caso sejam, porventura, violados ou sofram de condutas que tirem sua eficácia pelos demais acionistas ou administradores da companhia. Esses instrumentos de proteção servem, até mesmo, na situação de se depararem com o seu exercício excessivamente oneroso.

Como garantia disso, os acionistas podem se valer de quatro esferas para defesa de seus direitos. A primeira forma é pela própria companhia ao provocarem seus órgãos de administração: a depender da matéria em questão e previsão estatutária, podem ser provocados o conselho de administração, a diretoria, o conselho fiscal, ou a assembleia geral.

A segunda forma, em caso de companhias abertas, é por meio de reclamação à Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”). É permitido à CVM atuar no campo administrativo, requerendo esclarecimentos ou instaurando inquéritos administrativos contra sociedades anônimas, seus administradores e acionistas. Mas, também lhe é facultada atuar na esfera judiciária no auxílio de apreciação de litígios na qualidade de *amicus curiae*.

---

<sup>2</sup> LAMY FILHO; PEDREIRA, 2017, p. 224.

É possível também aos acionistas buscarem a defesa de seus direitos por ações judiciais cabíveis e pela via arbitral. No entanto, cabe ressaltar que cada direito individual possui meio disponível, no âmbito da própria companhia, que facilita ao acionista viabilização de sua defesa. A título exemplificativo, o direito de fiscalização da gestão de negócios sociais pode ser perseguido pelo próprio acionista mediante participação em assembleia geral, ainda que sua ação não confira direito de voto, como prevê o Art. 125 § único da LSA, ou ainda, por eleição de membro para o conselho fiscal na forma do Art. 161 da LSA.

De forma geral, os três primeiros direitos essenciais previstos no Art. 109 da LSA, dispostos em seus incisos I, II e III, são da essência do contrato da sociedade, logo, é nula qualquer estipulação que nega algum desses direitos aos acionistas da companhia. Contudo, cabe fazer uma ressalva quanto ao direito de fiscalizar, que é o único que, em circunstâncias específicas, pode demandar determinado percentual de ações para poder ser exercido.

O quarto direito essencial, disposto no inciso IV do dispositivo legal supracitado, tem, em panorama geral, o objetivo de garantir os direitos de participação dos acionistas, visto que “o acréscimo de novas ações pode significar a modificação dos direitos de participação das ações existentes”<sup>3</sup>. Todavia, esse direito é possível de ser excluído em companhias abertas, por previsão legal ou por previsão estatutária, caso sejam configuradas algumas hipóteses específicas.

Por fim, como será abordado no subitem 2.2 do presente capítulo “Origem e Evolução do Direito de Retirada”, o quinto direito previsto, o direito de retirar-se da sociedade mediante reembolso, disposto no inciso V do Art. 109 da LSA tem sua ascendência pelo seguinte fato:

É conferido pela lei para compensar a derrogação, no regime legal das Companhias, do princípio da intangibilidade dos contratos, pois a lei admite que

---

<sup>3</sup> LAMY FILHO; PEDREIRA, 2017, p. 224.

condições essenciais da sociedade e dos direitos dos acionistas possam ser alteradas por deliberação da maioria dos sócios<sup>4</sup>.

Uma característica inerente aos direitos essenciais é que tais direitos são irrenunciáveis. Isso implica no fato de que o acionista pode até não exercer o seu direito, ou renunciar ao seu direito em determinada situação, mas é proibido que ele seja renunciado em abstrato. Sob essa ótica, o fato de o acionista não exercer sua prerrogativa não implica em renúncia, tampouco pode ser tido como consentimento tácito à derrogação do direito.

Contudo, o rol apresentado no Art. 109 da LSA prevê uma “relação enumerativa dos direitos que constituem as bases essenciais do estatuto social de uma companhia”<sup>5</sup> concluindo-se, portanto, que há outros direitos previstos na Lei que são igualmente inderrogáveis, tais quais: (i) a responsabilidade limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas; (ii) a livre transferência de ações em caso de companhias abertas; (iii) a participação em oferta pública de aquisição em caso de alienação de controle acionário em companhias abertas; (iv) a convocação de assembleia geral quando não realizada pelos administradores da companhia; e (v) a propositura de ação de responsabilidade contra administradores da companhia.

## **2.2 Origem e Evolução do Direito de Retirada**

No surgimento das companhias no universo do direito privado, entendia-se que os contratos que faziam surgir uma estrutura societária não poderiam ser modificados sem o consentimento das partes. Em se tratando de sociedades, as partes corresponderiam a todos os acionistas. Isso foi sendo alterado, até ficar entendido que apenas as modificações de bases essenciais, diga-se, as que consistiam nas principais características da

---

<sup>4</sup> LAMY FILHO; PEDREIRA, 2017, p. 224.

<sup>5</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. v. I. São Paulo: Quartier Latin, 2011a. p. 588.

companhia e nos motivos pelos quais levaram o acionista a subscrever ações nela, teriam que permanecer intocáveis.

No entanto, a partir do fim do século XIX e início do século XX, embora algumas deliberações exigissem quórum especial e qualificado, a assembleia geral ganhou competência para modificar toda e qualquer estipulação prevista no estatuto social.

Foi dessa prerrogativa que surgiu o direito de retirada: o acionista, ao se deparar que as bases essenciais da companhia em que subscreveu ou adquiriu suas ações foram alteradas por deliberação assemblear, pode escolher entre a permanência ou não de sua condição de acionista na companhia. Define-se, nesse sentido, o direito de retirada da seguinte forma:

O direito de retirada veio compensar essa competência da assembleia geral – imposta pela necessidade de a companhia se adaptar às modificações de seus ambientes – com a faculdade do acionista e optar por não continuar a ser sócio de Sociedade essencialmente diferente daquela que existia ao subscrever ou adquirir suas ações<sup>6</sup>.

Todavia, não foi apenas a alteração nas características essenciais da companhia por deliberação em assembleia geral que ensejaram o direito de recesso – há duas hipóteses previstas na Lei que conferem o direito de retirada ao acionista da companhia mesmo quando não há alteração em cláusula do estatuto social. A primeira trata da aprovação, pela assembleia geral, da aquisição do controle de sociedade empresária, que constitui investimento relevante, ou por preço que compreende prêmio de controle superior a 50% (cinquenta por cento) do valor das ações. Já a segunda é prevista quando há desapropriação, por pessoa jurídica de direito público, das ações de controle da companhia.

No primeiro caso, o direito de retirada protege o acionista contra deliberação que pode causar relevantes prejuízos à companhia e, no segundo caso, há mudança significativa na companhia, pois ela passa a ser

---

<sup>6</sup> LAMY FILHO; PEDREIRA, 2017, p. 224.

controlada pelo Estado. Ambas as situações serão tratadas ainda no presente capítulo, no subitem 2.4 “Hipóteses de Cabimento”.

Sob esse prisma, Nelson Eizirik entende o direito de retirada da seguinte forma:

Fundamenta-se na necessidade de conciliar o princípio majoritário, que permite à maioria do capital votante aprovar qualquer matéria de interesse da companhia, com a proteção aos acionistas dissidentes que não podem ser obrigados a aceitar restrições em seus direitos de participação ou permanecerem sócios de uma companhia essencialmente distinta daquela na qual ingressaram<sup>7</sup>.

Nessa perspectiva, nota-se que o direito de recesso garante um meio de proteção à decisão majoritária em sede assemblear que se opõem aos interesses dos acionistas contrários à decisão naquele cenário.

Contudo, deve-se ter em mente que é inerente ao regime das sociedades anônimas a observância do interesse social, que se manifesta, sobretudo, por meio do princípio majoritário nas deliberações em assembleia geral.

O Art. 115 da LSA, ao orientar que o acionista deve exercer seu direito de voto no interesse da companhia, positivou a regra que é considerado abusivo o voto do acionista exercido com o dolo de causar dano à companhia ou a outros acionistas. Possível ser observado, portanto, que o interesse da companhia deixou de ser uma questão meramente econômica para se tornar questão jurídica, com previsão legal expressa. Ademais, é por esse motivo que o voto do acionista em deliberação assemblear pode estar sujeito a revisão, seja ela judicial ou arbitral a depender do estatuto social.

O interesse da companhia é reflexo do interesse do conjunto dos acionistas, e é previsto no § único do Art. 116 da LSA que o acionista controlador, justamente em decorrência de seu *status* de controle, deve usar o poder que tem para realizar seu objeto e cumprir sua função social – deve

---

<sup>7</sup> EIZIRIK, 2011a, p. 606.

sempre buscar, dentre tantas outras coisas, por exemplo, a lucratividade e o bom resultado do negócio empresarial.

É por esse motivo que o acionista controlador tem o dever de agir no interesse da companhia e de todos os seus acionistas de forma coletiva, presumindo-se que o faz. A ressalva está justamente na previsão do direito de recesso, como pode ser observado a seguir:

Há certos interesses individuais que correspondem a prerrogativas essenciais do acionista, das quais não pode ele ser privado. Quando a decisão majoritária contraria o interesse dos acionistas minoritários, nos casos expressos na lei societária, podem eles retirar-se da companhia com reembolso do valor de suas ações<sup>8</sup>.

Na mesma linha, entende Julian Chediak:

O direito de retirada se justifica na medida em que a decisão da maioria altera de tal forma as premissas que levaram os acionistas a investir em determinada companhia, que aquele que porventura diverja de tal alteração não pode mais ser obrigado a permanecer em uma companhia que não mais atenda aos seus interesses. Nesses casos, o legislador optou por prever que o acionista dissidente de tal decisão poderá, ao seu exclusivo critério, se retirar da companhia<sup>9</sup>.

A previsão do direito de retirada nas sociedades anônimas brasileiras foi introduzida pelo Decreto nº 21.536/1932. Esse Decreto criou as ações preferenciais nas companhias brasileiras e, como forma de proteger os demais acionistas, instituiu-se o direito de retirada apenas no tocante à nova modalidade de ações. Dessa forma, admitia-se o recesso do acionista mediante reembolso em caso de deliberação assemblear que (i) ou criasse nova classe de ações preferenciais mais favorecida que as já existente; (ii) ou que alterasse o valor nominal das ações preferenciais; (iii) ou, ainda, que alterasse as preferências ou vantagens de uma ou mais classes de ações preferenciais.

---

<sup>8</sup> EIZIRIK, Nelson. *Reforma das s.a. e do mercado de capitais*. 1. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. p. 61.

<sup>9</sup> CHEDIK, Julian Fonseca Peña. O Direito de Recesso nas Operações de Cisão com Incorporação da Parcela Cindida em Sociedade já Existente. *In: Revista de direito das sociedades e dos valores mobiliários*, São Paulo: Almedina Brasil, dez., 2021. p. 126.

Posterior a isso, o direito de retirada foi ampliado pelo Decreto-lei nº 2.627/1940, sendo garantido quando ocorresse, para além das previsões abordadas acima, em outros quatro cenários: (i) alteração do objeto essencial da companhia; (ii) fusão ou incorporação da companhia em outra companhia; (iii) transformação do tipo societário da companhia; e (iv) interrupção do estado de liquidação da companhia. Além disso, esse Decreto não só detalhou o valor e forma negocial do reembolso a ser pago aos acionistas dissidentes por sua retirada da sociedade, como elevou a classificação do direito de recesso como direito essencial dos acionistas das companhias.

Na vigência do Decreto supramencionado, apenas tinha direito de recesso o acionista que comparecesse à assembleia geral, votasse contra a deliberação e tivesse feito a declaração de seu voto. Dessa forma, nem aos acionistas que tivessem se absterido de votar, ou não tivessem comparecido à assembleia geral, tampouco aos acionistas titulares de ações preferenciais sem direito a voto era assegurada a previsão do direito de retirada.

Com o advento da Lei 6.404/1976, a vigente e renomada Lei das Sociedades por Ações, foi assegurado tanto aos acionistas que se abstiveram de votar na deliberação, quanto aos acionistas que não compareceram à assembleia geral e, de mesma maneira, aos titulares de ações preferenciais sem direito de voto, o direito de recesso nas hipóteses previstas em Lei. Ademais, a LSA retirou como requisito legal do direito de retirada a mudança de objeto essencial da companhia, passando a prever a possibilidade de retirada na situação de alteração do objeto social apenas.

No entanto, ainda será abordado no presente trabalho que não é qualquer mudança do objeto social que enseja direito de recesso, como pode ser observado a seguir: “Somente é mudança do objeto social a alteração estatutária de que resulte substituição da atividade para qual a

companhia foi constituída ou que notoriamente seja reconhecida como a atividade-fim da empresa”<sup>10</sup>.

Na mesma seara, a LSA também ampliou o rol de cenários que podem ensejar o recesso mediante reembolso aos acionistas dissidentes das deliberações, passando a ser previsto o direito de retirada nas seguintes hipóteses: (i) aumento de classe existente de ações preferenciais, sem guardar proporção com as ações preferenciais já efetivas; (ii) alteração do dividendo obrigatório; (iii) cisão da companhia; (iv) dissolução da companhia por deliberação da assembleia geral; (v) participação em grupo de sociedades; (vi) desapropriação das ações de controle da companhia; (vii) incorporação de todas as ações da companhia para torná-la subsidiária integral de outra; (viii) aquisição, pela companhia aberta, do controle de sociedade mercantil que constitui investimento relevante, ou se o prêmio de controle excede 50% (cinquenta por cento) do valor das ações; e (iv) incorporação de companhia controlada ou fusão com companhia controlada.

Um ponto interessante a se destacar é que, na década de 1980, investidores, especialmente institucionais, começaram a exercer o direito de retirada mesmo que internamente fossem a favor da alteração aprovada pela assembleia geral e que essa deliberação fosse do interesse da companhia, pois queriam aproveitar a oportunidade de realizar lucro.

Nesse período, por conta do cenário do mercado financeiro e da situação das cotações da bolsa de valores, o valor do reembolso das ações de sociedades anônimas abertas, cuja fixação se dava com base no valor do patrimônio líquido ajustado com correção monetária, estava superior à cotação das ações no mercado. Tal situação estimulava o direito de recesso não apenas aos acionistas que não concordavam com as deliberações assembleares, mas sim, aos demais acionista, mesmo os sem objeções às aprovações da assembleia geral. Isso, por óbvio, dificultava qualquer

---

<sup>10</sup> LAMY FILHO; PEDREIRA, 2017, p. 256.

aprovação em âmbito assemblear, pois grande parte dos acionistas visavam vender suas ações por preço superior ao de bolsa.

A fim de tentar solucionar esse cenário, foi promulgada a Lei nº 7.958/1989, denominada Lei Lobão, que alterou o Art. 137 da LSA, retirando sua remissão aos incisos VI e VIII do Art. 136 que faziam referência à incorporação, fusão, cisão e participação em grupo de sociedades. No entanto, o Art. 230 da LSA, que também fazia referência ao direito de retirada nas mesmas transformações societárias, não foi expressamente revogado. Objeto de controvérsia doutrinária, há quem entenda que a Lei Lobão não alcançou sua finalidade, gerou insegurança jurídica e efeitos negativos no mercado durante sua vigência, por outro lado, há quem sustente que o Art. 230 da LSA foi tacitamente revogado.

A Lei 9.457/1997 apaziguou a confusão e insegurança jurídica criada pela Lei Lobão. Primeiramente, aquela lei suprimiu o direito de retirada na hipótese de dissolução da companhia e na hipótese de interrupção do estado de liquidação da companhia, além de ter alterado critérios e legitimidade para o exercício do direito de retirada. Somado a isso, a fim de permitir o direito de retirada nos casos de transformações societárias, manteve a exclusão do direito de retirada nos casos de cisão. Nos casos de incorporação, fusão e participação em grupos de sociedades, a lei restabeleceu o direito de recesso limitado, em caso de sociedade anônima aberta, aos acionistas cujas ações não integrassem índices gerais representativos na bolsa de valores e cuja companhia tivesse menos da metade do total de suas ações em circulação no mercado.

Por fim, a Lei nº 10.303/2001 fortaleceu o direito de retirada quanto aos critérios de liquidez e dispersão em se tratando de incorporação, fusão e participação em grupo de sociedade, e restabeleceu o direito de retirada no caso de cisão, todavia, com menor amplitude quando comparado com a LSA em seu texto original.

### 2.3 Conceito do Direito de Retirada

Como já abordado no capítulo acima, o direito de retirada consiste no poder que o acionista tem de, ao se ver em posição de discordância com alguma deliberação tomada em sede de assembleia geral, nos casos específicos previstos da Lei, deixar de ser acionista da companhia mediante realização de negócio jurídico de reembolso: ao alienar suas ações, recebe valor correspondente ao reembolso na forma do Art. 137 da LSA combinado com o Art. 45 da LSA, o qual será tratado ainda neste capítulo.

Esse direito é previsto como forma de compensar os interesses particulares sacrificados legitimamente em favor do interesse social. Essa compensação ocorre, justamente, através da obrigação da companhia de pagar o preço do reembolso das ações dos dissidentes<sup>11</sup>.

Estipulou-se essa forma de reembolso pois, ao lhe ser assegurado o direito de retirar-se da companhia pelos motivos taxados, não seria possível garantir que o acionista sempre encontraria um adquirente para comprar as ações que quer alienar. Por isso, como método de garantir esse direito tido como essencial a todo e qualquer acionista, imputa-se a responsabilidade à companhia em reembolsar o sócio dissidente.

Importante expor que as ações do sócio retirante não são necessariamente extintas, podendo ser adquiridas pela companhia para mantê-las na própria tesouraria, caso a companhia tenha lucros acumulados ou reservas suficientes. O Art. 45, em seu § 6º, prevê que a extinção dessas ações ocorre quando o valor do reembolso é pago à conta do capital social e o acionista não é substituído por outro no prazo de cento e vinte dias, a contar da data da publicação da ata da assembleia geral que deliberou sobre a hipótese ensejadora do recesso.

Essencial ressaltar também que o direito de retirada do acionista da companhia mediante reembolso é cogente e apenas pode acontecer nos

---

<sup>11</sup> EIZIRIK, 2011a, p. 606.

casos taxativos previstos na Lei. Dessa forma, esse direito não pode ser restringido nem ampliado, nem pelo estatuto social da companhia, tampouco via deliberação em assembleia geral.

A vedação de sua ampliação é vislumbrada pois, conforme já exaustivamente abordado, o direito de recesso é previsto pelo fato de o acionista não ser obrigado a se deparar com mudanças nas características essenciais da companhia na qual subscreveu ou adquiriu ações através de contrato associativo, ou até mesmo com mudança nos direitos que integram essas ações.

A excepcionalidade do direito de retirada advém de três fatores principais. O primeiro fator diz respeito ao reembolso das ações aos acionistas, que pode reduzir o capital da companhia e, potencialmente, causar certo desequilíbrio e instabilidade financeira na sociedade. Por vezes, pode até impedir a continuidade e o funcionamento das atividades sociais. O segundo fator tange à ideia de que não há restituição do capital social aos acionistas em prejuízo de credores sociais.

Já o terceiro fator envolve o fato de que permitir o recesso de acionistas pela não concordância com deliberação tomada em sede de assembleia geral é medida que prioriza o interesse individual do acionista em discordância do interesse social. E, conforme já explorado no presente trabalho, presume-se que o voto proferido em sede de assembleia geral é realizado em favor do interesse coletivo dos acionistas e da companhia como um todo.

É entendimento de Norma Parente:

Assim, a lei dá aos acionistas controladores poderes para aprovar determinadas medidas que afetam substancialmente o direito dos acionistas minoritários, mas nesses casos, para manter equilíbrio entre o poder assegurado à maioria dos acionistas para dirigir a sociedade e a minoria acionária, sujeita a seu arbítrio, a

lei assegura ao acionista o direito individual e sagrado de se retirar da sociedade, mediante reembolso do valor de suas ações<sup>12</sup>.

Em decorrência desses fatores, e conforme será lembrado no curso do presente trabalho monográfico, o direito de retirada deve ser observado de forma restrita e taxativa, como pode ser notado abaixo:

Como o direito de recesso representa uma exceção ao princípio majoritário, um dos princípios fundamentais que regem as companhias, as hipóteses previstas em lei para a retirada dos acionistas dissidentes são naturalmente restritivas de direitos e, por decorrência lógica, taxativas<sup>13</sup>.

Há duas características da natureza jurídica do direito de retirada que merecem explicação relevante: o direito de retirada é dito como direito formador e como direito individual. Primeiramente, tem-se que direitos formadores são espécies de direito potestativo – “é um direito que forma, gera ou constitui o direito (ou poder) de praticar um ato do qual resultará o direito sobre a coisa em si”, como define Pontes de Miranda<sup>14</sup>.

Nessa perspectiva, o titular do direito potestativo tem a faculdade de alcançar determinado efeito jurídico, podendo modificar, criar ou extinguir uma relação jurídica de acordo com seu desejo, enquanto o outro lado da relação jurídica fica apenas sujeito à essa manifestação de vontade.

Ao traçar um paralelo com o direito de retirada, observa-se que o negócio jurídico elaborado para ratificar o recesso do acionista dissidente é ato unilateral de vontade, por isso, é direito potestativo do acionista poder retirar-se da companhia. Ele não está sujeito a sua concordância: em caso de decidir exercer o direito de retirada, é dever do acionista apenas comunicar sobre seu recesso à companhia e, uma vez que ela toma ciência dessa manifestação, torna-se irrevogável.

---

<sup>12</sup> PARENTE, Norma Jonssen. *O direito de recesso na incorporação, fusão ou cisão de sociedades*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo. Jan-mar/1995. n. 97. p. 68.

<sup>13</sup> CHEDIAK, 2021, p. 127.

<sup>14</sup> PONTES DE MIRANDA. Francisco Cavalcanti. *Tratado das Ações*. Tomo I. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1970, p. 40.

Importante consideração a ser feita nesse contexto é que essa irretratabilidade atinge apenas a figura do acionista. É permitido à companhia, pela previsão do Art. 137 §3º da LSA, a reconsideração da deliberação que motivou o exercício do direito de retirada pelos acionistas, através de convocação de nova assembleia geral.

A Lei prevê essa possibilidade com o objetivo de preservar o funcionamento da companhia pois é plenamente possível que a obrigação de reembolsar os sócios dissidentes possa ser demasiadamente onerosa para a sociedade, a ponto de tornar impossível o sustento de suas atividades.

Por esse motivo, dentro dos dez dias subsequentes ao término do prazo de exercício do direito de retirada, os órgãos de administração da companhia têm a faculdade de voltar atrás na sua decisão, convocar nova assembleia geral e reaver a deliberação, não sendo permitida qualquer contestação de seus acionistas quanto à essa convocação.

A segunda classificação, do direito de retirada como direito individual, está intrinsecamente ligada a um dos motivos pelo qual ele deve ser tratado como excepcional: ele é exercido pelo titular no seu interesse próprio em detrimento de interesse social.

O interesse social é inerente à atividade e à organização da companhia, por esse motivo, quando ao acionista é garantido o direito de recesso da sociedade por não concordar com alguma deliberação assemblear, mesmo que essa deliberação tenha sido tomada em favor do interesse da companhia, sua retirada mediante reembolso deve ser tratada como estrita previsão excepcional e somente nos casos taxados na Lei.

Há, ainda, duas outras considerações a serem feitas sobre o direito de retirada. A primeira é quanto ao exercício do direito de recesso de forma parcial. Parte da doutrina societária brasileira entende que o exercício parcial desse direito permitiria que os acionistas se aproveitassem de determinadas situações para obter ganho patrimonial e ainda sim

permanecer na companhia, caracterizando certo abuso de direito. Sobre o assunto, segundo Renata Brandão Moritz:

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<sup>15</sup>.

Por outro lado, parte da doutrina entende que não é imposto de forma obrigatória ao acionista que ele exerça o direito de retirada na totalidade de suas ações, podendo apenas requerer o reembolso na proporção que julgar conveniente.

Quem defende esta segunda corrente afirma que o direito de retirada parcial não constitui má-fé, e sua legitimidade se justifica pelo fato de que o acionista, ao se deparar com a deliberação ensejadora do direito de recesso, pode querer reduzir sua participação na companhia justamente por ter havido modificação na base estatutária da companhia. Além disso, a CVM já se manifestou, através dos pareceres CVM/SJU nº 050/1979 e nº 66/1979, afirmando que “o recesso parcial não onera a sociedade: beneficia-a, pela redução do montante a ser reembolsado, e aos credores, pela permanência do capital social”.

Somando a isso, Bulhões Pedreira e Lamy Filho, renomados autores de Direito Societário no Brasil, ainda expõem o ponto de vista no qual o Art. 137 inciso VI da LSA, ao restringir o direito de recesso apenas aos acionistas titulares de ações na data da primeira publicação do edital de convocação da assembleia, ou na data da comunicação do fato relevante objeto da deliberação, se anterior àquela data, não exige como requisito do direito de retirada a saída do acionista da companhia propriamente dita, pois ainda pode manter seu *status* de acionista por ações adquiridas após as datas referidas. Explica-se a seguir:

---

<sup>15</sup> 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. p. 56-57.

Se o acionista somente tem o direito de retirada em relação às ações de que era titular nessas datas e não pode exercê-lo em relação às ações adquiridas após essas datas, a 'retirada' ou saída do acionista da companhia não é requisito fundamental ao exercício do direito, e o direito de retirada parcial não fere o instituto do recesso ou do reembolso<sup>16</sup>.

Sob essa ótica, pelo fato desse cenário não obstar o exercício do direito de retirada, conclui-se que a retirada parcial não contraria a natureza do direito de recesso.

A segunda consideração a ser feita é que o direito de retirada não é, e tampouco deve ser tratado, como sanção a ato ilícito praticado pela maioria acionária. Isso porque se fosse tratado dessa forma, a Lei admitiria que a companhia poderia praticar atos ilícitos e compensar essa prática através de indenização aos acionistas dissidentes, o que não ocorre, dado que são previstos meios punitivos específicos à companhia e seus administradores quando perceptível a ocorrência da prática de atos ilícitos.

A LSA exige certos requisitos para que o acionista possa exercer o direito de retirada. O primeiro deles, conforme já citado acima, é a titularidade das ações na data da primeira publicação relativa à deliberação que vai ensejar a possibilidade da retirada mediante reembolso, ou na data da comunicação do fato relevante objeto da deliberação, se anterior, conforme Art. 137 § 1º da LSA.

Essencial destacar que a redação atual do dispositivo supra busca evitar abusos no exercício de retirada, visto que, em sua redação anterior, bastava que o acionista fosse titular das ações na data da assembleia geral. Isso possibilitava ao acionista a compra de ações antes do início da assembleia geral, apenas por saber das deliberações que iriam ser votadas e que seriam passíveis de ensejar o direito de retirada. Dessa forma, o acionista poderia exercer o recesso apenas nesse objetivo e, por conseguinte, causar prejuízos à companhia.

---

<sup>16</sup> LAMY FILHO; PEDREIRA, 2017, p. 277.

A Lei expõe como requisito também a dissidência do acionista. Isso não implica, portanto, na exigência da presença do acionista na assembleia geral e no voto contra a deliberação, pois a manifestação da dissidência acontece automaticamente com o exercício do direito de retirada. Apenas é vedado o exercício do recesso ao acionista que aprovou a deliberação em sede de assembleia geral.

Faz-se necessário destacar que, conforme já exposto, não é exigida a presença do acionista na assembleia geral para que ele possa ter a possibilidade de exercer seu direito de retirada. De igual modo, o acionista que comparece à assembleia geral tem o direito de retirada garantido tanto nos casos de se abster da votação, quanto nos casos de votar contra a aprovação da matéria, consoante disposição do Art. 137 §2º da LSA.

Por fim, a acima citada manifestação da dissidência do acionista também constitui requisito legal para poder exercer o recesso. O acionista deve comunicar a companhia, ou verbalmente durante a própria assembleia geral, ou, caso não faça dessa maneira, no prazo estipulado no Art. 137 inciso IV da LSA. São conferidos trinta dias, a contar da publicação da ata da assembleia geral que deliberou a hipótese ensejadora do direito, através de documento escrito a ser enviado à própria companhia.

Há, ainda, para entendimento de alguns autores, a previsão de que as ações devam ter sido prejudicadas pela modificação dos direitos nos casos de criação de ações preferenciais ou na alteração nos seus direitos.

No entanto, a necessidade de comprovação do prejuízo, como elemento objetivo, exige explicação mais vasta que será apresentada no final do presente subitem e no próximo, das “Hipóteses de Cabimento”.

Isso porque o Art. 136 incisos I e II da LSA trata da criação e do aumento de ações preferenciais, e da alteração nas preferencias, vantagens e condições de resgate ou amortização das classes de ações preferenciais, assim como criação de nova classe mais favorecida. Nessa perspectiva, torna-se preciso deslindar sobre quem seriam os prejudicados por tais

hipóteses e, por conseguinte, identificar quem teria direito de retirada nos cenários supracitados.

Quanto ao critério temporal do direito de retirada, o prazo decadencial do seu exercício, ditado no Art. 137 §4º da LSA, pode sofrer algumas alterações a depender da matéria deliberativa, principalmente no tocante ao termo inicial da contagem do prazo.

A regra geral é que o reembolso da ação deve ser reclamado à companhia em até trinta dias a contar da publicação da ata da assembleia geral, conforme disposição do Art. 135 inciso IV da LSA. Se for o caso de deliberação em assembleia especial, conta-se o mesmo prazo a partir da data da publicação da ata da assembleia especial, como dita o Art. 137 inciso V da LSA.

Em se tratando de incorporação, fusão, incorporação de ações ou incorporação pela controladora de companhia controlada, operações societárias previstas, respectivamente, nos Arts. 227, 228, 252 e 264, todos da LSA, o prazo de trinta dias começa a correr a partir da data da publicação da ata da assembleia geral que aprovar o protocolo ou justificação. Contudo, o pagamento do reembolso fica condicionado a efetivação da operação societária, de acordo com o Art. 230 da LSA.

A última alteração de prazo para exercício do direito de retirada está prevista no Art. 236 § único da LSA, no caso de desapropriação do controle da companhia por pessoa jurídica de direito público. Nessa hipótese, o prazo é de sessenta dias a contar da data da publicação da ata da primeira assembleia geral da companhia realizada após a desapropriação do controle.

Retomando a discussão presente na doutrina societária em relação ao suposto requisito do direito de retirada, que seria a exigência da comprovação de que a deliberação resulta em prejuízo financeiro, cabe destacar que a discussão não inclui as hipóteses dos incisos I e II do Art. 136 da LSA, nas quais o prejuízo é elemento intrínseco da matéria.

Por um lado, alguns autores entendem que é preciso provar que da deliberação resulta-se prejuízo econômico para o acionista, como é o seguinte caso:

Não basta ser dissidente. É mister provar legítimo interesse e prejuízo resultante da deliberação assemblear. Não pode o preceito, norteado pelos propósitos mais elevados de proteger as minorias contra as arbitrariedades da maioria, constituir-se em fonte de abusos e locupletamentos<sup>17</sup>.

O fato é que, de novo, para além do previsto no inciso I do Art. 137 da LSA, que será abordada no próximo subitem, não é requisito legal a verificação do prejuízo ao acionista para que o direito de recesso possa ser exercido. No caso do dispositivo legal supra, a Lei é expressa ao afirmar que nas hipóteses do Art. 136 incisos I e II da LSA “somente terá direito de retirada o titular de ações de espécie ou classe prejudicadas”.

Sob essa ótica, em nenhuma outra norma contida nos incisos do Art. 136 nem no Art. 137 da LSA, tampouco nos demais dispositivos que geram possibilidade de direito de recesso aos acionistas, o prejuízo é tido como requisito para os acionistas dissidentes da deliberação poderem exercê-lo.

Todavia, doutrina renomada do Direito Societário brasileiro tem se posicionado no sentido de que o exercício do direito de retirada pelos acionistas dissidentes deve ser motivado. Deve se comprovar, portanto, que seu direito de participação acionária, representante do interesse patrimonial na sociedade, foi atingido ou diminuído.

Assim entende Modesto Carvalhosa:

Dessa forma, em todas as hipóteses, deve haver direito atingido, não se presumindo, portanto, que todo e qualquer acionista possa retirar-se da companhia, tão-somente invocando modificações decididas em assembleia geral (de) que, por ação ou omissão, discordou, mas que, no entanto, não atingem desfavoravelmente os seus *interesses patrimoniais*<sup>18</sup>.

---

<sup>17</sup> BATALHA, Wilson de Souza Campos. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas* (Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976). v. 2. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 1977. p. 263-264.

<sup>18</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 3. ed. v. 2. rev e atual. Rio de Janeiro: Ed. Saraiva, 2003. p. 895.

Ou seja, ainda que o elemento comprobatório do prejuízo não esteja mencionado de forma expressa nos dispositivos legais, novamente, para além dos casos do Art. 136 incisos I e II da LSA, há quem entenda que, pela origem e forma em que é tratado o direito de retirada no âmbito societário do direito brasileiro, pela forte presença de seu caráter excepcional e, principalmente, por obrigar a companhia a desembolsar financeiramente recursos monetários a serem pagos ao acionista dissidente, é preciso restar notável que a aprovação da deliberação assemblear é capaz de prejudicar o investimento do acionista a ponto dele não achar justo arcar com os riscos da aprovação da matéria.

Por outro lado, doutrina majoritária entende que, não se enquadrando nos cenários apontados nos incisos I e II do Art. 136 da LSA, não é condição para exercício do direito de retirada a comprovação do prejuízo, porque, primeiramente, o que justifica o exercício do direito de retirada pelo acionista é a modificação da estrutura essencial do estatuto social da companhia, e não qualquer perda financeira ou dano patrimonial.

Em segundo lugar, como já exposto em parágrafos acima do presente texto, o direito de recesso é direito potestativo do acionista. Dessa forma, em se enquadrando nos casos previstos na Lei, que serão tratados no subitem a seguir do presente capítulo, é direito-poder do acionista retirar-se da sociedade mediante reembolso, não sendo permitido à companhia manifestar vontade contrária.

Somado a isso, justamente por ter de ser tratado de maneira excepcional e por ser visto como direito cogente, devem as interpretações dos dispositivos legais quanto à matéria do direito de retirada serem analisadas da mesma maneira.

Nessa perspectiva, o direito de retirada é direito essencial do acionista previsto no Art. 109 da LSA e, como se sabe, não pode ser restringido senão por lei *strictu sensu*. É justamente por esse motivo, e pelo fato de a Lei não exigir de forma expressa a comprovação do prejuízo para

que possa ser exercido, é que não é possível presumir que sua demonstração seja condição para exercer o direito de recesso.

Como último ponto da discussão, é importante lembrar que nem sempre a matéria aprovada em âmbito de assembleia geral é geradora de prejuízo ao acionista. Muitas vezes as deliberações são tomadas por quórum de maioria, e, em teoria, sempre buscando o interesse social da companhia. Por outro lado, o direito de retirada é direito individual e subjetivo do acionista de decidir não mais permanecer sócio da companhia após aprovação de matéria modificadora das bases essenciais de seu estatuto social.

É mister abordar também sobre o valor do reembolso das ações a ser pago pela companhia ao acionista dissidente. O reembolso tem sua disciplina legal no Art. 45 da LSA e, de modo geral, o estatuto social da companhia tem liberdade para fixar as normas e estabelecer os critérios para fixação do seu valor.

O valor do reembolso poderá ser inferior ao valor do patrimônio líquido da companhia se for estipulado com base no seu próprio valor econômico, apurado em avaliação por peritos ou empresa especializada, e seguindo as normas do §§3º e 4º do dispositivo legal supra.

Por falta de definição específica de “valor econômico da companhia”, utilizam-se os critérios previstos nos incisos do Art. 170 §1º da LSA para chegar a sua determinação. Nesse modo, pode ser definido, principalmente, pela perspectiva de rentabilidade da companhia, que envolve avaliação dinâmica da companhia, seu fluxo de caixa descontado.

Também pode ter sua definição através do valor do patrimônio líquido da ação, sendo este o valor contábil ou avaliados os bens a preço de mercado. Por fim, o terceiro critério tange à cotação das ações na bolsa de valores ou no balcão, levando como base o valor da troca no mercado de valores mobiliários.

Em caso de omissão do estatuto social, aplica-se como valor do reembolso das ações o valor do patrimônio líquido contábil da ação previsto no balanço patrimonial da companhia.

Somente após de definido e constatado no estatuto social o critério de apuração do reembolso, o valor será pago ao acionista dissidente à conta do capital social ou de lucros ou reservas, desde que não seja a reserva legal a qual se refere o Art. 193 da LSA.

Caso os acionistas dissidentes não forem substituídos no prazo de até cento e vinte dias, contados a partir da data da publicação da ata da assembleia geral, os órgãos de administração da sociedade devem convocar nova assembleia geral para promover a redução do capital social da companhia, e, por conseguinte, realizar a devida alteração no estatuto social.

## **2.4 Hipóteses de Cabimento**

Antes de apontar as hipóteses que ensejam o direito de retirada em si, serão apresentadas algumas classificações da doutrina quanto à classificação de grupos em que as hipóteses se encaixam.

Parte da doutrina, como Lamy Filho e Bulhões Pedreira, entende que os fatos que autorizam o exercício do direito de retirada podem ser subdivididos em: (i) hipóteses em que são feitas modificações nos direitos de participações dos acionistas, por exemplo: criação de ações preferenciais e aumento desproporcional de classes de ações preferenciais; (ii) hipóteses em que são feitas modificações essenciais no estatuto social da companhia, à título exemplificativo: redução do dividendo obrigatório, mudança no objeto social e transformação da companhia em outro tipo societário; e (iii) hipótese em que há compra de controle por companhia aberta e o preço da

aquisição ultrapassar uma vez e meia o maior dos três valores previstos nas alíneas do inciso II, consoante Art. 256 §2º da LSA<sup>19</sup>.

Já outros doutrinadores, como Nelson Eizirik, dividem as treze hipóteses do Art. 136 da LSA que podem ensejar o direito de retirada do acionista da companhia em: (i) hipóteses que visam proteger os acionistas contra deliberações que reduzem os seus direitos de participação; e (ii) hipóteses que visam proteger os acionistas das deliberações que alteram profundamente a organização da companhia<sup>20</sup>.

Cabe ainda, através de entendimento de Julian Chediak, lembrar a taxatividade e excepcionalidade das hipóteses que ensejam direito de retirada aos acionistas, sem que possam ser criadas quaisquer hipóteses, fora das previstas na Lei, através de interpretações normativas por analogia ou com teor extensivo:

Por isso, não se pode interpretar os dispositivos da lei que regulam o direito de recesso de forma extensiva ou por analogia. Também não é correta a criação de hipóteses de direito de retirada a partir de interpretação de dispositivos da lei que não sejam expressos nesse sentido. As hipóteses de direito de retirada são taxativas e qualquer interpretação diversa traria enorme insegurança ao sistema das sociedades anônimas<sup>21</sup>.

As principais hipóteses que garantem ao acionista a possibilidade de exercer o direito de retirada estão previstas no rol taxativo dos incisos Art. 136 da LSA, que devem seguir os comandos descritos nos incisos do Art. 137 da LSA. Para além do apontado, há outros dispositivos dispersos na Lei que permitem que o acionista se retire da sociedade recebendo o reembolso no valor das suas ações, que também serão vistos no presente estudo.

A primeira hipótese do Art. 136 da LSA é criação de ações preferenciais que não tinham previsão nem autorização anterior no estatuto social. Disposta no Art. 136 inciso I e Art. 137 inciso I, ambos da LSA, a criação de ações preferenciais garante aos acionistas titulares de ações

---

<sup>19</sup> LAMY FILHO; PEDREIRA, 2017, p. 252.

<sup>20</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. v. II. São Paulo: Quartier Latin, 2011b. p. 208.

<sup>21</sup> CHEDIK, 2021, p. 126.

ordinárias o direito de retirada, caso sejam dissidentes da deliberação e cumpram os requisitos do direito de recesso, já explicados neste trabalho monográfico.

Já a segunda hipótese, diferentemente da primeira, trata do caso no qual já existem ações preferenciais na companhia, todavia, por deliberação assemblear, ocorre aumento desproporcional desta classe de ações. Também prevista no inciso I de ambos os artigos supracitados da Lei, os titulares das ações de espécie ou classe prejudicadas pela aprovação de aumento de classe de ações preferenciais existente possuem seu direito de retirada garantido, sem guardar proporção com as demais classes de ações.

É certo que o Art. 137 inciso I da Lei previu de forma genérica que o direito de recesso, nos casos acima citados, seria garantido apenas aos titulares de ações de espécies ou classes prejudicadas. No entanto, é preciso analisar, caso a caso, quais acionistas seriam os prejudicados em cada situação descrita.

Na primeira hipótese, por exemplo, é certo que a criação de ações preferenciais tem impacto aos acionistas titulares de ações ordinárias pois, aos titulares de ações preferenciais são garantidos alguns direitos e vantagens especiais, que, devido a sua criação, pode acabar por interferir no direito dos acionistas detentores de ações ordinárias.

Já em relação a quem seriam os prejudicados com o aumento das ações preferenciais sem guardar proporção com as demais, a doutrina societária tem opinião controvertida. De um lado, há quem defenda que somente os acionistas detentores de ações preferenciais seriam os prejudicados, e do outro lado, que o prejuízo também poderia abarcar os titulares de ações ordinárias da companhia.

Como pode ser observado a seguir, Nelson Eizirik defende a ideia de que somente aos acionistas detentores de ações preferenciais é assegurado o direito de retirada no caso em comento:

O novo texto legal, inequivocamente, 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 original, qual seja, de que o recesso somente subsiste em face da alteração da proporção entre as diversas classes de ações preferenciais<sup>22</sup>.

Sob outra perspectiva, Modesto Carvalhosa defende ser estendido aos acionistas titulares de ações ordinárias o direito de recesso, em se tratando da mesma situação:

A regra de que o direito cabe a qualquer acionista não deve, no entanto, ser entendida como absoluta. Há o pressuposto de que o interesse do acionista foi atingido. [...]. Se, no entanto, a modificação dos direitos de uma espécie, forma ou classe repercute em outra espécie, classe ou forma, os titulares destas ações atingidas podem exercer o direito. Será o caso de criação de preferenciais, aumento desproporcional ou modificação (favorável) dos direitos referentes a elas, do que decorrerá prejuízo aos interesses patrimoniais dos titulares de ações ordinárias<sup>23</sup>.

A terceira hipótese envolve a alteração dos direitos nas ações preferenciais, na forma do Art. 136 inciso II e Art. 137 inciso I da LSA. A alteração das preferências, vantagens e condições de resgate ou amortização de classes preferenciais confere direito de retirada da sociedade aos titulares das ações prejudicadas. A quarta hipótese trata da criação de nova classe de ações preferenciais mais favorecida, cuja criação enseja direito de retirada aos titulares das ações prejudicadas – nesse caso, aos titulares de ações preferenciais das demais classes, que foram prejudicadas.

O quinto cenário, previsto no Art. 136 e Art. 137, inciso III de ambos os dispositivos da Lei, garante direito de recesso aos acionistas dissidentes da deliberação que aprovou a redução do dividendo obrigatório. A sexta hipótese, que será abordada de forma profunda ao longo do presente trabalho, trata da fusão da companhia ou incorporação da companhia em outra, que dá, aos acionistas da companhia fundida ou incorporada, direito de recesso com previsão nos Art. 136 inciso IV e Art. 137 incisos II da Lei.

---

<sup>22</sup> EIZIRIK, 1997, p. 210.

<sup>23</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. Arts. 75 a 137. 5. ed. v. II. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 1.076.

Quando observado o Art. 136 inciso V combinado com o Art. 137 inciso II da LSA, nota-se que, da deliberação assemblear que aprova a participação da companhia em grupo de sociedades, é assegurado também direito de retirada ao acionista dissidente da deliberação, desde que suas ações não apresentem estado de liquidez e dispersão no mercado. Outra hipótese, abrangida no Art. 136 inciso VI da LSA, garante direito de retirada aos acionistas dissidentes quando, em âmbito de assembleia geral, o objeto social da companhia é alterado.

Por fim, a última hipótese do Art. 136 da LSA que enseja previsão aos acionistas exercerem direito de retirada seria no caso de cisão da companhia. Consoante ordem do Art. 136 inciso IX e obedecendo as disposições do Art. 137 inciso III, ambos da LSA, essa hipótese específica também será tratada de forma mais afunda.

O Art. 136-A da Lei, dispositivo acrescentado apenas no ano de 2015 com a Lei 13.129/2015, prevê o direito de retirada no caso de aprovação de convenção de arbitragem no estatuto social. No entanto, deve-se observar que a inserção de cláusula de convenção de arbitragem no estatuto social não enseja direito de recesso se essa inserção representar condição para que valores mobiliários da companhia sejam admitidos à negociação no mercado financeiro ou se essa inserção for efetuada no estatuto social de companhias abertas cujas ações tenham características de liquidez e dispersão no mercado financeiro, encaixando-se no Art. 137 alínea “a” e “b” do inciso II da Lei 6.404/76.

Otávio Yazbek, em seu voto proferido no âmbito do Processo CVM nº RJ 2011/11770, exemplifica as demais hipóteses de direito de recesso previstas na Lei 6.404/76, para além das taxadas no Art. 136 da LSA, que serão tratadas a seguir:

Pretendem os Investidores que se reconheça que o §4º, ao estender às operações ali relacionadas o regime estabelecido no art. 264, também criaria uma hipótese nova de direito de recesso, autônoma em relação às demais regras que tratam da matéria, nomeadamente em relação ao direito de recesso estabelecido no art. 137 da Lei n.º 6.404/1976 – o que ocorre, aliás, com outros direitos de recesso

espalhados em dispositivos da mesma Lei, como, exemplificativamente, aqueles previstos no art. 221, no §4º do art. 223, no parágrafo único do art. 236, nos §§1º e 2º do art. 252 e no §2º do art. 256.

No Art. 221 da LSA, o recesso é previsto no caso da companhia ser transformada em outro tipo societário. Em regra, a transformação da companhia exige unanimidade de aprovação de seus acionistas, no entanto, se houver previsão contrária no estatuto social, os acionistas dissidentes podem se retirar da sociedade mediante o recebimento do reembolso de suas ações.

Já o Art. 223 §4º da LSA prevê a possibilidade dos acionistas se retirarem da companhia caso ela não promova seu registro na CVM, para que suas ações sejam admitidas à negociação em bolsa. Em linhas gerais, se após uma operação de incorporação, fusão ou cisão, a sociedade tiver de abrir seu capital, e não for promovida a abertura no prazo de cento e vinte dias, previsto no §3º do dispositivo legal supra, é facultado aos acionistas se retirarem da sociedade pelo descumprimento dessa previsão. Nesse caso, o recesso mediante reembolso tem que respeitar o valor das ações conforme o Art. 45 da LSA, assim como o disposto nos §§1º e 4º do Art. 137 da LSA.

O direito de retirada previsto no Art. 236 § único da LSA é referente a situação de uma pessoa jurídica de direito público adquirir o controle de companhia que já estava em funcionamento. Em regra, os acionistas têm direito de pedir reembolso de suas ações diante deste fato. No entanto, encontram-se impedidos de exercer tal direito se a companhia já tinha seu controle exercido por outra pessoa jurídica de direito público ou por alguma concessionária de serviço público.

Conforme será tratado mais a diante no presente trabalho monográfico, na incorporação de ações há previsão de direito de retirada para os acionistas tanto da sociedade incorporadora quanto da sociedade que terá suas ações incorporadas. Neste caso, conforme o Art. 252 §§ 1º e 2º da LSA, os acionistas de ambas as sociedades podem exercer tal direito, desde que observados os requisitos do Art. 137 inciso II da LSA. No

próximo capítulo, especificamente no subitem 3.2, a hipótese será detalhadamente explicada, assim como a diferença entre as operações de incorporação de sociedades e incorporação de ações.

Outra hipótese a ser abordada é a do Art. 256 §2º da LSA, cuja compra de controle de sociedade por companhia aberta pode ensejar a possibilidade de direito de recesso aos acionistas dissidentes. Entende-se que, nesse caso, quem tem o direito de exercer a retirada mediante reembolso são os acionistas da companhia compradora, visto que o §2º é expresso ao abordar “[...] o acionista dissidente da deliberação da assembleia que aprovar terá o direito de retirar-se da companhia mediante reembolso no valor de suas ações[...]”. Tendo em vista que o caput do dispositivo legal em comento exige apenas deliberação da assembleia geral da companhia compradora, os únicos acionistas possíveis de serem dissidentes da deliberação assemblear são os desta companhia.

Ademais, para que o direito de recesso do Art. 256 §2º da LSA possa ser exercido, além de ser necessária a observância dos requisitos do Art. 137 inciso II da LSA, é exigido que o preço da aquisição seja superior a uma vez e meia o maior dos três valores dispostos nas alíneas do seu inciso II.

Por fim, a última hipótese mencionada é a do Art. 264 §§3 e 4º da LSA. Em se tratando de incorporação de companhia controlada por sociedade controladora, o caput deste artigo exige, no documento de justificção da operação, a apresentação do cálculo da relação de substituição das ações dos acionistas não controladores da companhia controlada com base no valor do patrimônio líquido das ações de ambas as companhias.

O §3º prevê que, caso a relação de substituição não siga os ditames do caput e acabe sendo menos vantajosa para os acionistas da controlada, se eles forem dissidentes da deliberação que aprovou a operação, lhes é garantido a possibilidade de retirar-se da sociedade. Nesse caso, seu direito

de retirada conta ou com o recebimento do valor do reembolso, conforme o Art. 45 da LSA, ou do valor que receberiam da relação de substituição prevista no caput.

O §4º do mesmo dispositivo legal estende a aplicação das normas expostas acima para operações de incorporação de sociedade controladora por sua sociedade controlada, em operações de fusão de companhia controladora com a controlada, na incorporação de ações de companhia controlada ou controladora, e nas operações de incorporação, fusão e incorporação de ações de sociedades sob controle comum.

## CAPÍTULO 3 - NEGÓCIO JURÍDICOS DE UNIFICAÇÃO E DIVISÃO DE SOCIEDADES

### 3.1 Conceito e Modalidades de Operações Societárias

A LSA, em seus Arts. 220 e 223, prevê algumas operações societárias que ensejam reorganização societária. Por meio da transformação, uma sociedade já existente tem seu tipo societário modificado e, por meio de incorporação, fusão e cisão, sociedades são unificadas ou divididas. Essas três podem ser classificadas da seguinte forma:

Os três casos constituem processo de sucessão, visto que sucessão pode ser definido como o processo em que uma pessoa transfere ou transmite para outra um conjunto de bens e direitos (provavelmente, assumirá igualmente alguns passivos relacionados com o patrimônio recebido), tornando-se esta proprietária dos referidos bens e direitos (e igualmente devedora de eventuais passivos), tanto que poderá exercer todos os direitos inerentes à propriedade, como, por exemplo, deles poderá dispor<sup>24</sup>.

Pelo princípio societário da liberdade de contratar, é plenamente possível que as sociedades combinem operações a fim de alcançar os melhores resultados pretendidos, estabelecendo as bases negociais e até fazendo uso de outros instrumentos legais.

No entanto, é preciso, sobretudo, atentar-se às partes relacionadas específicas de cada operação, tais como acionistas minoritários e investidores. Ademais, de acordo com Nelson Eizirik<sup>25</sup>, faz-se imperiosa também a observância das normas que as disciplinam, cujo seu caráter cogente impede a prevalência do princípio da liberdade contratual.

No que tange à normas cogentes, há certas regras, especialmente as que definem objetos e requisitos de operações societárias, que também possuem esse caráter. São elas:

---

<sup>24</sup> MUNIZ, Ian de Porto Alegre. *Fusões e Aquisições – Aspectos Fiscais e Societários*. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 83.

<sup>25</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. v. III. São Paulo: Quartier Latin, 2011c. p. 212.

(i) que definem o objeto da operação; (ii) que regulam a convocação, instalação e deliberação da assembleia geral; (iii) que disciplinam a manifestação da vontade social e a definição das condições do negócio em assembleia geral; (iv) que disciplinam a avaliação dos patrimônios líquidos que formam o capital social; (v) que dispõem sobre a transferência dos patrimônios mediante sucessão universal; (vi) que conferem direito de retirada ao acionista dissidente; (vii) que subordinam o negócio à prévia aprovação dos debenturistas; (viii) que asseguram ao credor prejudicado ação para pleitear anulação da operação; e (ix) que asseguram ao credor o direito de pedir a separação dos patrimônios, em caso de falência, para que os créditos sejam pagos pelos bens das respectivas massas<sup>26</sup>.

As operações societárias envolvem uma série de procedimentos e etapas a serem seguidas que dizem respeito à definição das condições do negócio, à formação e regulamentação do negócio jurídico e seus efeitos. Nessa perspectiva, são elaborados dois documentos, denominados protocolo e justificação, que tratam das definições das condições da operação. Posteriormente, esses documentos têm que ser submetidos aos órgãos competentes das sociedades envolvidas na operação para que possam deliberar sobre o contrato do negócio jurídico a ser feito.

À luz da importância dos documentos mencionados para operações societárias, o protocolo a ser elaborado envolve os administradores e sócios das companhias participantes da operação e, conforme será tratado adiante no presente trabalho, sua validade é condicionada a aprovação da assembleia geral.

A fim de aumentar o conhecimento da operação, também é elaborado o documento de justificação, que deve conter os motivos e interesses pelos quais a operação está sendo realizada. Somado a isso, a justificação deve indicar também a composição do capital social da companhia após o desenvolvimento da operação, o valor do reembolso que deve ser pago aos acionistas dissidentes da deliberação que aprovou a operação e eventuais modificações nos direitos dos acionistas titulares de ações preferenciais.

Interessante abordar que as operações societárias podem ser estruturadas entre sociedades de diversos tipos societários, no entanto, a exigência é que elas sejam personificadas. Por isso, companhias, sociedades

---

<sup>26</sup> EIZIRIK, 2011c, p. 213.

limitadas, sociedades em comandita por ações, sociedades em comandita simples, sociedades simples e sociedades em nome coletivo podem ser partes de cisões, fusões e incorporações.

Em se tratando de operações que envolvam sociedades de tipos societários diferentes, é entendimento de Lamy Filho e Bulhões Pedreira:

A operação de que são partes sociedades de tipos diferentes implica, todavia, a transformação de ao menos uma delas, e nesse caso há coligação dos negócios jurídicos de transformação com o de incorporação, fusão ou cisão<sup>27</sup>.

Todavia, como já exposto, o Artigo 221 da LSA é expresso ao prever que a transformação da sociedade depende do consentimento unânime de seus acionistas ou sócios, salvo se houver previsão contrária no estatuto ou contrato social, caso em que os dissidentes da deliberação possuem direito de retirada.

Silente sobre essa situação, Nelson Eizirik defende a seguinte ideia:

Quando a resultante da operação for uma companhia, aplica-se a Lei das S.A.; se resultar uma sociedade regida pelo Código Civil, suas normas serão as aplicáveis, nos casos de fusão e incorporação. Como o Código Civil silenciou inexplicavelmente sobre a cisão, aplicam-se à operação as normas da Lei das S.A., inclusive quanto às sociedades simples<sup>28</sup>.

Como abordado previamente no capítulo 2 do presente trabalho, do “Direito de Recesso”, o interesse social da companhia norteia as deliberações e condutas dos acionistas e órgãos de administração da sociedade. Nessa perspectiva, as operações de incorporação, fusão e cisão também devem ser desenvolvidas visando atender o interesse social.

Nessa seara, é vedado ao acionista controlador, por exemplo, organizar uma operação societária em que o objetivo seja adquirir vantagem indevida para si ou para outrem, em prejuízo dos demais acionistas, trabalhadores ou investidores da companhia. Esse cenário caracteriza

---

<sup>27</sup> LAMY FILHO; PEDREIRA, 2017, p. 1.266.

<sup>28</sup> EIZIRIK, 2011c, p. 215.

exercício abusivo de poder por parte do acionista controlador, previsto no Art. 117, §1º, alínea “a” da LSA.

Outro ponto a se destacar é que as operações acima citadas, sejam elas envolvendo companhias abertas ou sociedades ligadas, constituem fato relevante e, por este motivo, devem ter sua divulgação perante a CVM e ao mercado. Em conjunto com essa regra, as operações devem seguir as normas da CVM quanto às informações prestadas aos investidores e aproveitamento econômico de ágio.

O quórum de aprovação das operações de fusão, incorporação quanto a sociedade incorporada e cisão está previsto no Art. 136 incisos IV e IX da LSA. O quórum é qualificado, tendo a necessidade de aprovação dos acionistas que representem no mínimo a metade do total de votos conferidos pelas ações com direito a voto, salvo se previsão diversa no estatuto social de companhias fechadas. Por outro lado, o quórum exigido para aprovação da operação de incorporação na sociedade incorporadora é o da maioria absoluta, seguindo a regra do Art. 129 da LSA.

Com o objetivo de garantir condições de liquidez semelhantes e não causar danos ao acionista pela redução de liquidez de sua posição acionária, o Art. 223 §3º da LSA impõe que se a incorporação, fusão ou cisão tiver como parte envolvida da operação uma companhia aberta, as sociedades sucessoras também devem ser abertas.

Por esse motivo, devem, no prazo máximo de cento e vinte dias contados a partir da data da assembleia geral que aprovou a operação, obter registro perante a CVM. Ademais, se as ações detidas pelo acionista na antiga sociedade eram negociadas no mercado secundário, é dever da companhia promover admissão de negociação das novas ações neste mercado. Essa regra pode ser explicada a seguir:

A norma visa a assegurar aos acionistas minoritários de companhia aberta que, por força de operação de incorporação, fusão ou cisão, passam a ser sócios de companhia fechada, a manutenção de condições de liquidez dos títulos recebidos semelhantes às do anteriores. Ou seja, sua situação, enquanto investidores, não

pode ser prejudicada; por outro lado, não têm direito de ver melhoradas as condições de liquidez de suas ações<sup>29</sup>.

Conforme já exposto neste trabalho, caso o registro na CVM não seja promovido dentro do prazo disposto, o Art. 223 §4º da LSA garante aos acionistas o direito de retirar-se da sociedade nos trinta dias seguintes ao término do prazo referido, mediante reembolso de suas ações previsto no Art. 45 da LSA.

Importante ressaltar que o começo da contagem do prazo é a partir do último dia que a companhia tinha para se registrar como companhia aberta na CVM, e não da data da publicação da ata da assembleia geral que aprovou a operação, indicado no Art. 137 inciso IV da LSA.

Nesse caso específico, o fato gerador do direito de recesso não advém da operação societária de incorporação, cisão ou fusão em si, mas sim, do fato da companhia sucessora não adquirir sua condição de companhia aberta perante a CVM dentro do prazo legal.

Ademais, como o direito de recesso não nasce de deliberação assemblear – e sim de ausência de registro para se tornar companhia aberta no prazo previsto – todos os acionistas podem exercê-lo, até mesmo os que votaram em favor da deliberação que aprovou a operação.

### **3.2 Operação de Incorporação**

Prevista no Artigo 227 da LSA, a incorporação de empresas é uma operação societária na qual uma ou mais sociedades, denominada(s) incorporada(s) são absorvidas por outra sociedade, denominada incorporadora. Essa operação incorre no desaparecimento da incorporada, com a consequente sucessão universal de todos os direitos e obrigações da incorporada para a incorporadora.

---

<sup>29</sup> EIZIRIK, 2011c, p. 218.

Nessa perspectiva, a incorporação necessariamente envolve a passagem forçada dos acionistas da sociedade incorporada para a incorporadora, salvo os que exercerem direito de retirada. De igual modo, a operação envolve a transmissão total do patrimônio da incorporada para a incorporadora, com a conseqüente extinção da sociedade incorporada.

Ademais, as ações da incorporada são sub-rogadas nas novas ações que vão as substituir na incorporadora. A conseqüência disso é a sucessão de todos os direitos e obrigações da sociedade, assim como a consolidação do seu patrimônio, unificando tanto os grupos sociais quanto as organizações sociais de ambas as sociedades.

No Brasil, as sociedades optam pela realização de incorporação em relação à fusão justamente por ser menos burocrática: na fusão todas as sociedades envolvidas na operação desaparecem, sendo necessário novo registro no Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica perante o Ministério da Economia (“CNPJ”) e requerimento de demais autorizações, como alvará de localização, inscrição estadual e municipal para a sociedade criada.

Além disso, no que tange ao campo fiscal, na fusão há certos prejuízos fiscais perdidos, enquanto na incorporação há um melhor aproveitamento. À título exemplificativo, imagina-se um cenário no qual a sociedade incorporadora possui nos seus ativos um prejuízo fiscal. Nessa perspectiva, o incentivo fiscal foi dado para o seu CNPJ em específico, não para outro. Se fosse realizada operação de fusão, na qual ambas as sociedades desaparecem, o CNPJ da sociedade que possui prejuízo fiscal também desapareceria, logo, seu incentivo também seria extinto.

Quanto a possíveis classificações da operação de incorporação, uma delas possibilita sua distinção como horizontal ou como vertical. A incorporação é classificada como horizontal quando não há participação de uma sociedade na outra antes da operação. As sociedades têm acionistas ou sócios diferentes umas das outras, por isso, o patrimônio da sociedade

incorporada é transferido à sociedade incorporadora, que, por sua vez, sofre aumento de seu capital social.

Já a incorporação vertical é tida dessa forma quando a operação envolve subsidiária integral e controladora: as ações da subsidiária integral são detidas pela sociedade que exerce total controle sobre aquela. Nesse cenário, as ações da sociedade incorporada ou se extinguem ou são substituídas por ações em tesouraria na sociedade incorporadora.

Contudo, a incorporação ainda pode ser taxada como híbrida, o que acontece quando a sociedade incorporadora detém parcialmente as ações da sociedade incorporada.

A operação de incorporação, assim como toda e qualquer operação societária, é um procedimento, e, em decorrência disso, envolve um conjunto de atos jurídicos sequenciais para se chegar ao resultado desejado. Na fase preparatória da operação, os administradores ou sócios da sociedade negociam as bases da incorporação, que deverão ser descritas no protocolo, junto com todas as condições da operação, na forma do Art. 224 da LSA.

Posterior a isso, o protocolo e a justificativa da operação precisam ser aprovados por deliberação em assembleia geral de cada sociedade – a assembleia geral pode, para além de aprovar, tanto recusar o protocolo, seja por julgar incompleto ou incompatível com os interesses da sociedade, quanto determinar que sejam feitas alterações no documento.

A terceira fase do procedimento é a de implementar a operação de fato: é nesta fase que ocorre a integralização do patrimônio da sociedade incorporada na sociedade incorporadora, com o seu conseqüente aumento de capital. Em decorrência disso, é neste momento também que os acionistas da sociedade incorporada vão receber suas ações em substituição às ações que nela detinham, com base na relação de troca proposta pelos órgãos de administração. A relação de troca deve ter sido aprovada em sede assemblear pelas duas sociedades envolvidas na operação.

Por último, são desenvolvidos os atos complementares, que envolvem registros públicos em relação à sucessão, debenturistas, eventuais credores e acionistas que exerceram o direito de retirada. Para que a operação possa produzir efeitos perante terceiros, é necessária sua publicização. Nessa perspectiva, é competência dos administradores da sociedade incorporadora promoverem o arquivamento e a publicação dos atos da incorporação.

Em decorrência das etapas de definição, formação e execução do negócio, o procedimento de incorporação prevê em seu curso, em tese, três assembleias gerais. A primeira delas, realizada pela sociedade incorporadora, tem por objetivo a aprovação do protocolo e a nomeação de peritos para avaliação do patrimônio líquido da sociedade incorporada. Já a segunda assembleia geral, feita pela sociedade incorporada, aprova o protocolo e dá autorização aos administradores da companhia para praticarem os atos necessários para que a operação de incorporação possa se tornar efetiva. Por fim, a terceira ocorre para a sociedade incorporadora aprovar o laudo de avaliação e, desse jeito, a incorporação é firmada.

No entanto, em busca de celeridade e praticidade do procedimento, é possível que as duas assembleias gerais previstas para a sociedade incorporada se unam em uma só, que deve ser instaurada apenas depois de disponibilizado o laudo de avaliação elaborado pelos peritos, nomeados pelos administradores ou acionistas das sociedades.

Dessa forma, a assembleia geral teria por ordem do dia a aprovação do protocolo, a ratificação da escolha dos peritos e a aprovação do laudo, tornando efetiva a incorporação.

Conforme exposto acima, é necessária a aprovação do protocolo e do laudo em âmbito de assembleia geral. Enquanto a justificativa é obrigada a seguir os requisitos previstos nos incisos do Art. 225 da LSA, o protocolo é uma espécie de pré-contrato ou de proposta, sem força vinculante, cujo objetivo é descrever a operação de maneira sucinta.

Deve detalhar em número, espécie e classe as ações da sociedade incorporadora que serão atribuídas aos sócios da sociedade incorporada em decorrência da relação de substituição de seus direitos de sócios, a solução tangente às ações do capital, a forma em que o estatuto social da incorporadora vai ser modificado devido a incorporação e demais condições da operação.

Além disso, o protocolo deve tratar também do aumento do capital social da sociedade incorporadora decorrente da criação das ações que vão ser atribuídas em substituição às da sociedade incorporada. Nessa perspectiva, deve ser estipulado o valor do aumento de capital, a data do balanço patrimonial da incorporada que a avaliação terá como base, assim como seus critérios de avaliação e o tratamento de potenciais variações patrimoniais que venham a surgir posterior a data estipulada.

Ponto interessante a ser destacado é que a realização de operação de incorporação não interrompe os negócios das companhias envolvidas, de modo que ambas continuam exercendo suas atividades sociais. Por esse motivo é tão importante regular o momento em que a companhia incorporada vai deixar de existir, definindo-se, então, a “data base” e o tratamento às variações patrimoniais posteriores a essa data.

Dessa forma, a chamada “data base” é a data em que o patrimônio da companhia vai ser avaliado, por meio do levantamento do balanço patrimonial e das demais demonstrações financeiras da companhia até o marco temporal estipulado.

No entanto, exceto quando se tratando de operações entre partes relacionadas, com assento normativo no Art. 264 da LSA, não há previsão legal que obrigue a ser realizada avaliação do patrimônio líquido da sociedade incorporadora.

No mais, pela própria natureza da operação de incorporação, que envolve justamente a integralização do capital social da sociedade

incorporada, os acionistas da sociedade incorporadora não têm direito de preferência no aumento do seu capital social.

No presente trabalho, cabe abordar a diferença entre a operação de incorporação de empresas e incorporação de ações. Definida no Art. 252 da LSA, a incorporação de ações consiste na operação pela qual uma companhia brasileira adquire todas as ações de outra companhia afim de convertê-la em subsidiária integral. Nessa perspectiva, as companhias são unificadas, mas não de forma completa: a incorporação ocorre apenas do ponto de visto econômico-social, visto que a companhia cujas ações foram incorporadas continua existindo, mas na condição de subsidiária integral da sociedade incorporadora.

O efeito final dessa operação é a formação de um único corpo social com os mesmos direitos de participações. O motivo pela adesão desta operação depende, de forma geral e por lógica, do cenário da operação e das companhias envolvidas. No entanto, seu diferencial está no fato de que, na incorporação de ações, não ocorre a sucessão universal do patrimônio da sociedade incorporada, fazendo preservar a distinção da personalidade jurídica dos patrimônios.

Portanto, como os patrimônios das sociedades continuam a ser distintos, o mesmo conjunto de sócios passa a ter participação direta no patrimônio da sociedade incorporadora, e participação indireta na subsidiária integral.

Há quem compara esta operação a uma espécie de *drag along*, na qual não há alternativa, os acionistas são forçados a irem para uma nova companhia, se esse for o desejo da maioria. O *drag along*, em brevíssima explicação, seria o direito de exigir a venda conjunta, que se opera no direito de arrastar outro acionista junto na venda de suas ações.

De forma sucinta, na operação de incorporação de empresas, a sociedade incorporada é extinta e, conseqüentemente, há a migração dos acionistas de uma sociedade para outra. Já na incorporação de ações, os

acionistas são “carregados” e obrigados a irem para outra companhia, mantendo a existência da sociedade que teve suas ações incorporadas como subsidiária integral da incorporadora.

Para fins deste trabalho monográfico, a principal distinção entre as duas operações de incorporação está na previsão do direito de retirada aplicável a cada uma delas. Na incorporação de sociedades, apenas os acionistas da incorporada dissidentes da deliberação podem exercer o direito de recesso, desde que observados os requisitos presentes no Art. 137 inciso II da LSA.

Por outro lado, na incorporação de ações é possível que os acionistas de ambas as companhias, tanto da companhia incorporadora quanto da companhia cujas ações foram incorporadas, possam exercer o direito de retirada. No entanto, devem ser observados de igual forma os requisitos gerais do direito de recesso e os previstos no Art. 137 inciso II da LSA.

### **3.3 Operação de Cisão com Criação de Sociedade Nova**

De modo geral, a operação de cisão é prevista no Art. 229 da LSA e indica, em sua modalidade parcial, um negócio jurídico no qual a sociedade é dividida em frações, havendo a transferência dessa(s) parcela(s) do patrimônio para outra(s) sociedade(s), ora constituída(s) para esse fim, ora já existente(s). A consequência da cisão parcial é a divisão do capital social da sociedade cindida.

Por outro lado, em se tratando de cisão total, há a versão de parcelas envolvendo todo o patrimônio da sociedade cindida para outras sociedades. De igual forma, essas sociedades podem ser tanto constituídas para essa finalidade, ou já existentes. Por consequência da cisão parcial, a sociedade cindida é extinta.

Neste subitem será abordada a operação de cisão com criação de sociedade nova e, no subitem seguinte do presente capítulo, será tratada a cisão com incorporação de parcela cindida em sociedade já existente.

Salvo quando se trata de cisão desproporcional, que exige deliberação unânime, é essencial abordar o fato que os acionistas continuam a exercer participação, com mesmas proporções, tanto na sociedade cindida quanto na(s) que absorve(m) parcela(s) do patrimônio.

Analisando a cisão total com criação de nova sociedade, nota-se que a criação de novas sociedades tem por objetivo absorver as parcelas da sociedade cindida, com a consequente sub-rogação das ações desta nas ações daquela.

Por lógica, consoante o Art. 229 § 1º da LSA, a sociedade cindida é extinta e há sucessão de todos os direitos e obrigações da parcela do patrimônio absorvida, no entanto, limitado na proporção do patrimônio líquido absorvido. As parcelas patrimoniais da sociedade cindida são consolidadas nas novas sociedades criadas e há a formação dos grupos e organizações sociais destas.

Em se tratando de cisão parcial, uma ou mais sociedades são criadas para absorver parcelas do patrimônio da sociedade cindida, que por sua vez vai permanecer existindo com o restante do patrimônio não absorvido por outra. As ações que se extinguem na sociedade cindida são sub-rogadas nas ações da(s) nova(s) sociedade(s) constituída(s).

Nelson Eizirik enxerga a operação de cisão da seguinte forma:

A cisão pode ser utilizada como mecanismo de desconcentração da sociedade original, repartindo-se seu patrimônio entre várias sociedades e realocando-se os acionistas entre elas, atendendo a razões de descentralização administrativa, de diversificação de investimentos ou da necessidade de especialização. Pode, ainda, ser utilizada para resolver disputas insolúveis entre sócios, permitindo a divisão do patrimônio e a separação dos conflitantes em distintas sociedades. Muitas vezes a cisão é usada como instrumento de concentração empresarial, mediante combinação de várias operações, na chamada 'cisão fusão' ou 'cisão

incorporação', em que o patrimônio da empresa é cindido como etapa preparatória à incorporação da sucessora por outra sociedade<sup>30</sup>.

Nesse sentido, há dois fatores básicos capazes de distinguir a operação de cisão da alienação de ativos. Em primeiro lugar, na cisão, os sócios da sociedade cindida passam a ser sócios da sociedade sucessora, enquanto na venda de ativos, os sócios não são realocados de sociedade. Além disso, a cisão tem previsão legal e um procedimento específico a se seguido, enquanto a venda de ativos decorre de mero contrato, podendo, por vezes, depender de aprovação assemblear.

Conforme exposto acima, a cisão, assim como as operações de incorporação e fusão, também é um procedimento, e, em decorrência disso, envolve um conjunto de atos jurídicos sequenciais para se chegar ao resultado pretendido.

A primeira etapa procedimental é a definição do negócio jurídico pelos administradores ou sócios da sociedade. Nesse sentido, são elaborados o protocolo e a justificação, que devem ser aceitos em assembleia geral da sociedade cindida.

A segunda etapa é marcada pela aprovação do protocolo e da justificação pela assembleia geral, sendo iniciada a formação do negócio jurídico da cisão. A terceira etapa, portanto, consiste na execução do negócio: a mesma assembleia geral nomeia os peritos que farão a avaliação da parcela do patrimônio cindida. Ao ser aprovado o laudo de avaliação, também em sede de assembleia geral, considera-se constituída a nova companhia.

Sob a mesma lógica da operação de incorporação, na prática, é facultado à companhia cindida realizar apenas uma assembleia geral, que deve ser convocada após disponibilizado o laudo de avaliação elaborado pelos peritos.

---

<sup>30</sup> EIZIRIK, 2011c, p. 256.

Nesta assembleia geral una, o protocolo é aprovado, a escolha dos peritos pelos administradores ou sócios é ratificada, ocorre a deliberação sobre o laudo e, com as aprovações necessárias, a operação é efetivada e a nova companhia é constituída.

O protocolo a ser aprovado deve informar, primeiramente, sobre as condições que estiverem sujeitas a operação. Além disso, deve abordar sobre as ações, em número, espécie e classe, que vão ser atribuídas aos sócios da sociedade cindida, assim como os critérios para a relação de substituição. É preciso conter também informações sobre os elementos passivos e ativos formadores da parcela de patrimônio, os critérios e datas de avaliação do patrimônio líquido cindido, assim como o tratamento quanto a potenciais variações patrimoniais que podem vir a surgir após a data delimitada.

Somado a isso, sendo o caso de cisão com criação de sociedade nova, o protocolo deve conter o valor do capital social da nova sociedade e seu projeto de estatuto social.

Já o documento de justificação pode tanto ser apresentado no mesmo documento do protocolo ou em documento apartado, e deve conter, primeiramente, a finalidade da operação de cisão, explicando os motivos e interesses da sociedade com a realização da operação. Somado, deve conter as ações que os acionistas detentores de ações preferenciais vão receber e, se houverem mudança nos seus direitos, devem ser expostas também as suas razões.

Quando a cisão envolver criação de nova companhia, deve ser indicado seu capital social e as espécies e classes de ações que o compõe. Por fim, a justificação também deve apresentar o valor do reembolso que os acionistas dissidentes da deliberação que aprovou a cisão vão receber com o exercício do seu direito de recesso.

Faz-se necessário aludir que o patrimônio líquido a ser verificado para estabelecer o preço do reembolso reflete a situação econômica da

companhia antes da cisão, por isso, utiliza-se como base o balanço patrimonial anterior a operação.

O Art. 229 §5º da LSA indica a relação de substituição das ações: a regra geral é que os acionistas da sociedade cindida recebem ações da sociedade sucessora na proporção em que possuíam naquela, em modalidade de sub-rogação real legal.

Contudo, a segunda parte do dispositivo legal supracitado prevê cenário em que os acionistas da sociedade cindida receberiam ações em proporção diferente. No entanto, para que essa atribuição possa acontecer, é necessária a aprovação de todos os acionistas da sociedade cindida inclusive dos titulares de ações preferenciais sem direito a voto.

A versão do patrimônio da sociedade cindida, mediante título universal, por ser decorrente de ato único de universalidade de direitos, faz formar o capital social da sociedade sucessora criada.

Pela regra consagrada na primeira parte do caput do Art. 233 da LSA, quando a operação de cisão faz extinguir a companhia cindida, as sociedades que absorvem suas parcelas de patrimônio, sejam elas novas ou já existentes, ficam responsáveis solidariamente por suas obrigações sociais – “isso porque elas sucedem a cindida em todos os direitos e obrigações, inclusive nos não relacionados no protocolo de cisão”<sup>31</sup>.

Já no caso de subsistência da companhia cindida, pela regra da segunda parte do caput do Art. 233 da LSA, a sociedade cindida e a(s) sociedade(s) criada(s) respondem solidariamente pelas obrigações da sociedade cindida, desde que anteriores à operação de cisão. Contudo, sucedem direitos e obrigações previstos no protocolo.

O § único do referido artigo prevê cenário distinto: é possível estipular que, no caso de cisão parcial, a(s) sociedade(s) que absorver(em) parcela(s) do patrimônio da companhia cindida fique(m) apenas

---

<sup>31</sup> EIZIRIK, 2011c, p. 262.

responsável(eis) pelas obrigações que lhe foram transferidas. Dessa forma, sua responsabilidade seria referente a parcela específica absorvida, sem incidir o fenômeno da responsabilidade solidária.

No entanto, qualquer credor anterior da companhia pode se opor a isso em relação ao seu crédito, desde que notifique a companhia no prazo de noventa dias, a contar da data da publicação dos atos da cisão.

### 3.4 Operação de Cisão com Incorporação

A modalidade de cisão com incorporação, bastante utilizada em operações societárias no Brasil, envolve o negócio jurídico da cisão com transferência de parcela(s) de patrimônio para sociedade(s) já existente(s), que a(s) absorve(m).

Essencial fazer menção ao Art. 229 §3º que prevê regra importante para o presente estudo: “a cisão com versão de parcela de patrimônio em sociedade já existente obedecerá às disposições sobre incorporação (artigo 227)”.

Sob essa perspectiva, Orlando Gomes afirma:

A cisão em que uma ou mais parcelas do patrimônio da cindida são transferidas para Sociedade ou Sociedades existentes constitui coligação de dois negócios jurídicos típicos – cisão e incorporação: (a) a transferência de parcela de patrimônio da cindida para outra Sociedade é a característica do negócio jurídico de cisão; (b) a absorção de parcela de patrimônio da cindida por Sociedade existente é a característica do negócio jurídico de incorporação; (c) esses negócios jurídicos típicos podem, como quaisquer outros, ser reunidos ou coligados, como expressamente admitido pela LSA ao dispor, no artigo 233, que ‘a incorporação, fusão e cisão podem ser operadas entre sociedades de tipos iguais ou diferentes e deverão ser deliberadas na forma prevista para alteração dos respectivos estatutos ou contratos sociais’. A norma do §3º do artigo 229 da LSA, que aplica à cisão com incorporação as disposições sobre incorporação, reafirma o princípio do direito contratual de que ‘os contratos coligados não perdem a individualidade, aplicando-se lhes o conjunto de normas próprias do tipo a que se ajustam<sup>32</sup>.

Nelson Eizirik também define a operação:

---

<sup>32</sup> GOMES, Orlando. *Direito de família*. 4. ed. Rio de Janeiro, 1981. p. 118.

Uma das modalidades da operação, bastante usada na prática dos negócios, é a cisão com incorporação, em que há versão de parcela do patrimônio da cindida para Sociedade já existente. Manifesta-se, aqui, uma modalidade de operação em que a Sociedade direciona suas atividades para determinada área do mercado em que poderá atuar mais eficazmente, abrindo mão daquela, menos lucrativa ou fora do seu âmbito principal de negócios, cuja parcela de patrimônio correspondente será absorvida por outra Sociedade<sup>33</sup>.

A cisão com incorporação, assim como é da essência da operação de cisão, pode ser realizada de forma parcial ou total. É parcial quando uma ou mais parcelas do patrimônio da sociedade cindida são incorporados por outras sociedades já existentes, e a cindida continua a existir com o restante do patrimônio. Por outro lado, é total quando o patrimônio da sociedade cindida é incorporado na sua integralidade por sociedades existentes.

É essencial aludir que a cisão total com incorporação precisa envolver mais de uma sociedade existente na absorção de parcelas de patrimônio da sociedade cindida. Caso a versão do patrimônio seja direcionada a apenas uma sociedade, configura-se apenas a operação de incorporação.

Esta modalidade, como as demais acima tratadas, também exige a observância de procedimento legal composto por etapas. A primeira, que contém a definição das estipulações do negócio jurídico, prevê a elaboração do protocolo e da justificação, pelos administradores ou sócios de ambas as sociedades, que vão ser submetidos à assembleia geral nas duas sociedades.

Posterior a isso, a segunda etapa dá início a formação do negócio jurídico, quando as assembleias gerais deliberam sobre a operação e aprovam o protocolo, formando, assim, a cisão com incorporação.

Por fim, a terceira etapa diz respeito a execução do negócio jurídico e a realização de três assembleias geral: duas na sociedade incorporadora e uma na sociedade cindida. Todavia, na prática, como já abordado acima, a operação pode ser realizada mediante uma assembleia geral da sociedade incorporadora, com prévia elaboração do laudo de avaliação.

---

<sup>33</sup> EIZIRIK, 2011c, p. 262-263.

A operação em comento faz aumentar o capital social da sociedade sucessora já existente. Em regra, após a aprovação do protocolo e da justificação da incorporação, a assembleia geral da sociedade incorporadora deve autorizar o aumento do capital social que será subscrito e realizado através da versão da parcela do patrimônio. Somado a isso, deve também nomear os peritos que vão avaliar o patrimônio líquido da parcela a ser incorporada.

Enquanto isso, a assembleia geral da sociedade cindida deve conceder autorização aos administradores da companhia a praticarem todo e qualquer ato necessário à efetivação do negócio da incorporação.

Finalmente, a sociedade incorporadora convoca outra assembleia geral que deve deliberar sobre o laudo de avaliação e, caso aprovado, a operação torna-se efetiva. Cabe aos administradores de ambas as sociedades promoverem o arquivamento e a publicação dos atos da operação.

Assim como nas demais operações de reestruturação societária, a justificação deve ser elaborada seguindo os comandos do Art. 225 da LSA. Já o protocolo deve conter, primeiramente, as características em número, espécie e classe das ações da sociedade incorporadora que vão ser concedidas na relação de substituição. Em decorrência disso, deve ser previsto também no documento o valor do aumento de capital da sociedade incorporadora, derivado da integralização da parcela cindida.

Também deve abordar, para além dos ativos e passivos da parcela do patrimônio que vai ser incorporada, os critérios de avaliação do patrimônio líquido desta parcela. Por fim, o documento tem de versar também sobre as alterações no estatuto social das sociedades e demais condições que devem ser aprovados para tornar efetiva a operação.

## **CAPÍTULO 4 - DIREITO DE RECESSO NA HIPÓTESE DE CISÃO COM INCORPORAÇÃO DA PARCELA CINDIDA EM SOCIEDADE JÁ EXISTENTE**

### **4.1 Contextualização**

Como visto no capítulo 2 do presente trabalho, “Do Direito de Retirada”, o direito de recesso surge como a prerrogativa de garantir ao acionista a decisão de não permanecer em uma companhia que não atende mais aos seus interesses. Isso é derivado de mudanças na estrutura e na organização das bases da sociedade, mudanças essas que podem ter atingido justamente aquilo que levou o acionista a investir na companhia em um primeiro momento.

No entanto, é preciso lembrar que essas mudanças são derivadas de decisão em favor do interesse social da companhia, decorrente do princípio majoritário incidente na estrutura societária. Já exposto, o princípio majoritário abrange a ideia de que o acionista controlador da sociedade seria quase a personificação do interesse social e, por este motivo, agiria de acordo a priorizar o interesse da companhia e de seus acionistas como um todo.

É de tamanha importância o bom exercício do voto dos acionistas que a própria LSA, em seu Art. 115, prevê o exercício do direito de voto no interesse da companhia, que significaria o voto no interesse do conjunto de sócios. A positivação dessa regra faz inferir que, caso um acionista não vote no interesse da sociedade na qual faz parte, esse voto está sujeito a revisão, seja ela judicial ou arbitral, a depender do estatuto social.

Entende-se, portanto, que o interesse da companhia passou a ser uma questão legal, com fulcro jurídico, e não mais meramente econômica. O próprio caput do dispositivo supra dispõe que o voto será considerado abusivo quando “exercido com o fim de causar dano à companhia ou a

outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas”.

Sob esse prisma, o §1º do mesmo artigo aborda quatro situações em que o acionista da companhia fica impedido de votar em sede assemblear, por se entender que nelas há a presença de conflito de interesses entre o acionista e a sociedade.

Do mesmo modo, o § único do Art. 116 da LSA expressa que o acionista controlador deve usar o poder que detém para fazer realizar o objeto social da companhia e cumprir sua função social. Isso implica, portanto, na decisão de escolher o melhor caminho para atingir a finalidade da lucratividade e bom resultado dos negócios sociais.

Nessa perspectiva, ao se deparar com determinada deliberação tomada em sede de assembleia geral pelos acionistas, entende-se e presume-se que ela foi pensada e votada visando o melhor interesse da companhia.

Trazendo a ideia do voto pelo interesse social da companhia no âmbito de deliberações que ensejam as hipóteses de direito de recesso dos acionistas na sociedade, constata-se que esse direito essencial deve ser interpretado de forma restritiva. Isso porque além de ser uma reserva ao princípio majoritário, seu exercício envolve certa descapitalização da companhia, pois aos acionistas é assegurado o reembolso no valor de suas ações.

É notório que a descapitalização da companhia tem o potencial de gerar sobre ela graves impactos, podendo atrapalhar, e até mesmo impedir, a execução dos seus negócios. Dessa forma, o princípio da continuidade da atividade empresarial incide de maneira grandiosa no caso do direito de recesso, pois é facultado aos órgãos da administração da sociedade a convocação de nova assembleia geral para reconsiderar a deliberação que ensejou o direito de retirada.

A previsão acima, contida no Art. 137 §3º da LSA, demonstra justamente que a companhia pode tentar preservar seu montante de capitalização e dar prosseguimento a execução do negócio social ao invés de reembolsar os acionistas que optarem por exercer sua retirada.

Isso não contraria o interesse social da companhia, visto que seria instaurada nova assembleia geral e assim, teria nova votação, que acabaria por ou ratificar a deliberação ensejadora do recesso, ou reconsiderar e manter os acionistas nesta condição na sociedade.

Torna-se, novamente, comprovada a importância da taxatividade das hipóteses que podem ensejar a retirada da companhia mediante reembolso. Nesse sentido, Ian Muniz expressa sua posição no seguinte texto:

O direito de recesso, ao criar para a companhia a obrigação de pagar o preço de reembolso das ações dos minoritários dissidentes, significa a compensação de interesses particulares sacrificados legitimamente em prol do interesse social<sup>34</sup>.

Os casos em que se considera sacrificado o interesse dos minoritários em benefício do interesse social são expressa e taxativamente enumerados em lei. Assim, o que dá ensejo ao direito de recesso é a aprovação de matéria que, por implicar em rompimento do pacto social, tal como reconhecido em lei, permite ao dissidente a retirada com o reembolso de sua participação na sociedade<sup>35</sup>.

A sua existência pode severamente limitar a capacidade do acionista controlador de deliberar sobre operações de fusão, incorporação ou cisão, visto que a obrigação de reembolsar o minoritário que resolva se retirar pode inviabilizar financeiramente uma sociedade<sup>36</sup>.

Ante o exposto, é necessário identificar se os acionistas, diante de deliberação que aprova a cisão com incorporação de parcela cindida em sociedade já existente, têm a possibilidade de exercer direito de recesso com a observância dos requisitos da operação de cisão ou os requisitos da operação de incorporação.

Essa discussão existe por um descuido legislativo na regra prevista no Art. 229 §3º da LSA e pela ausência de previsão legal expressa no Art. 137 da LSA sobre a hipótese de cisão com incorporação de parcela cindida em sociedade já existente.

---

<sup>34</sup> EIZIRIK, Nelson. *Temas de Direito Societário*. v. I. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 248.

<sup>35</sup> *Ibid.*, p. 248.

<sup>36</sup> MUNIZ, 2015, p. 300-301.

Antes de entrar na observação da hipótese sob os dois regramentos, faz-se necessário pronunciar que essa é uma das situações do mundo jurídico em que é possível encontrar indicações de caminhos diferentes a serem seguidos, mas, ao mesmo tempo, igualmente lógicos. A defesa de ambos os entendimentos faz sentido, independente do lado a ser escolhido.

#### **4.2 Tratamento da cisão com incorporação de parcela cindida como operação de incorporação**

Como já exposto anteriormente no presente trabalho, a incorporação de uma companhia em outra enseja a possibilidade de exercício do direito de retirada aos acionistas da companhia incorporada, conforme regras do Art. 136 inciso IV e Art. 137 inciso II da LSA.

Preliminarmente, faz-se necessário para este estudo distinguir companhia aberta de companhia fechada. Em rápida explicação, de acordo com o Art. 4º da LSA, a diferença entre os dois tipos societários está na admissão ou não da emissão dos valores mobiliários de uma companhia para serem negociados no mercado de valores mobiliários.

Nessa perspectiva, por garantia prevista no §1º do dispositivo legal supra, “somente os valores mobiliários de emissão de companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários podem ser negociados no mercado de valores mobiliários”. Rachel Sztajn apresenta a seguinte definição do que seria o mercado de valores mobiliários:

Diz-se mercado de valores mobiliários aquele em que o conjunto de operações nele contratadas têm como bens objeto, ações, debêntures ou outros títulos admitidos à negociação em bolsa ou balcão organizado (esse o mercado clássico de valores mobiliários até a recente inclusão dos derivativos, qualquer que seja o ativo subjacente no mercado)<sup>37</sup>.

---

<sup>37</sup> SZTAJN, Rachel. Conceito de Liquidez na Disciplina do Mercado de Valores Mobiliários. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo, nº 126, 2002. p. 12.

Constata-se, dessa forma, que as companhias que não possuem emissão de seus valores mobiliários admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários são classificadas como companhias fechadas.

O Art. 137 inciso II da LSA dita que não podem exercer direito de resgate os acionistas titulares de ações que apresentem características de liquidez e dispersão no mercado de valores mobiliários.

É possível inferir da norma mencionada que, nas companhias fechadas, o direito de retirada não possui restrição, bastando estar em conformidade com os requisitos e condições para seu exercício, já exaustivamente explicados neste trabalho.

Isso se explica pelo fato de as ações de companhias fechadas não estarem admitidas ao mercado de valores mobiliários, logo, não teriam como apresentar, nem hipoteticamente, condições de liquidez e dispersão.

No entanto, a situação se modifica quando se trata de companhia aberta, visto que seus valores mobiliários, inclusive suas ações, se encontram em negociação no mercado citado.

Cabe, nessa seara, abordar rapidamente os conceitos de liquidez e dispersão utilizados pela Lei e trazer a explicação dessa vedação ao exercício do direito de retirada.

Pela redação do Art. 137, inciso II, alínea “a” da LSA, diz-se liquidez:

Quando a espécie ou classe de ação, ou certificado que a represente, integre índice geral representativo de carteira de valores mobiliários admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários, no Brasil ou no exterior, definido pela Comissão de Valores Mobiliários.

A interpretação desse artigo segue sua mesma lógica:

Entende-se a noção de liquidez no texto do Art. 137, no sentido de facilidade de transferência do ativo, sem que o preço seja afetado de modo significativo pelo fluxo de ordens de compra/venda, e sem que haja demora na finalização do

negócio. Implica haver, no mercado, número suficiente de interessados naquela classe ou espécie de ação[...]”<sup>38</sup>.

Quanto ao critério de dispersão, o Art. 137, inciso II, alínea “b” da LSA determina que há dispersão “quando o acionista controlador, a sociedade controladora ou outras sociedades sob seu controle detiverem menos da metade da espécie ou classe de ação”.

Dessa forma, a dispersão da base acionária seria avaliada na seguinte comparação:

Quantidade de ações com efetivas possibilidades de circulação no mercado em relação ao total de ações representativas do capital social da companhia. Quanto maior o número de titulares para essa quantidade de ações, maior a dispersão. Esse cálculo é importante para que se avalie o aumento ou a redução da liquidez da ação em cada momento<sup>39</sup>.

Faz-se imperioso lembrar a regra disposta no Art. 229 §3º da LSA, na qual “a cisão com versão de parcela de patrimônio em sociedade já existente obedecerá às disposições sobre incorporação (artigo 227)”.

Considerando que o ordenamento jurídico é uno, as normas devem ser entendidas como integrantes de um mesmo sistema, sem que se possa isolar sua interpretação, sobretudo das demais normas do mesmo texto legal. Nesse sentido: “As normas jurídicas nunca nascem sozinhas, ou soltas, mas sim, dentro de um contexto, de forma que elas criam relações específicas entre si”<sup>40</sup>.

Entende-se, portanto, que pela regra citada, na cisão com incorporação, apesar de a operação ter sido criada no bojo de uma cisão, os efeitos para os acionistas da sociedade cindida em relação à parcela do patrimônio cindida, são da operação de incorporação e, por esse motivo, devem ser observadas as disposições sobre incorporação.

---

<sup>38</sup> SZTAJN, 2002, p. 18.

<sup>39</sup> SZTAJN, 2002, p. 8.

<sup>40</sup> BOBBIO, Noberto. *Teoria do Ordenamento Jurídico*. 6. ed. São Paulo: Editora UNB, 1995. p. 19-20.

O resultado disso, transportando para o direito de recesso, seria a aplicação das normas de direito de retirada das operações de incorporação, previstas no Art. 137 inciso II e Art. 136 inciso IV da LSA, e não dos casos de cisão, regido pelo Art. 137 inciso III e Art. 136 inciso IX da LSA.

Contudo, é necessário fazer algumas ressalvas quanto a esse entendimento. Em primeiro plano, cabe ressaltar que as previsões do direito de retirada são mais amplas no caso de incorporação do que nos casos de cisão.

Isso porque, pela Lei societária, a regra no caso de incorporação é ter recesso, com raras exceções, tais quais quando a ação apresentar liquidez e dispersão no mercado de valores mobiliários. Por outro lado, a regra no caso de cisão é não ter recesso, com raras exceções, ou seja, apenas quando a cisão implicar em mudança do objeto social, diminuição de dividendo obrigatório e participação em grupos de sociedades.

Atualmente, são poucas as companhias que atendem ao requisito de liquidez e dispersão previstos na Lei, então, em termos práticos, são poucas as companhias que têm a possibilidade de excluir o direito de recesso nos casos de incorporação. É possível observar isso a seguir:

Dessa conclusão se conclui que os mercados de valores mobiliários brasileiros – bolsa ou balcão – têm baixa liquidez, que não há volume suficiente de ações em circulação que permita prever mudanças de curso prazo no sentido de estimular investidores a não demandar prêmios por perda de liquidez<sup>41</sup>.

Somado a isso, quando se está diante de sociedades fechadas, os requisitos de liquidez e dispersão jamais conseguiriam ser atingidos, pois como suas ações não estão disponíveis no mercado, não há nem mesmo hipoteticamente como ter ausência dos requisitos. Isso configuraria mais um cenário em que o direito de recesso não poderia ser afastado.

Dessa análise, conclui-se que aplicar na hipótese de cisão com incorporação de parcela cindida em sociedade já existente as regras de

---

<sup>41</sup> SZTAJN, 2002, p. 15.

direito de retirada observadas na operação de incorporação apresenta afronta à ideia de interpretação restritiva do direito de recesso.

Como já exposto previamente no presente trabalho, não é possível interpretar extensivamente as previsões de direito de retirada, sobretudo o rol taxativo do Art. 136 da LSA e as regras impostas no Art. 137 da LSA. Ampliar o tratamento do direito de retirada de uma certa hipótese prevista em Lei para que sob ela incidam regras mais brandas e que facilitem a execução do direito de retirada é ir contra a observância de forma taxativa e excepcional do direito em questão.

#### **4.3 Tratamento da cisão com incorporação de parcela cindida como operação de cisão de fato**

Caso sejam respeitadas as regras do direito de retirada das operações de cisão na hipótese de cisão com incorporação de parcela cindida em sociedade já existente, primeiramente, é necessário salientar que a norma prevista no Art. 229, §3º da LSA não estaria sendo contrariada, tampouco se tornaria inútil.

O disposto neste artigo deve atingir somente as questões procedimentais da operação, tais como o modo de elaboração e as informações contidas no protocolo e na justificção. Dessa forma, a aplicação das disposições sobre incorporação nas operações de cisão com incorporação de parcela cindida em sociedade já existente seria, somente, quanto ao procedimento da operação.

Essa interpretação se justifica na medida em que o dispositivo legal supracitado faz menção direta e expressa ao Art. 227 da LSA, que trata, justamente, sobre o procedimento aplicável à operação de incorporação. O Art. 229 §3º não direciona sua regra ao Art. 137 da LSA, dispositivo legal que abarca as hipóteses de direito de recesso aplicáveis às operações, sendo possível observar com base no entendimento a seguir:

O parágrafo 3º, do artigo 229, como já dissemos nos comentários a estes apostos, preceitua tão somente que, no caso de cisão com versão de parcela de patrimônio líquido em sociedade existente, se obedeça ao procedimento do artigo 227, a respeito de incorporação, obviamente sem inclusão de direitos substanciais, como o é o direito de retirada ou recesso. Este continua a ser regido pelo instituto da cisão, que não o preconiza para esse tipo de operação<sup>42</sup>.

Não obstante isso, conforme já exposto no presente trabalho, não se pode interpretar com teor extensivo o rol taxativo do Art. 136 da LSA, e suas disposições do Art. 137 da LSA. É vedado, portanto, qualquer aplicação por extensão e analogia do direito de retirada ainda nos casos de cisão como incorporação de parcela cindida em sociedade já existente.

Por esse motivo, para fazer incidir o regramento da incorporação no direito de retirada na hipótese em comento, seria necessário que o Art. 229 §3º da LSA fizesse expressa e direta menção ao Art. 137 inciso II da LSA.

Ou, ainda, que o Art. 137 previsse, de forma expressa, que a modalidade de cisão com incorporação de parcela cindida em sociedade já existente seguisse as regras do seu inciso II, o que não o faz. Pelo fato de seu inciso III não contemplar qualquer distinção de modalidade, é possível inferir que sua aplicação deva ser válida para a operação de cisão de forma geral, em todas as suas modalidades.

É assim que entende Ian Muniz quanto a vedação de interpretação extensiva:

Nesse sentido, há uma tendência mundial pela inexistência ou restrição ao mínimo das hipóteses de recesso, classificando-o, assim, como um preceito de caráter excepcional, que se interpreta restritivamente, não comportando analogia ou interpretação extensiva que o faça aplicável a outros casos além daqueles previstos em lei<sup>43</sup>.

Na mesma orientação, Nelson Eizirk:

A Lei das S.A. enumera expressa e taxativamente os casos ensejadores do direito de recesso; trata-se de um sistema de tipicidade fechada, não se admitindo a

---

<sup>42</sup> LUCENA, José Waldecy. *Das Sociedades Anônimas*. Comentários à lei (arts. 189 a 300). v. 3. Rio de Janeiro: Renovar, 2012. p. 562.

<sup>43</sup> MUNIZ, 2015, p. 301.

interpretação analógica, muito menos a criação de novas hipóteses de recesso não previstas em lei<sup>44</sup>.

Como já explicada no capítulo 3 do presente trabalho, a operação de cisão é descrita no Art. 229 da LSA tanto quando envolve versão para nova sociedade criada, tanto quando envolve versão de patrimônio para sociedade já existente.

De igual modo, o Art. 137 inciso III da LSA tem incidência clara e direta nas operações de cisão de modo geral, sem distinção de modalidade. É assim que defende Julian Chediak:

[...] não há dispositivo específico que determine a prevalência do regime do direito de recesso previsto para as operações de incorporação sobre o regime específico da cisão, meramente por se tratar de cisão com incorporação da parcela cindida em sociedade já existente<sup>45</sup>.

Nesse sentido, pela regra disposta na Lei, não é congruente a aplicação de regras de direito de retirada sob um tratamento para operação de cisão com versão da parcela de patrimônio em sociedade já existente, e sob outro tratamento nos casos de cisão com criação de nova sociedade.

Se defendida a interpretação que nas operações de cisão com incorporação em sociedade já existente deve o direito de retirada seguir as disposições da incorporação, o dispositivo regulador do direito de recesso das operações de cisão, o Art. 137 inciso III da LSA, só teria aplicação e implicação válida e eficaz para as operações de cisão em que uma nova sociedade é criada. No entanto, não é esta a situação que está descrita na Lei.

Não faz vista defender tal entendimento porque, para além de não ser o que está descrito na norma, o próprio dispositivo legal se tornaria parcialmente ineficaz.

É certo que, para o exercício do direito de retirada poder ser efetuado nas operações de cisão, é necessário, como um dos requisitos alternativos,

---

<sup>44</sup> EIZIRIK, 2005, p. 248.

<sup>45</sup> CHEDIK, 2021, p. 137.

que haja mudança do objeto social na sociedade, conforme Art. 137 inciso II alínea “a” da LSA. No entanto, se a sociedade é criada para o fim de incorporar a parcela cindida da outra sociedade, jamais a operação implicará em mudança do seu objeto, porque, no momento inicial, o objeto já seria justamente esse.

Se sua atividade preponderante coincidir com a decorrente do objeto social da sociedade cindida, que é justamente a exceção prevista no dispositivo legal citado, o Art. 137 inciso III da LSA se tornaria “letra morta”, pois não teria utilidade prática alguma. E da lei se presume, para além de sua constitucionalidade no sentido material, de estar em conformidade com o que se dispõe na Constituição Federal de 1988, e no sentido formal, que respeitou o devido processo legislativo, que ela tenha um significado.

Dado que o objetivo das leis em geral é orientar comportamentos dos indivíduos de uma sociedade específica com base nos seus princípios e valores, e ela, quando perde sua importância, significado e valor se torna letra morta, não é cabível elaborar no ordenamento jurídico societário uma norma sem que à ela se atribua um sentido prático. Dessa maneira: “Sem a interpretação, a lei, isolada em sua abstração e generalidade, seria letra morta. A interpretação dá vida à lei”<sup>46</sup>.

Nessa perspectiva, pelo disposto no Art. 229 §3º da LSA, aplicam-se as regras da incorporação nas operações de cisão com incorporação de parcela cindida em sociedade já existente em questões procedimentais. Contudo, quanto as regras do direito de retirada, mantem-se a aplicação das regras de cisão.

Dessa forma, conforme disposto no Art. 137 inciso III da LSA, mesmo quando a operação for de cisão com incorporação de parcela cindida em sociedade já existente, os acionistas têm a possibilidade de exercer o

---

<sup>46</sup> GUSMÃO, Paulo Dourado de. Interpretação da lei: espécies e resultados. In: *Introdução ao estudo do direito*. 16. ed. rev. Rio de Janeiro: Forense, 1994. p. 243.

direito de retirada se a cisão implicar em: (i) mudança do objeto social, salvo quando o patrimônio for vertido para sociedade cuja atividade preponderante coincida com a decorrente do objeto social da sociedade cindida; (ii) redução do dividendo obrigatório; ou (iii) participação e grupo de sociedades.

Uma observação a ser feita é quanto a segunda parte do Art. 229 §5º da LSA. Como já exposto no presente trabalho, trata-se de cenário em que a relação de substituição das ações integralizadas é feita com proporção diferente das que os acionistas possuíam na companhia cindida. Nesse caso, o próprio dispositivo legal exige unanimidade de aprovação dos acionistas, inclusive dos titulares de ações sem direito a voto. Por este motivo, não há de se falar em acionistas dissidentes da deliberação, e, por conseguinte, não há incidência do direito de retirada.

Os requisitos para a cisão garantir direito de recesso foram apresentados. Quanto a modificação do objeto social, é necessário fazer uma ressalva acerca da expressão “atividade preponderante”, ensejadora de possíveis controvérsias na interpretação do dispositivo. A Lei, em momento algum, define o que seria atividade preponderante da companhia para fins de direito de recesso, tampouco estabelece critérios para chegar a tal definição.

Sob essa ótica, é possível inferir sua definição se utilizando de diversos parâmetros, como por exemplo, a atividade responsável pelo maior faturamento e lucro da sociedade, ou a atividade que requer mais aplicação de capital. Pode-se pensar, até mesmo, na atividade que exige maior número de empregados para seu desenvolvimento.

É certo que, se o estatuto social previr uma série de atividades na composição do objeto social da companhia e explicitar que tem alguma(s) que é(são) preponderante sobre as outras, não há dúvidas quanto à sua observância para aplicação das regras do direito de recesso.

Em caso de cisão total, caso a sociedade que adquire parcela(s) do patrimônio da sociedade cindida, seja ela já existente ou constituída para esse fim, apresentar atividade preponderante coincidente com a daquela, não há previsão de direito de retirada por se entender que este cenário se trata meramente de divisão do objeto social. Isso porque, o acionista continua a participar de ambas as sociedades, na proporção que participava na sociedade extinta.

A mesma previsão ocorre na cisão parcial, quando a(s) sociedade(s) que absorver(em) parcela(s) do patrimônio continuar(em) a exercer a mesma atividade da sociedade cindida.

Em se tratando do segundo requisito alternativo, se a(s) sociedade(s) que absorver(em) a(s) parcela(s) do patrimônio da sociedade cindida contiver(em) em seu estatuto social estipulação de dividendo obrigatório no valor inferior ao que lhes era assegurado na sociedade cindida, é possível que exerçam direito de retirada.

O dividendo obrigatório foi criado para assegurar aos acionistas o direito de participar dos lucros da companhia. Caso o estatuto social da companhia seja omissivo, o Art. 202 da LSA expõe que seu valor devido deve corresponder a metade do lucro líquido do exercício social daquele ano.

Sob essa ótica, quando a operação de cisão acaba por ensejar menor proteção ao direito do acionista em participar dos lucros da sociedade, ele tem o direito de retirar-se dela mediante reembolso de suas ações.

A terceira implicação que pode gerar previsão do direito de retirada nas operações de cisão é quando, da operação, é criada a participação em grupos de sociedade. Regulado no capítulo XXI da LSA, entende-se por formado um “grupo de sociedade” quando sociedades que se encontram sob controle comum realizam ato formal de constituição, formando grupo de direito ou de fato, na forma do Art. 265 da LSA.

Ao fazer parte do grupo, a sociedade não perde sua personalidade jurídica, no entanto, tem sua autonomia minimamente privada pois seus interesses ficam subordinados ao grupo como um todo, ou à sociedade que comanda o grupo. A ideia do interesse coletivo, pautada legalmente no Art. 276 da LSA, é sempre em benefício do macro, da coligação das sociedades, mas, por vezes, isso pode acabar desfavorecendo alguma sociedade participante do grupo.

Sobre a operação em comento, é necessário abordar o cenário de quando há, nitidamente, um abuso de sua forma. É o caso de ter sido feita, a toda evidência, uma operação de incorporação, mas ter se utilizada a forma da operação de cisão, com o objetivo de impedir o recesso.

A título exemplificativo, é o cenário de haver cisão de 99% (noventa e nove por cento) do patrimônio da sociedade, com a pretensão de incorporar tal parcela em outra sociedade, no entanto, o tratamento aplicado à operação é o da cisão, para gerar dificuldade aos acionistas de exercerem seu direito de recesso.

É dever do acionista controlador cumprir com seus deveres e responsabilidades atribuídas pela Lei. Caso não o faça, os acionistas minoritários podem promover sua responsabilização por eventuais danos causados. No caso de operações de cisão e incorporação isso não se afasta: o Art. 117 §1º alínea “b” da LSA prevê que a incorporação e a cisão promovidas com o objetivo de gerar vantagem indevida, para ele mesmo ou para outrem em relação aos demais acionistas, é caracterizado como modalidade de exercício abusivo de poder.

Cabe aos acionistas minoritários a comprovação de danos diretos e indiretos e a comprovação do dolo de obter vantagem ilícita decorrentes da deliberação que aprovou a operação.

O abuso de poder pode ser explicado da seguinte forma:

Portanto, para caracterizar o abuso de poder, é necessário que haja dolo, ou seja, que o acionista majoritário tenha praticado o ato conscientemente com o objetivo

de obter uma vantagem indevida para si, causando, em decorrência, um dano à companhia ou ao acionista minoritário. Não basta que fique comprovado que houve uma vantagem para o acionista controlador, ou que os demais acionistas ou a sociedade tenham experimentado a perda<sup>47</sup>.

Conforme o Art. 287, inciso II, alínea “b” da LSA, a prescrição é de três anos para promover ação contra os acionistas ou administradores que tiverem praticado atos que violam atos legais e estatutários, havendo sua reparação civil para, sobretudo, atos dolosos.

---

<sup>47</sup> MUNIZ, 2015, p. 296.

## CONCLUSÃO

Conclui-se, portanto, que o direito de recesso deve ser visto e interpretado de maneira restritiva, primeiramente, por ser uma ressalva ao interesse social, no qual presume-se que os acionistas votam nas deliberações em assembleia geral de modo a gerar os melhores resultados para a sociedade como um todo. Além disso, seu exercício pode gerar descapitalização da companhia e apresentar potencial risco a saúde financeira de seus negócios.

Não à toa, é facultado aos órgãos da administração da sociedade, consoante ordem do Art. 137 §3º da LSA, convocarem nova assembleia geral que possibilita a reconsideração da deliberação ensejadora do direito de recesso. Sua previsão tem origem na ideia do pagamento do preço do reembolso aos acionistas dissidentes da deliberação colocar em risco a subsistência financeira da companhia.

Dessa forma, deve ser respeitada a decisão tomada em âmbito de assembleia geral. A reserva disso é exatamente a previsão do direito de retirada, na qual os incisos do Art. 136 da LSA e demais dispositivos esparsos indicam, de forma extremamente taxativa, as hipóteses em que é possível o acionista se retirar da sociedade, mediante reembolso de suas ações.

Sua incidência se dá pelo fato de que as bases essenciais da estrutura societária da companhia na qual o acionista fazia parte foram modificadas, e ele não mais é obrigado a manter sua condição de acionista diante das mudanças provocadas.

Contudo, conforme já trabalhado no presente texto monográfico, a interpretação do direito de recesso deve ser estrita, não comportando qualquer tipo de interpretação extensiva ou por analogia. Dessa forma, na hipótese de deliberação que aprova a operação de cisão com incorporação de parcela cindida em sociedade já existente isso se mantém.

O Art. 229 da LSA, norma legal que define a operação de cisão, abarca a operação em quaisquer das suas modalidades: seja ela parcial ou total, com criação de nova sociedade com a finalidade de receber a parcela de patrimônio cindida, ou com versão da parcela de patrimônio cindida em sociedade já existente. Nessa perspectiva, qualquer que seja a forma em que é operada, desde que prevista como lícita na Lei, caracteriza-se como cisão.

De igual forma, o Art. 137 inciso III da LSA não diferencia o tratamento do direito de retirada para as diferentes modalidades de cisão. Era de se pensar que, se o tratamento do direito de recesso aplicável para a cisão com incorporação de parcela cindida em sociedade já existente tivesse que seguir o regramento das operações de incorporação, teria que haver expressa previsão legal no dispositivo que trata de direito de retirada, o que não tem.

Por este motivo, aplicam-se as regras do direito de retirada quanto a cisão nas operações de cisão com incorporação de parcela cindida em sociedade já existente. Essa interpretação tem sustentação pelo fato de ser vedada qualquer aplicação por analogia e extensão das regras do direito de retirada, e pelo fato de que é preciso seguir o melhor entendimento do que está na Lei.

O Art. 229 §3º da LSA, ao prever que sobre a operação de cisão com incorporação de parcela cindida em sociedade já existente incidem as regras de incorporação, surte efeitos apenas para questões procedimentais. O próprio dispositivo citado faz menção direta ao Art. 227 da LSA, que é, justamente, a norma legal que trata da incorporação em seus aspectos procedimentais, como por exemplo, aprovação do protocolo e do laudo de avaliação da operação em assembleia geral. Não há menção expressa na Lei quanto as regras do direito de recesso das operações de incorporação.

No mais, caso fosse entendido, pelo princípio da eventualidade, que o Art. 229 §3º da LSA se estenderia às regras direito de retirada e assim, a operação de cisão com incorporação teria que seguir as regras de recesso da

incorporação, o Art. 136 inciso IX combinado com o Art. 137 inciso III e suas alíneas se tornariam, em parte, letra morta.

Para fins de direito de retirada, a LSA não distingue as operações de cisão nas suas diversas ramificações, então inferir que os dispositivos supracitados só teriam eficácia nas operações de cisão com criação de nova sociedade seria, primeiramente, aplicar um direito essencial da forma que não é a que está descrita na Lei.

Em segundo plano, são pouquíssimos os casos hoje em dia de cisão com criação de nova sociedade para abarcar a versão da parcela cindida do patrimônio, por isso, o dispositivo legal, na prática, não teria qualquer aplicabilidade e proveito, tornando-se, portanto, ineficaz.

O terceiro ponto surge pelo fato de que, se a sociedade é criada com o fim de absorver a parcela de patrimônio da sociedade cindida, é certo que sua atividade seria justamente essa. Então, é possível observar que, no momento inicial de sua constituição, não haveria mudança no seu objeto social. Sem que haja mudança no objeto social, pode-se dizer que a alínea “a” do Art. 137 inciso III da LSA não teria qualquer aplicação prática. Seria inferir, portanto, que há um dispositivo na Lei que foi feito para não ser utilizado.

A ressalva que deve ser feita das considerações expostas é quando a operação tange à cisão com abuso de forma, na qual há evidentemente, uma tentativa de frustrar o exercício do direito de recesso para os acionistas da companhia por meio de fraude na forma da operação.

Além de ser caracterizado como modalidade de exercício de abuso de poder e a atitude ser considerada ilícita pelo Art. 117 §1º alínea “b” da LSA, os acionistas podem, através de propositura de ação judicial, comprovar os danos causados pela indisponibilidade de exercer um de seus direitos essenciais.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BATALHA, Wilson de Souza Campos. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas* (Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976). v. 2. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 1977.

BOBBIO, Norberto. *Teoria do Ordenamento Jurídico*. 6. ed. São Paulo: Editora UNB, 1995.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 3. ed. v. 2. rev e atual. Rio de Janeiro: Ed. Saraiva, 2003.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. Arts. 75 a 137. 5. ed. v. II. São Paulo: Saraiva, 2011.

CHEDIAK, Julian Fonseca Peña. O Direito de Recesso nas Operações de Cisão com Incorporação da Parcela Cindida em Sociedade já Existente. *In: Revista de direito das sociedades e dos valores mobiliários*, São Paulo: Almedina Brasil, dez., 2021.

EIZIRIK, Nelson. *Reforma das s.a. e do mercado de capitais*. 1. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997.

EIZIRIK, Nelson. *Temas de Direito Societário*. v. I. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. v. I. São Paulo: Quartier Latin, 2011a.

EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. v. II. São Paulo: Quartier Latin, 2011b.

EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. v. III. São Paulo: Quartier Latin, 2011c.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*. 2. ed. atual e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

LUCENA, José Waldecy. *Das Sociedades Anônimas*. Comentários à lei (arts. 189 a 300). v. 3. Rio de Janeiro: Renovar, 2012.

GUSMÃO, Paulo Dourado de. Interpretação da lei: espécies e resultados. In: *Introdução ao estudo do direito*. 16. ed. rev. Rio de Janeiro: Forense, 1994.

MUNIZ, Ian de Porto Alegre. *Fusões e Aquisições – Aspectos Fiscais e Societários*. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

SZTAJN, Rachel. Conceito de Liquidez na Disciplina do Mercado de Valores Mobiliários. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo, nº 126, 2002.

GOMES, Orlando. *Direito de família*. 4. ed. Rio de Janeiro, 1981.