

# UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO

---



Marcelo Vieira Ribeiro

## **O Direito de Retirada nas Sociedades Anônimas: Fundamentos Jurídicos e Hipóteses Legais**

RIO DE JANEIRO  
Maio de 2014

Marcelo Vieira Ribeiro

**O Direito de Retirada nas Sociedades Anônimas: Fundamentos Jurídicos e Hipóteses Legais**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Escola de Ciências Jurídicas da Universidade Federal do Estado do Rio de Janeiro (UNIRIO) como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Direito.

Orientador: Prof. M.Sc. Roberto Júlio da Trindade Junior.

RIO DE JANEIRO  
Maio de 2014

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço ao Prof. Roberto Trindade, pela confiança e pela orientação deste trabalho, e aos demais professores da Escola de Ciências Jurídicas da UNIRIO, pelos ensinamentos ministrados.

Agradeço a meus colegas de curso, pela ajuda e companheirismo nessa longa caminhada.

Agradeço aos amigos, familiares e colegas da CVM, pelo apoio irrestrito durante o período do curso, e em especial a Suzana, cuja compreensão e suporte foram fundamentais para que eu chegasse ao fim dessa jornada.

## **LISTA DE SIGLAS**

<b>CVM</b>	<b>Comissão de Valores Mobiliários</b>
<b>LSA</b>	<b>Lei nº 6.404/1976 - Lei das Sociedades por Ações</b>
<b>PAS</b>	<b>Processo Administrativo Sancionador</b>
<b>SJU</b>	<b>Superintendência Jurídica</b>
<b>SEP</b>	<b>Superintendência de Relações com as Empresas</b>

## **LISTA DE TABELAS**

TABELA 1 - HIPÓTESES DE DIREITO DE RETIRADA PREVISTA NA LEI 6.404/76 .....	42
--	----

## RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo estudar a evolução e o atual regime do direito de retirada nas sociedades anônimas. Este instituto permite que o acionista dissidente de determinadas deliberações da assembleia geral retire-se da companhia, mediante o reembolso do valor de suas ações. Para tratar do tema, relata-se, inicialmente, a evolução histórica da sociedade anônima e se descrevem as suas características, procurando investigar as razões de este tipo de sociedade ter se tornado preponderante para os empreendimentos que necessitam de recursos financeiros vultosos. Entre os aspectos das sociedades anônimas que foram estudados para a compreensão do instituto do direito de retirada, destacam-se a contraposição entre as teorias contratualista e institucionalista da sociedade anônima, o princípio majoritário e as relações de poder internas à sociedade. A seguir, estuda-se o instituto do direito de retirada em si, conceituando-o, investigando sua natureza jurídica, sua finalidade e os pressupostos para o seu exercício. Relata-se, então, a evolução do instituto no ordenamento jurídico brasileiro, discorrendo sobre as várias alterações legislativas que ele sofreu ao longo do século XX, até a última reforma, datada de 2001, que fixou o regime atualmente vigente. Por fim, analisa-se cada uma das hipóteses que permitem o direito de retirada na legislação vigente, procurando, quando conveniente para a compreensão do ponto, ilustrá-lo com a jurisprudência administrativa sobre a matéria.

## **ABSTRACT**

The present work aims to study the evolution and the current regime of appraisal rights in corporations. This institute allows dissenting shareholders of certain resolutions of general meetings to withdraw from the company upon reimbursement of the value of their shares. To address the issue, a historical evolution of corporations in Brazil and a description of their characteristics are initially presented, in an effort to investigate the reasons why this kind of business entity has become predominant for projects that require sizeable financial resources. Among the aspects of corporations that have been studied to understand the appraisal rights institute, we highlight the contrast between the so-called contractarian and institutionalist theories of the corporation, the majority principle and the internal power relations of the company. Next, we study the appraisal rights institute itself, conceptualizing it, investigating its legal nature, its purpose and the conditions for its exercise. Then we report the institute's legal developments, discussing various legislative changes that it has undergone throughout the twentieth century until the latest reform, dated 2001, which set the currently existing legal system. Finally, we analyze each legal hypotheses that allow the dissenting shareholders to withdraw from the company, illustrating them with adjudged administrative cases as appropriate for a better understanding of the issues.

## SUMÁRIO

1	Introdução .....	1
2	A Sociedade Anônima.....	3
2.1	Conceito e Características Gerais da Sociedade Anônima .....	3
2.2	Origem e Evolução Histórica da Sociedade Anônima .....	5
2.3	Disciplina Jurídica da Sociedade Anônima no Brasil.....	9
2.4	A Natureza Jurídica da Sociedade Anônima .....	10
2.5	O Capital Social e as Ações que o Compõem.....	13
2.6	A Assembleia-Geral.....	15
2.7	O Estatuto Social e o Princípio Majoritário .....	18
2.9	Os Acionistas e as Relações de Poder .....	20
2.9	Os Direitos Essenciais dos Acionistas .....	22
3	O Direito de Retirada nas Sociedades Anônimas .....	26
3.1	Conceito, Natureza Jurídica e Finalidade .....	26
3.2	Os Pressupostos para o Exercício do Direito de Retirada .....	30
3.3	A Evolução do Instituto no Ordenamento Jurídico .....	34
4	Hipóteses de Direito de Retirada.....	40
4.1	Introdução .....	40
4.2	Criação de ações preferenciais ou aumento de classe de ações preferenciais existentes.....	44
4.3	Alteração nas preferências, vantagens e condições de resgate ou amortização ou criação de classe mais favorecida (ações preferenciais) .....	47
4.4	Redução do dividendo obrigatório.....	51
4.5	Fusão da companhia ou sua incorporação em outra .....	53
4.5	Participação em grupos de sociedades.....	57
4.6	Mudança de objeto da companhia.....	58
4.7	Cisão da companhia .....	61



4.8	Transformação da companhia em outro tipo societário.....	64
4.9	Não abertura de capital de sociedade, após incorporação, fusão ou cisão.....	65
4.10	Transferência de controle acionário para o poder público em razão de desapropriação .....	66
4.11	Incorporação de todas as ações de uma companhia por outra, formando subsidiária integral.....	67
4.12	Aquisição de sociedade mercantil.....	69
5	Conclusão.....	71
6	Bibliografia .....	74

## 1 Introdução

O trabalho tem como objetivo estudar a evolução e o atual regime do direito de retirada nas sociedades anônimas brasileiras. O direito de retirada nas sociedades anônimas está relacionado no art. 109, inciso V, da Lei n.º 6.404/76, como um dos direitos essenciais do acionista, ou seja, um dos direitos que não podem ser suprimidos nem pelo estatuto, nem pela assembleia da companhia.

Este direito decorre, basicamente, da dissidência do acionista quanto à deliberação da assembleia da companhia que aprove determinadas matérias. Ocorrendo uma das hipóteses contempladas na lei, pode o acionista retirar-se da sociedade, dela recebendo o valor de suas ações.

A metodologia adotada será a pesquisa doutrinária sobre o tema, procurando abordar os conceitos mais importantes para a sua compreensão, e ilustrada com precedentes judiciais e administrativos da Comissão de Valores Mobiliários, quando necessário para exemplificação ou aprofundamento de algum ponto.

No primeiro capítulo, será inicialmente, conceituada a sociedade anônima e serão identificadas suas características. A seguir, será relatada a evolução histórica da sociedade anônima, procurando identificar as primeiras sociedades que, em sua estrutura, possuíam características apresentadas atualmente pelas companhias, bem como os vários regimes jurídicos por que, historicamente, passaram as sociedades anônimas em sua evolução. Nesse sentido, os elementos jurídicos que caracterizam e individualizam as sociedades anônimas serão delimitados e descritos, de modo a definir a natureza jurídica e a investigar as razões de este tipo de sociedade ter se tornado preponderante para os empreendimentos que necessitam de recursos financeiros vultosos.

Ainda no primeiro capítulo, serão estudados outros aspectos das sociedades anônimas necessários ao entendimento do instituto do direito de retirada. Assim, serão contrapostas as teorias contratualista e institucionalista da sociedade anônima, problemática em que o direito de retirada está inserido, e se discorrerá sobre o princípio majoritário nas deliberações das companhias, princípio este que o direito de retirada mitiga, ao abrir para as minorias acionárias uma porta de saída da sociedade que teve as suas bases essenciais alteradas, por decisão da maioria. Nesse ponto, serão abordadas as relações de poder internas existentes nas sociedades

anônimas e elencados os direitos garantidos aos seus acionistas, entre eles os que fazem contraponto ao poder majoritário, tal como o direito de retirada.

O segundo capítulo estudará o instituto do direito de retirada em si, inicialmente procurando conceituá-lo e investigando a sua natureza jurídica e as suas finalidades, dentro do arcabouço jurídico-societário das companhias. Serão expostos os entendimentos doutrinários do direito de retirada como resquício da concepção contratualista da sociedade e como remédio para a manutenção do equilíbrio entre o poder atribuído à maioria para dirigir a sociedade e a preservação dos interesses dos minoritários. Assim, o trabalho tentará apontar as tensões existentes entre a proteção do acionista o minoritário e a necessidade que a maioria acionária tem, em certas situações, de implementar mudanças estruturais necessárias ao desenvolvimento dos negócios da empresa, bem com a preservação da saúde financeira da companhia, uma vez que é esta que irá arcar com o pagamento do reembolso devido ao dissidente.

A seguir, discorre-se sobre os pressupostos para o exercício do direito de retirada. São, basicamente, duas essas condições, ter havido deliberação eficaz da assembleia geral a respeito de alguma das matérias que permitem o direito de retirada e o acionista não ter votado favoravelmente à deliberação, e eles serão detalhados no capítulo.

O segundo capítulo terminará com uma exposição sobre a evolução do instituto no ordenamento jurídico brasileiro, onde se vai discorrer e comentar as várias alterações legislativas que ele sofreu ao longo do século XX, até a última reforma, datada de 2001, que fixou o regime atualmente vigente, inclusive as que buscaram combater a chamada “indústria do recesso”. Também serão comentadas as críticas doutrinárias à utilização casuística do instituto do direito de retirada, que sofreu várias alterações em seus dispositivos legais motivadas por interesses econômicos do Estado.

Por fim, no terceiro capítulo serão analisadas, em detalhe, todas as hipóteses que permitem o direito de retirada na legislação vigente, buscando encontrar a justificativa para a sua previsão legal e delimitar as condições para o seu exercício e os outros aspectos legais envolvidos, com apoio na doutrina e, quando conveniente para a compreensão do ponto, com a jurisprudência administrativa sobre a matéria.

O objetivo do trabalho é, portanto, traçar um quadro amplo e detalhado do instituto do direito de retirada, de modo a se chegar a uma adequada compreensão deste importante instrumento de proteção das minorias nas sociedades anônimas.

## 2 A Sociedade Anônima

### 2.1 Conceito e Características Gerais da Sociedade Anônima

A sociedade anônima ou companhia é uma pessoa jurídica de direito privado<sup>1</sup>, que, conforme o art. 1º da nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (LSA), tem o capital social dividido em ações e a responsabilidade dos acionistas limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas<sup>2</sup>.

A sociedade anônima, portanto, no dizer de Paraíso<sup>3</sup>, “por sua própria natureza, é uma sociedade de capitais, pois tem, como objetivo principal, agregar capitais”, indiferentemente da pessoa dos sócios. Deste modo, continua a mesma autora, “pode-se asseverar que nela sobressai o *intuitu pecuniae*.” Os sócios concorrem com determinado valor para a formação da sociedade, em dinheiro ou bens, recebendo, em troca, ações, que poderão, como regra geral, ser livremente negociadas. Em outras palavras, podem os sócios transferir seus títulos, as ações, e serem substituídos por outros sócios, sem que isso afete a existência ou a estrutura da companhia, o que é a essência da sociedade de capitais, em contraposição à sociedade de pessoas, onde, como também aponta Paraíso<sup>4</sup>, “prevalece o *intuitu personae*, pois os sócios associam-se em razão do conhecimento recíproco”, podendo, a saída de um deles, levar à dissolução da sociedade.

Conforme as suas ações estejam ou não admitidas à negociação no mercado de valores mobiliários, a companhia é dita aberta ou fechada<sup>5</sup>. O presente trabalho abordará somente as companhias abertas e, dessa forma, onde se falar em sociedade anônima ou companhia estará se referindo às companhias abertas, independentemente do fato de a informação, porventura, também se aplicar às companhias fechadas.

Assim, o Código Civil e a LSA dão a disciplina jurídica das sociedades anônimas, cujas características básicas, conforme identificadas por Borba<sup>6</sup> e Coelho<sup>7</sup> são:

---

<sup>1</sup> Código Civil, art. 44. São pessoas jurídicas de direito privado:  
II - as sociedades;

<sup>2</sup> LSA, art. 1º. A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas.

<sup>3</sup> PARAÍSO, Ana Luiza Prisco. O Direito de Retirada na Sociedade Anônima - 2ª ed. rev., atual. e ampl. - Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2000. pp. 8-9.

<sup>4</sup> *Id.* p. 9.

<sup>5</sup> LSA, art. 4º, caput. Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários.

<sup>6</sup> BORBA, José Edwaldo Tavares. Direito Societário - 13ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2012. pp. 169-171.

- (a) É sociedade de capitais, no sentido de que nela o que prepondera é a aglutinação de capitais, consubstanciados em recursos financeiros e bens suscetíveis de avaliação econômica, não importando a pessoa dos sócios que os aportarem na sociedade;
- (b) É sempre empresária, qualquer que seja o seu objeto, nos termos do art. 2º, §1º da LSA<sup>8</sup> e dos arts. 966, *caput*<sup>9</sup> e 982, *caput* e parágrafo único<sup>10</sup>, do Código Civil;
- (c) O seu capital é dividido em ações, que traduzem a participação dos sócios e expressam o seu *status* enquanto tal, sendo as ações livremente transferíveis; e
- (d) A responsabilidade dos sócios ou acionistas é limitada ao preço de emissão das ações por eles subscritas, estando pois, após a integralização do valor subscrito, liberados de qualquer exigibilidade adicional, tanto da parte da sociedade como de seus credores.

Foram justamente essas duas últimas características, a facilidade de circulação de ações e a limitação da responsabilidade do acionista, as principais responsáveis pelo extraordinário crescimento da sociedade anônima, propiciando, como aponta Borba<sup>11</sup>, “o surgimento de grandes empresas, com milhares de acionistas e vultosos capitais e, de outro lado, o desenvolvimento do mercado de capitais, onde são negociados, diariamente, milhões de ações”.

De fato, conforme aponta Coelho<sup>12</sup>, a participação societária em uma sociedade anônima tem, muitas vezes, a característica de ser uma alternativa de investimento, isto é, “uma forma de dar emprego remunerado ao dinheiro” por parte do acionista. Assim, a facilidade de circulação das ações atribui ao investimento a flexibilidade e agilidade necessária para sua rápida liquidação, conferindo a ele uma liquidez que não ocorre, por exemplo, em relação às quotas de uma sociedade limitada.

Já a limitação da responsabilidade, dá segurança à aplicação do capital, na medida em que deixa os bens particulares do acionista à salvo de um eventual insucesso empresarial.

---

<sup>7</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. Curso de Direito Comercial, Volume 2: direito de empresa - 10ª ed. rev. e atual. - São Paulo: Saraiva, 2007. pp. 65-68.

<sup>8</sup> LSA, art. 2º, §1º. Qualquer que seja o objeto, a companhia é mercantil e se rege pelas leis e usos do comércio.

<sup>9</sup> Código Civil, 966, *caput*. Considera-se empresário quem exerce profissionalmente atividade econômica organizada para a produção ou a circulação de bens ou de serviços.

<sup>10</sup> Código Civil, 982, *caput*. Salvo as exceções expressas, considera-se empresária a sociedade que tem por objeto o exercício de atividade própria de empresário sujeito a registro (art. 967); e, simples, as demais. Parágrafo único. Independentemente de seu objeto, considera-se empresária a sociedade por ações; e, simples, a cooperativa.

<sup>11</sup> BORBA, *Op. Cit.*, p. 171.

<sup>12</sup> COELHO, *Op. Cit.*, p. 66.

Assim, por suas características de limitação da responsabilidade e negociabilidade da participação acionária, conclui Coelho<sup>13</sup> que as sociedades anônimas correspondem à forma jurídico-societária mais apropriada aos grandes empreendimentos econômicos.

## 2.2 Origem e Evolução Histórica da Sociedade Anônima

Costuma-se apontar os precedentes mais remotos da moderna sociedade anônima nas *societates vectigalum* ou *societates publicanorum* da Roma Antiga, cuja origem foi o arrendamento de tributos a particulares, por adjudicação pública. Com o crescente aumento da quantidade de impostos indo a leilão, houve a necessidade de se formarem grupos para reunir os recursos financeiros disponíveis, dando origem aos agrupamentos de capital conhecidos como *societates vectigalum*, que já possuíam as seguintes características semelhantes às das sociedades anônimas modernas, apontadas por Lobo<sup>14</sup>:

- (a) personalidade jurídica própria;
- (b) títulos de participação dos sócios livremente cedíveis;
- (c) somente os bens das *societates* respondiam pelas dívidas sociais; e
- (d) não se dissolviam com o falecimento de um dos sócios.

Porém, a maioria dos autores aponta, como primeiro exemplo das sociedades de capitais o Banco de São Jorge, criado em Gênova em 1407 e formado por credores do Estado, que tinham como garantia os tributos devidos a este, garantia esta representada por títulos transferíveis e fracionáveis. O Banco de São Jorge tinha o capital dividido em títulos, que, segundo Lobo, tinham os seguintes pontos em comum com as ações das atuais sociedades anônimas<sup>15</sup>:

- (a) capital dividido em títulos fracionáveis;
- (b) títulos eram livremente cedíveis;
- (c) limitação de responsabilidade dos titulares das ações; e
- (d) conferiam participação nos resultados.

---

<sup>13</sup> *Id.* p. 61.

<sup>14</sup> LOBO, Jorge. *Direito dos Acionistas* - 1ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011. p. 4.

<sup>15</sup> LOBO, *Op. Cit.*, p. 5.

A seguir surgiram, nos séculos XVII e XVIII, as companhias de colonização, organizadas pelos estados modernos para viabilizar os empreendimentos de conquista e manutenção de colônias, de que foram exemplo, nos Países Baixos, as Companhias das Índias Orientais (1604) e Ocidentais (1621), para a exploração das grandes conquistas da navegação.

Como o Estado, por si, não tinha recursos para financiar esses empreendimentos, reuniu-se o capital público e privado, mediante emissão de comprovantes de participação, já então denominadas ações, representadas por títulos de valor nominal igual, suscetíveis de negociação por simples tradição, e cujos subscritores, intitulados acionistas, respondiam somente pelas dívidas e obrigações da companhia até o limite do valor das ações subscritas e adquiridas.

Mais do que isso, na instituição das Companhias das Índias já figuravam as regras fundamentais que norteiam a construção jurídica das atuais sociedades anônimas, tais como a previsão de assembleias-gerais de acionistas, o levantamento periódico de balanços, regras de partilha de lucros e de responsabilidade de diretores, entre outras, conforme apontou Lobo , que esquematizou essas semelhanças da seguinte forma<sup>16</sup>:

- (a) personalidade jurídica própria;
- (b) capital dividido em ações;
- (c) ações livremente cedíveis;
- (d) os acionistas respondiam limitadamente pelas obrigações sociais;
- (e) assembleia-geral com poderes para resolver todas as questões da sociedade;
- (f) negócios sociais geridos e administrados por uma diretoria, com mandato certo;
- (g) periodicamente levantavam-se balanços gerais;
- (h) partilhavam-se os lucros e perdas; e
- (i) estabelecia-se prazo de duração da sociedade e as formas de dissolução.

Observa-se, então, como aponta Coelho<sup>17</sup>, que as primeiras sociedades anônimas dedicaram-se à exploração de empreendimentos de interesse e importância para a economia e o Estado, e cuja segurança de retorno do investimento dependia de monopólio sobre determinadas zonas ou colônias. Em função disso, as sociedades anônimas eram constituídas,

---

<sup>16</sup> *Id.*, p.7.

<sup>17</sup> COELHO , *Op. Cit.*, p. 62.

em seu início, por um ato de outorga estatal, leis especiais que lhe davam o direito se constituir e que abrangiam, também, como observa Carvalhosa<sup>18</sup>, “o objeto social, estabelecendo a outorga o ramo de indústria ou comércio alvo do privilégio.” Assim, em lugar da contribuição financeira, a contribuição estatal para o empreendimento tomava a forma da concessão de privilégios jurídicos e direitos de monopólio.

Posteriormente, no direito continental europeu este sistema de outorga foi substituído por um sistema mais simples, pelo qual a constituição de uma sociedade anônima dependia apenas de prévia autorização estatal, o que representou uma grande simplificação na constituição dessas sociedades. Tal se deu, por exemplo, como observa Coelho<sup>19</sup>, na França, com a edição do Código Comercial, em 1807, após um período de liberdade de constituição, que se seguiu à Revolução Francesa, quando a constituição de novas sociedades era aprovada sem a imposição de regras à organização e ao funcionamento. O Código Comercial francês passou permitir a constituição das sociedades anônimas mediante um ato administrativo, sem necessidade de outorga legislativa, mas deu ao Estado, conforme observa Carvalhosa<sup>20</sup>, o poder para “fiscalizar as atividades das companhias, no que se referia à veracidade dos balanços patrimoniais, ao regular funcionamento das assembleias e à distribuição dos dividendos.”

Essa época (final do século XVIII/início do século XIX) foi a das Revoluções Industriais e do surgimento do regime capitalista, que provocou o aparecimento da grande indústria e do grande comércio, que passaram a se beneficiar da capacidade de atração de capitais propiciada pela estrutura jurídica das sociedades anônimas.

Assim, a partir de meados do século XIX a sociedade anônima se disseminou nos mais diversos países do mundo como verdadeira “máquina jurídica”<sup>21</sup> a serviço do capitalismo moderno. Para isso contribuiu o advento do sistema de regulamentação ou livre criação para a constituição das sociedades anônimas, em substituição ao então predominante sistema de autorização estatal.

---

<sup>18</sup> CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. Vol. 2. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 59.

<sup>19</sup> COELHO, *Op. Cit.*, p. 63.

<sup>20</sup> CARVALHOSA, *Op. Cit.*, p. 60.

<sup>21</sup> RIPERT, Georges. Aspects juridiques du capitalisme moderne. Paris: Librairie générale de droit et de jurisprudence, 1946, p. 106, apud PARGENDLER, Mariana. Cinco Mitos sobre a História das Sociedades Anônimas no Brasil. In: Luiz Fernando Martins Kuyven. (Org.). Temas Essenciais de Direito Empresarial - Estudos em Homenagem a Modesto Carvalhosa. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 865-883



De fato, relata Coelho<sup>22</sup> que, a partir da segunda metade do século XIX, passou a haver, em muitos países (Inglaterra, 1844; Portugal e França; 1867; Alemanha. 1870; Itália; 1882), uma maior liberdade de constituição da sociedade anônima, por meio da mudança para um regime de regulamentação dos atos de constituição e de funcionamento das companhias, pelo qual o Estado edita as normas legais para o reconhecimento da existência da sociedade. Com isso, continua Coelho<sup>23</sup>, passou a depender “a personalidade jurídica e a consequente limitação da responsabilidade dos acionistas apenas de um registro, feito segundo a disciplina legal da matéria”, pelo qual o Estado, conforme frisa Carvalhosa<sup>24</sup>, aprova administrativamente os aspectos formais da constituição e demais atos sociais.

Com a adoção do sistema de regulamentação, observa Carvalhosa<sup>25</sup> que a responsabilidade pela observância das normas atinentes às sociedades anônimas passou do Estado, como acontecia sob o regime da autorização, para os fundadores e administradores da sociedade anônima, responsabilidade que decorre diretamente da lei, que lhes fixa as atribuições e encargos. Assim, apontou o mesmo autor, para as sociedades anônimas passou a valer o livre exercício da vontade de constituir, mas com o ônus do cumprimento das leis, não havendo mais, como nos regimes anteriores, da outorga e da autorização, a vinculação do Estado aos atos iniciais e seguintes da companhia<sup>26</sup>.

Esta sucessiva facilitação para a constituição das sociedades anônimas contribuiu para o movimento de concentração de empresas oriundo, no dizer de Lobo<sup>27</sup>, da crescente necessidade de se atingir ganhos de escala e propiciado pelos sucessivos avanços tecnológicos, que culminaram nos grandes grupos empresariais existentes após a Segunda Grande Guerra.

A partir daí e até os dias atuais, somente as macroempresas passaram a reunir as condições necessárias para enfrentar a concorrência empresarial vigente nas economias nacionais e mundial, o que culminou na proliferação de *holdings*, conglomerados, cartéis e demais organizações multinacionais de grande alcance geográfico e financeiro<sup>28</sup>.

Inserida no contexto desse desenvolvimento econômico, e como uma de suas molas propulsoras, estiveram e ainda estão as sociedades anônimas, devido à sua forma jurídico-

---

<sup>22</sup> COELHO *Op. Cit.*, p. 64.

<sup>23</sup> *Id.*, p. 64.

<sup>24</sup> CARVALHOSA, *Op. Cit.*, p. 60.

<sup>25</sup> *Id.*, p. 61.

<sup>26</sup> *Ibid.*, p. 61.

<sup>27</sup> LOBO, *Op. Cit.*, p. 8.

<sup>28</sup> LOBO, *Op. Cit.*, p. 9.

societária que, como sumarizado anteriormente, possui características que facilitam sobremaneira a atração e consolidação de capitais para os grandes empreendimentos econômicos.

### 2.3 Disciplina Jurídica da Sociedade Anônima no Brasil

No período colonial e no início do Império, as sociedades anônimas se constituíam, no Brasil, por atos de outorga do poder real ou imperial, de que é principal exemplo a criação, em 1808, do Banco do Brasil, por meio de alvará do regente D. João VI.

Conforme resume Borba:

O primeiro texto normativo brasileiro sobre sociedade anônima foi o Decreto nº 575, de 10 de janeiro de 1849, no qual se adotava o sistema de autorização, que foi reproduzido no Código Comercial de 1850. Este sistema perdurou até 4 de novembro de 1882, quando a Lei nº 3.150 implantou, no país, o sistema da livre criação.<sup>29</sup>

A adoção do sistema de regulamentação, em 1882, acompanhou, assim, como observa Coelho<sup>30</sup>, a tendência da época, nos países centrais do capitalismo

Já no século XX, as sociedades anônimas, no Brasil, foram regidas por três leis, o que reflete a sua natureza mutável, frente à dinâmica própria das atividades a que se destina. Conforme explana Borba<sup>31</sup>, a primeira, Decreto nº 434/1891, refletia uma realidade de bases rurais e pouca industrialização. A segunda, Decreto nº 2.627/1940, correspondeu a uma fase de crescimento industrial em bases fortemente familiares ou individuais.

A terceira e atual é a Lei nº 6.404/ (LSA), que veio para refletir uma realidade de expansão do mercado de capitais e de proliferação da grande empresa<sup>32</sup>, e que já sofreu três reformas significativas, através das Leis nºs 9.457/1997, 10.303/2001, e 11.638/2007, que serão comentadas adiante, no que for pertinente ao presente trabalho.

Assim, no Brasil, pelo regime da LSA, adota-se o sistema da livre criação ou regulamentação. As sociedades anônimas são livremente criadas pelos seus fundadores, exigindo-se, apenas, a obediência às normas relativas aos procedimentos de constituição e ao arquivamento dos atos constitutivos. Ressalte-se, porém, que em algumas hipóteses é necessário o ato autorizatório do governo para a constituição da sociedade, caso, por exemplo,

---

<sup>29</sup> BORBA *Op. Cit.*, p. 162.

<sup>30</sup> COELHO *Op. Cit.*, pp. 64-65.

<sup>31</sup> BORBA *Op. Cit.*, pp. 162-163.

<sup>32</sup> *Id.*, p. 163.

de seguradoras, bancos e sociedades estrangeiras, e, em outros, caso das sociedades de economia mista e empresas públicas, exige-se um ato legislativo para a sua criação.

Atualmente, seguindo a sistematização elaborada por Lobo<sup>33</sup>, a sociedade anônima é disciplinada:

- (1) pela Lei nº 6.404/1976, com as modificações introduzidas pelas Leis nºs 9.457/1997, 10.303/2001, e 11.638/2007;
- (2) pelo Código Civil, arts. 1.088 e 1.089;
- (3) por atos normativos da Comissão de Valores Mobiliários – CVM (deliberações, instruções, pareceres de orientação, pareceres, notas explicativas, portarias e atos declaratórios);
- (4) por resoluções do Conselho Monetário Nacional – CMN e do Banco central do Brasil – BACEN;
- (5) por atos normativos, editados pela Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa;
- (6) por disposições estatutárias e deliberações das assembleias-gerais de acionistas das companhias.

## 2.4 A Natureza Jurídica da Sociedade Anônima

O entendimento sobre qual seria a natureza jurídica da sociedade anônima também sofreu mudanças ao longo de sua evolução histórica, acompanhando o contexto sociopolítico e econômico em que estava inserida, podendo-se afirmar, em largo espectro, que ela evoluiu historicamente de uma concepção contratualista para uma institucionalista. Esta mudança, porém, não foi absoluta e total, como aponta Paraíso<sup>34</sup>, e as legislações sobre sociedades anônimas atuais estão baseadas em concepções institucionais, mas possuem, em seu corpo, resquícios e elementos da teoria contratual.

No começo, a concepção jurídica da sociedade sofreu influência das noções e princípios que regiam, desde os Romanos, o conceito de sociedade, considerada como um contrato ou acordo de vontades entre os sócios. Segundo observa Ascarelli, citado por Paraíso<sup>35</sup>, as primeiras legislações sobre as sociedades anônimas, como a francesa e a belga,

---

<sup>33</sup> LOBO, *Op. Cit.*, p. 1.

<sup>34</sup> PARAÍSO, *Op. Cit.*, p. 8.

<sup>35</sup> *Id.*, p. 6.

tinham como princípios norteadores aqueles que regulam os contratos. A assembleia-geral não podia, por exemplo, alterar as bases essenciais do pacto social. No mesmo sentido, pontua Carvalhosa<sup>36</sup> que o direito de retirada, objeto principal deste trabalho, é uma “reminiscência da concepção contratualista da sociedade anônima, que ainda subsiste em diversas esferas de sua estrutura, entendimento com que compactua Paraíso<sup>37</sup>, para quem este instituto “é entendido como um desses resquícios da teoria contratual predominante nos séculos XVIII e XIX”.

Ainda hoje, há os que apontam, na constituição da sociedade, o aspecto contratual que advém da necessidade de a companhia ser constituída com duas ou mais pessoas, que celebram, nos termos da lei, um contrato privado. Porém, como assinala Carvalhosa<sup>38</sup>, a teoria contratual clássica, em que prepondera a presença de obrigações sinalagmáticas, com dependência recíproca de prestações e interesses contrastantes entre as partes, “não se ajusta ao negócio jurídico de constituição da companhia”, já que neste “as partes têm interesses idênticos, voltados para um mesmo fim”, e têm “obrigações qualitativamente idênticas, embora possam ser quantitativamente diversas”, em função das diferentes participações acionárias detidas por cada uma.

Assim, defende o mesmo Carvalhosa que o contrato de constituição seria um contrato especial, plurilateral, ressalvando, no entanto,

“o caráter formal desta adoção, pois o conteúdo da vontade, ainda que voltada para um interesse comum, não logra afirmar-se livremente, na medida em que se encontram na lei todas as regras de formação da companhia e de relacionamento entre os acionistas e destes com os órgãos sociais”.<sup>39</sup>

Concluindo, Carvalhosa<sup>40</sup> aponta que não podem “os participantes do negócio constitutivo convencionar diversamente” da lei, “seja diminuindo, seja aumentando suas obrigações e responsabilidades.”

Com a Revolução Industrial e o desenvolvimento do capitalismo, a sociedade deixou de ser entendida como um grupamento de pessoas para, pouco a pouco, ser vista como uma técnica jurídica de organização da empresa. Surgiu, assim, a teoria da instituição, que

---

<sup>36</sup> CARVALHOSA, *Op. Cit.*, p. 889.

<sup>37</sup> PARAÍSO, *Op. Cit.*, p. 8.

<sup>38</sup> CARVALHOSA, *Op. Cit.*, p. 63.

<sup>39</sup> *Id.*, p. 66.

<sup>40</sup> *Ibid.*, p. 66.

considera a sociedade anônima como uma pessoa distinta da pessoa dos sócios, não mais vistos como proprietários, mas como fornecedores de capital, investidores<sup>41</sup>.

Após a Segunda Guerra Mundial, agregam-se à visão institucionalista da sociedade as funções sociais da empresa, entendendo-se, a partir daí, que trabalhadores, credores e a comunidade em geral também devem ter seus interesses protegidos no arcabouço jurídico das sociedades anônimas. Assim, expõe Carvalhosa que a teoria da instituição se funda na visão da sociedade como organismo corporativo, mas que ultrapassa a mera união das vontades individuais dos acionistas, incorporando os interesses do meio social que circunda a companhia<sup>42</sup>.

As legislações passaram a sofrer, então, a partir de meados do século XX, conforme analisa Paraíso<sup>43</sup>, reformulações que outorgavam funções sociais aos administradores da sociedade, que passaram a ter responsabilidade não apenas para com os acionistas, mas também para com os trabalhadores e a comunidade. A sociedade seria então uma instituição, afirma Carvalhosa<sup>44</sup>, pois “os seus interesses próprios (lucros) estão sempre mais subordinados aos interesses da coletividade e aos do próprio Estado”; dessa forma, “a vontade da companhia manifestar-se-ia por meio de seus órgãos, não para atender aos interesses daqueles sócios que buscaram no progresso societário a rentabilidade ótima de seus rendimentos de capital, mas, sim ao máximo desempenho empresarial”. A Exposição de Motivos da LSA invocou este entendimento, afirmando que “Há muito a sociedade anônima deixou de ser um contrato de efeitos limitados para seus poucos participantes: é uma instituição...”<sup>45</sup>.

Porém, como pondera Carvalhosa<sup>46</sup>, sendo uma instituição, “é uma instituição derivada de um contrato privado” e é a partir da sua constituição por meio deste contrato que “a companhia, na medida em que atua no meio social, como forma de organização jurídica da empresa, é que pode ser considerada uma instituição de interesse coletivo”, levando inclusive à ingerência do Estado nos atos de sua formação e atuação. Conclui então este autor que “o caráter institucional da companhia advém de sua função e não do negócio jurídico de sua constituição propriamente dito.”

---

<sup>41</sup> PARAÍSO, *Op. Cit.*, p. 6.

<sup>42</sup> CARVALHOSA, *Op. Cit.*, pp. 64-65.

<sup>43</sup> PARAÍSO, *Op. Cit.*, p. 7.

<sup>44</sup> CARVALHOSA, *Op. Cit.*, p. 832.

<sup>45</sup> Exposição de Motivos da LSA, 1976.

<sup>46</sup> CARVALHOSA, *Modesto Op. Cit.*, p. 65.

## 2.5 O Capital Social e as Ações que o Compõem

O capital social é o montante de recursos entregue pelos sócios para a sociedade, para que ela dê início a sua atividade econômica. Um aspecto do capital social relevante para o presente trabalho é que ele serve para definir o sistema de forças dentro da sociedade, já que a posição de cada acionista e seu número de votos decorrem da parcela de capital (número de ações) de que é titular.

Com efeito, o capital social é fracionado em parcelas, denominadas ações, negociáveis em mercados regulamentados (bolsas de valores), que atribuem a seu detentor a condição de sócios e cuja proporção detida lhes confere um determinado *status* de poder dentro da sociedade. Assim, De acordo com Lobo<sup>47</sup>, a ação possui três características: (a) é uma fração ou parte em que se divide o capital social; (b) é a expressão do *status* do acionista; e (c) é um título-valor.

As ações, em sua medida de fração do capital, poderiam ser todas iguais em suas características, mas, ao contrário, elas variam quanto aos direitos que conferem a seus titulares. Isto advém do fato de ser a motivação dos acionistas bastante diversificada, havendo os que estão interessados no voto e controle da sociedade e outros que desejam apenas investir nas ações para obter renda<sup>48</sup>.

Assim, classificam-se as ações segundo três critérios: forma, espécie e classe.

Pelo primeiro critério, segundo o art. 20 da LSA, elas terão, obrigatoriamente, a forma nominativa, mas o estatuto da companhia pode autorizar a criação de ações escriturais, que serão mantidas em contas de depósito, em nome de seus titulares, na instituição que designar, sem emissão de certificados (LSA, art. 34).

De acordo com a espécie, ou seja, conforme a natureza e extensão dos direitos ou vantagens que confirmam a seus titulares, as ações podem ser ordinárias, preferenciais, ou de fruição.

A ação ordinária é aquela que não possui nenhuma vantagem nem se sujeita a nenhuma restrição relativamente aos direitos normalmente atribuídos aos sócios de uma sociedade anônima, isto é, ela confere ao acionista os direitos de um sócio comum, os direitos ordinários de sócio, principalmente o direito de voto na assembleia-geral. Deste modo, o

---

<sup>47</sup> LOBO, *Op. Cit.*, p. 30.

<sup>48</sup> BORBA, *Op. Cit.*, pp. 251-252.

acionista detentor de mais da metade das ações dessa espécie é o controlador da companhia, pois terá poderes de voto que lhe permitirão aprovar, nas assembleias, a maioria das alterações estatutárias, eleger os administradores, etc.

As ações preferenciais atribuem a seus detentores algumas vantagens, de ordem patrimonial ou política, em relação às ordinárias, vantagens essas que estarão estipuladas no estatuto da companhia, que deve trazer dispositivo com a preferência, ou seja, a condição vantajosa que esta espécie de ação deve usufruir e que não é dada às demais.

As ações preferenciais podem ser classificadas por classes diversas, em função das vantagens de ordem patrimonial ou de ordem política que concedam a seus detentores, advindo esta classificação, na visão de Coelho<sup>49</sup>, da necessidade de haver um “mecanismo de compatibilização dos mais diferentes interesses que motivam os acionistas a ingressar na companhia”.

As vantagens de ordem patrimonial estão elencadas no art. 17, § 1º, incisos I a III da LSA:

§ 1º Independentemente do direito de receber ou não o valor de reembolso do capital com prêmio ou sem ele, as ações preferenciais sem direito de voto ou com restrição ao exercício deste direito, somente serão admitidas à negociação no mercado de valores mobiliários se a elas for atribuída pelo menos uma das seguintes preferências ou vantagens:

I - direito de participar do dividendo a ser distribuído, correspondente a, pelo menos, 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido do exercício, calculado na forma do art. 202, de acordo com o seguinte critério:

a) prioridade no recebimento dos dividendos mencionados neste inciso correspondente a, no mínimo, 3% (três por cento) do valor do patrimônio líquido da ação; e

b) direito de participar dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias, depois de a estas assegurado dividendo igual ao mínimo prioritário estabelecido em conformidade com a alínea a; ou (Incluída dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

II - direito ao recebimento de dividendo, por ação preferencial, pelo menos 10% (dez por cento) maior do que o atribuído a cada ação ordinária; ou

III - direito de serem incluídas na oferta pública de alienação de controle, nas condições previstas no art. 254-A, assegurado o dividendo pelo menos igual ao das ações ordinárias.

A vantagem de ordem política é dada pelo art. 18 da LSA:

---

<sup>49</sup> COELHO, *Op. Cit.*, p. 112.

Art. 18. O estatuto pode assegurar a uma ou mais classes de ações preferenciais o direito de eleger, em votação em separado, um ou mais membros dos órgãos de administração.

Parágrafo único. O estatuto pode subordinar as alterações estatutárias que especificar à aprovação, em assembleia especial, dos titulares de uma ou mais classes de ações preferenciais.

Assim como assegura ao seu titular uma determinada vantagem, a ação preferencial pode também estar sujeita a restrições, estabelecidas no estatuto, em particular o direito de voto. O número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% do total das ações emitidas, conforme o § 2º do mesmo art. 15, com a redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001, que modificou a proporção anterior, que era de 75%.

Finalmente, ações de fruição resultam da amortização das ações comuns ou preferenciais. O art. 44, §º 5º, da LSA estabelece que as ações integralmente amortizadas poderão ser substituídas por ações de fruição, com as restrições fixadas no estatuto da sociedade ou pela assembleia-geral que poderá deliberar sobre a amortização.

Em qualquer caso, ocorrendo a liquidação da companhia, as ações amortizadas só concorrerão ao acervo líquido depois de assegurado às ações não-amortizadas valor igual ao da amortização, corrigido monetariamente. Portanto, as ações de fruição, decorrentes da amortização das ações, devolvem ao acionista o valor de seu investimento.

## **2.6 A Assembleia-Geral**

Como toda pessoa jurídica, a sociedade anônima manifesta-se por meio de órgãos, aos quais compete produzir a vontade social. Estes órgãos, na sociedade anônima, são a assembleia-geral, o conselho de administração, a diretoria e o conselho fiscal, sendo que, para o escopo deste trabalho, importa descrever melhor apenas as características e o modo de funcionamento da assembleia.

A assembleia-geral é o órgão mais importante da sociedade anônima, já que nela está a fonte do poder que a governa. Compõe-na todos os acionistas que, com ou sem direito a voto, são para ela convocados. Os primeiros deliberam e decidem as matérias constantes da pauta,



mas os que não tiverem direito a voto também podem discutir os pontos sujeito à deliberação, de acordo com § único do art. 125, da LSA<sup>50</sup>.

O caráter da assembleia é exclusivamente deliberativo, pois a competência para atos executivos é da diretoria. Nesse sentido, suas deliberações não obrigam a sociedade perante terceiros, apenas autoriza essa obrigação, que será assumida, se for o caso, pela diretoria. Além disso, como lembra Borba<sup>51</sup>, apesar de serem as deliberações da assembleia tomadas por uma pluralidade de acionistas, por meio de um processo coletivo de tomada de decisão, a deliberação é, em si mesma, um ato unitário praticado pela própria sociedade, por meio de um de seus órgãos.

A competência da assembleia é ampla, podendo deliberar sobre qualquer assunto sobre o qual haja interesse da sociedade, nos termos do *caput* art. 121 da LSA<sup>52</sup>. Há matérias, porém, que são de sua competência privativa e não podem ser atribuídas a nenhum outro órgão social, o que faz com que, na prática societária, como apontou Coelho<sup>53</sup>, a assembleia só seja convocada e instalada quando é necessário apreciar alguma dessas matérias. Elas estão elencadas no art. 122 da LSA:

Art. 122. Compete privativamente à assembleia geral:

I - reformar o estatuto social;

II - eleger ou destituir, a qualquer tempo, os administradores e fiscais da companhia, ressalvado o disposto no inciso II do art. 142;

III - tomar, anualmente, as contas dos administradores e deliberar sobre as demonstrações financeiras por eles apresentadas;

IV - autorizar a emissão de debêntures, ressalvado o disposto nos §§ 1º, 2º e 4º do art. 59;

V - suspender o exercício dos direitos do acionista (art. 120);

VI - deliberar sobre a avaliação de bens com que o acionista concorrer para a formação do capital social;

VII - autorizar a emissão de partes beneficiárias;

<sup>50</sup> LSA, Art. 125. Parágrafo único. Os acionistas sem direito de voto podem comparecer à assembleia-geral e discutir a matéria submetida à deliberação.

<sup>51</sup> BORBA, *Op. Cit.*, p. 382.

<sup>52</sup> LSA, Art. 121. *caput*. A assembleia-geral, convocada e instalada de acordo com a lei e o estatuto, tem poderes para decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento.

<sup>53</sup> COELHO, *Op. Cit.*, p. 197.

VIII - deliberar sobre transformação, fusão, incorporação e cisão da companhia, sua dissolução e liquidação, eleger e destituir liquidantes e julgá-los as contas; e

IX - autorizar os administradores a confessar falência e pedir concordata.

Parágrafo único. Em caso de urgência, a confissão de falência ou o pedido de concordata poderá ser formulado pelos administradores, com a concordância do acionista controlador, se houver, convocando-se imediatamente a assembleia-geral, para manifestar-se sobre a matéria.

De acordo com as matérias a serem apreciadas, a assembleia-geral pode ser ordinária ou extraordinária. A primeira realiza-se obrigatoriamente nos quatro meses seguintes ao término de cada exercício social e a ela compete, exclusivamente, deliberar sobre os assuntos previstos no art. 132 da LSA<sup>54</sup>.

Qualquer outra matéria deverá ser objeto de assembleia-geral extraordinária. Nesta, há deliberação acerca de todos os assuntos cuja competência não seja exclusiva da assembleia geral ordinária, em especial, para o presente trabalho, a deliberação que versar sobre a competência estabelecida pelo inciso I do art. 122 supra, que reserva para a assembleia-geral o poder de reformar o estatuto.

O estatuto, como será visto adiante, é a lei interna da sociedade, “compreendendo a atribuição de reformá-lo a uma espécie de poder legislativo”, na expressão de Borba<sup>55</sup>. Na medida em que a reforma do estatuto não consta do rol taxativo de atribuições da assembleia-geral ordinária do art. 122 da LSA, ela está inserida na competência da assembleia-geral extraordinária.

O quórum de instalação da assembleia-geral corresponde ao número mínimo de acionistas necessários para a sua realização. Conforme estabelece o *caput* do art. 125<sup>56</sup>, para que uma assembleia-geral possa se instalar, é necessária a presença de no mínimo um quarto do capital social votante. Em segunda convocação, a assembleia instala-se com qualquer número de acionistas presentes.

<sup>54</sup> LSA, Art. 121. Anualmente, nos 4 (quatro) primeiros meses seguintes ao término do exercício social, deverá haver 1 (uma) assembleia-geral para:

I - tomar as contas dos administradores, examinar, discutir e votar as demonstrações financeiras;

II - deliberar sobre a destinação do lucro líquido do exercício e a distribuição de dividendos;

III - eleger os administradores e os membros do conselho fiscal, quando for o caso;

IV - aprovar a correção da expressão monetária do capital social (artigo 167).

<sup>55</sup> BORBA *Op. Cit.*, p. 383.

<sup>56</sup> LSA, Art. 125. *caput*. Ressalvadas as exceções previstas em lei, a assembleia-geral instalar-se-á, em primeira convocação, com a presença de acionistas que representem, no mínimo, 1/4 (um quarto) do capital social com direito de voto; em segunda convocação instalar-se-á com qualquer número.

Porém, se o objeto da assembleia-geral for a alteração do estatuto, a LSA, em seu art. 135, *caput*, impôs um maior rigor nos requisitos para a instalação da assembleia, elevando o quórum, em primeira convocação, para dois terços do capital votante, caindo, em segunda convocação, também para qualquer número de acionistas presentes<sup>57</sup>.

Já o quórum de deliberação, diz respeito à maioria necessária para a aprovação das matérias postas em discussão, sendo genericamente fixado, nos termo do *caput* do art. 129 da LSA<sup>58</sup>, em metade mais um dos votos válidos, ou sejam na maioria absolutas dos votos presentes, não computados os votos em branco.

Ademais, dado que certas alterações do estatuto afetam as próprias bases do pacto social, a lei também exige quórum qualificado para a aprovação de determinadas deliberações. Assim, o quórum de aprovação é de metade, no mínimo, das ações com direito a voto, para alteração de estatuto que tenha como objeto as matérias elencadas no art. 136 da LSA<sup>59</sup>, dispositivo este que será exaustivamente discutido no seguimento deste trabalho, já que a aprovação das matérias que elenca pode ensejar o direito de retirada da companhia aos acionistas dissidentes da deliberação.

## 2.7 O Estatuto Social e o Princípio Majoritário

A sociedade anônima se rege, internamente, por seu estatuto, que funciona, no dizer de Borba<sup>60</sup>, “como corpo normativo da atuação social e como instrumento de polarização dos acionistas, através da definição de seus direitos e obrigações”.

Desta forma, deverá o estatuto dispor sobre a denominação e o domicílio da sociedade, o objeto social, o capital e as características das ações, a administração da sociedade, as assembleias-gerais, o exercício social, as demonstrações financeiras, a distribuição do lucro, a duração da sociedade e a forma de liquidação, bem como sobre tudo o mais que for considerado relevante.

<sup>57</sup> LSA, Art. 135. *caput*. A assembleia-geral extraordinária que tiver por objeto a reforma do estatuto somente se instalará em primeira convocação com a presença de acionistas que representem 2/3 (dois terços), no mínimo, do capital com direito a voto, mas poderá instalar-se em segunda com qualquer número.

<sup>58</sup> LSA, Art. 125. *caput*. As deliberações da assembleia-geral, ressalvadas as exceções previstas em lei, serão tomadas por maioria absoluta de votos, não se computando os votos em branco.

<sup>59</sup> LSA, Art. 136. *caput*. É necessária a aprovação de acionistas que representem metade, no mínimo, das ações com direito a voto, se maior quórum não for exigido pelo estatuto da companhia cujas ações não estejam admitidas à negociação em bolsa ou no mercado de balcão, para deliberação sobre:

<sup>60</sup> BORBA, *Op. Cit.*, p. 224.

Nas legislações societárias, conforme já comentado, prevalece o regime de maioria absoluta dos votos para a reforma do estatuto e não o regime de unanimidade, ou seja, as deliberações sociais são tomadas por maioria de votos e não pelo consentimento de todos os sócios.

Explica Carvalhosa<sup>61</sup>, que o regime majoritário foi se tornando preponderante à medida que foi havendo a superação da concepção contratualista da sociedade, pela qual o pacto social, sendo eminentemente um contrato, só poderia ser alterado pela unanimidade dos sócios. Com o tempo, continua o autor<sup>62</sup>, a jurisprudência foi construindo a distinção entre as bases essenciais do contrato e as bases secundárias, admitindo que estas últimas fossem alteradas por maioria, chegando-se, posteriormente, à situação atual, de se permitir que a assembleia geral decida majoritariamente todas as matérias que modifiquem o estatuto, ressaltando-se apenas a imposição de quórum deliberativo diferenciado para certas matérias.

Pelo viés da eficiência e operacionalidade das decisões, o princípio majoritário é um dos princípios estruturais da sociedade anônima. Com efeito, sendo ela uma sociedade de capitais, que visa a participação de um grande número de acionistas, o que consegue com a emissão e colocação junto ao público de suas ações, não seria viável a adoção da regra da unanimidade, como observa Paraíso<sup>63</sup>, pela impossibilidade de obter consenso de centenas ou, mesmo, milhares de acionistas. A exigência de unanimidade para a aprovação das deliberações assembleares teria como consequência a paralisação da sociedade, que necessita se adaptar, constantemente, a novas situações impostas pelo dinamismo do mercado.

Segue então o preceito de que a vontade da maioria é a que melhor traduz a vontade social, outorgando-se a esta maioria o poder de tomar decisões em nome da coletividade de acionistas, alterando ou reformando as regras que disciplinam o funcionamento da sociedade e regulando os direitos e obrigações dos acionistas.

Nas assembleias-gerais, verifica-se, assim, a aplicação da regra majoritária, pela qual as deliberações são decididas por maioria de votos e não por maioria de acionistas, correspondendo a cada ação um voto. Os acionistas que integram a maioria detêm o poder de controle da sociedade, sujeitando a minoria acionária às suas decisões<sup>64</sup>.

---

<sup>61</sup> CARVALHOSA, *Op. Cit.*, p. 830.

<sup>62</sup> CARVALHOSA, *Ibid.*, p. 830.

<sup>63</sup> PARAÍSO, *Op. Cit.*, p. 9.

<sup>64</sup> PARAÍSO, *Id.*, p. 9.

Para equilibrar e frear o poder da maioria, surgiram mecanismos, tais como a instituição de quórum qualificado para a votação de determinadas matérias, a fiscalização da gestão social, e a conferência aos acionistas de certos direitos irrevogáveis, os chamados direitos essenciais, que vão ser discutidos adiante, entre eles o direito de retirada, tema central deste trabalho.

## 2.8 Os Acionistas e as Relações de Poder

Na definição de Lobo<sup>65</sup>, “acionista é o proprietário da ação, a qual ele pode usar, fruir e dispor, nos termos da lei e do estatuto da companhia.” Podem eles ser divididos em dois grandes grupos, conforme explana Coelho:

De um lado os empreendedores, pessoas interessadas na exploração de certa atividade econômica; de outro, os investidores, que identificam na ação da companhia uma boa oportunidade para empregar o dinheiro que possuem. Neste último grupo deve-se distinguir, ainda de acordo com os motivos que os impulsionam a adquirir ações, entre rendeiros e especuladores. Os primeiros objetivam construir uma carteira de ações, que possa representar patrimônio relativamente estável, e por isso norteiam suas opções de compra e venda pelas perspectivas de retorno de longo prazo. (...) Já os especuladores buscam otimizar ganhos imediatos, e estão atentos às cotações das bolsas no mundo todo, e outros investimentos financeiros, procurando, a cada momento, as alternativas mais atraentes em termos de liquidez e segurança.<sup>66</sup>

Dessa forma, continua Coelho<sup>67</sup>, coexistem na sociedade anônima, acionistas com diferentes graus de vinculação à mesma, o que repercute no maior ou menor interesse de participar das assembleias gerais ou mesmo dos órgãos de administração. Esta diferença de interesses, aponta o mesmo autor, faz com que se estabeleça, no seio da companhia:

uma relação de poder que é tanto mais complexa quanto maiores as diversificações dos interesses de cada um. Empreendedores lutam por fazer prevalecer suas opiniões na condução dos negócios sociais; rendeiros pressionam pela distribuição, como dividendos, de maiores parcelas dos lucros; especuladores ficam atentos às possibilidades de recesso<sup>68</sup>.

Porém, em que pesem as definições acima, para melhor entender as relações de poder entre os acionistas, devem-se distinguir duas posições: o acionista controlador e a minoria acionária.

---

<sup>65</sup> LOBO, *Op. Cit.*, p. 36.

<sup>66</sup> COELHO, *Op. Cit.*, p. 274.

<sup>67</sup> COELHO, *Id.*, p. 275.

<sup>68</sup> COELHO, *Ibid*, p. 275.

Dessa forma, no presente trabalho, serão usadas as denominações acionista controlador, acionista minoritário e acionista preferencialista, ou, simplesmente, controlador, minoritário e preferencialista, para diferenciar os acionistas em função do *status* detido por cada um em relação aos outros e à sociedade e da correlação de direitos e deveres existente no seio da companhia.

Acionista controlador, na definição do art. 116 da LSA<sup>69</sup>, é a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que, de modo permanente tem a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e usa o poder de comando para dirigir as atividades sociais.

Ao definir no citado art. 116, a figura do acionista controlador, e, no art. 117, estabelecer sua responsabilidade por atos praticados com abuso de poder e elencar exemplos de modalidades de tais atos, a LSA, no dizer de Eizirik et al.<sup>70</sup>, “...superou a ‘ficção democrática’ da sociedade anônima, que acarretava a diluição das responsabilidades pelas deliberações sociais, uma vez que prevalecia até então a noção de que as decisões eram tomadas pela comunhão dos acionistas, como se não existissem controladores ou minoritários.”

A LSA reconheceu, assim, a existência do poder de controle acionário, que foi definido na lei societária em função da titularidade da maioria dos votos e do exercício efetivo da direção dos negócios sociais, poder este que se exterioriza na assembleia-geral.

Não obstante a definição trazida pela LSA, Eizirik et al. identificam as seguintes modalidades de controle, na prática societária atual<sup>71</sup>:

- a) Majoritário: É a modalidade mais comum de controle acionário no Brasil, tendo em vista a concentração acionária verificada no país. Caracteriza-se quando um acionista, pessoa física ou jurídica, ou uma família, detém a maioria das ações com direito a voto.

<sup>69</sup> LSA, Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

- a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e
- b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.

<sup>70</sup> EIZIRIK, N., PARENTE, F., GAAL, A. B. & HENRIQUES, M. d. F. Mercado de Capitais: Regime Jurídico. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 387.

<sup>71</sup> EIZIRIK, N., PARENTE, F., GAAL, A. B. & HENRIQUES, M. d. F. *Op. Cit.*, pp. 392-399.

- b) Compartilhado: Verifica-se quando o poder de controle é exercido por várias pessoas em conjunto, usualmente como signatárias de acordo de acionistas que as obriga a votar em bloco nas matérias que especifica.
- c) Minoritário: Ocorre quando, em função da dispersão acionária das ações da companhia no mercado, um acionista ou grupo de acionistas exerce o poder de controle com menos da metade do capital votante. Observe-se que o art. 116 da LSA não exige percentual mínimo de ações para definir o controle acionário.
- d) Pulverizado ou gerencial: Nesta modalidade de controle, a direção efetiva dos negócios sociais é realizada por seus administradores, membros do Conselho de Administração e da Diretoria, no exercício de suas funções legais e estatutárias, sem que exista um bloco de ações que assegure o controle.

Acionista minoritário vai ser considerado, aqui, como o titular de ações ordinárias, que tem, dessa forma o direito de voto, e que não integra o bloco de controle.

Acionista preferencialista é o titular de ações preferenciais, que tem assegurado, pelo estatuto social, conforme anteriormente comentado, determinados privilégios ou prioridades ou vantagens de natureza patrimonial e/ou política, mas que não possuem direito de voto. Conforme aponta Coelho:

O principal instrumento de organização do poder de controle é a supressão do direito de voto de parte das ações em que se divide o capital social. Por esse instrumento, o fundador organiza a sociedade anônima, excluindo das deliberações sociais e da administração uma parcela dos investidores. Controla, desse modo, todos os recursos empregados na constituição da empresa, apesar de ter contribuído com menos da metade destes.<sup>72</sup>

## 2.9 Os Direitos Essenciais dos Acionistas

De modo a estabilizar as relações de poder internas à companhia, comentadas na seção anterior, a lei assegura aos acionistas um complexo de direitos. Esse direitos impõem limites aos poderes dos acionistas controladores perante a minoria acionária, contrabalançando o princípio majoritário, de modo a que este não leve a um poder quase absoluto da maioria nas assembleias-gerais

---

<sup>72</sup> COELHO, *Op. Cit.*, p. 283.

Conforme aponta Lobo<sup>73</sup>, a classificação dos direitos dos acionistas é objeto de grande controvérsia na doutrina. O mesmo Lobo dá a seguinte classificação, dividindo os direitos segundo os critérios<sup>74</sup>:

- a) Da pessoa do acionista: comuns a todos os acionistas; especiais a cada uma das três categorias (controladores, minoritários e preferencialistas); e institucionais.
- b) Da natureza dos direitos: políticos; e patrimoniais.
- c) Dos instrumentos ou meios de concretizá-los: direitos instrumentais administrativos; direitos instrumentais judiciais; e direitos instrumentais extrajudiciais.

Barbosa<sup>75</sup> também comenta a dificuldade que a doutrina enfrenta para chegar a uma classificação dos direitos dos acionistas, ressaltando a diversidade de critérios que podem ser usados para classificá-los, exemplificando com:

- a) Do conteúdo do direito: políticos; e patrimoniais.
- b) Da fonte do direito: estatutários; e legais.
- c) Do interesse protegido: do acionista; de classe de acionistas; da companhia; de terceiros; e geral.
- d) Da legitimação para exercê-lo: individuais; e de minoria (por quantidade mínima de ações).
- e) Da renunciabilidade do direito.
- f) Da modificabilidade pela assembleia-geral ou por lei posterior.
- g) Da generalidade ou especialidade.
- h) Da função: repartir valores entre os acionistas; e regular a organização social.

Para o escopo do presente trabalho, será adotada, no entanto, a classificação mais empregada na doutrina brasileira e que é referenciada na LSA. Por ela, os direitos dos

---

<sup>73</sup> LOBO, *Op. Cit.*, p. 87.

<sup>74</sup> LOBO, *Id.* 90.

<sup>75</sup> BARBOSA, Marcelo. Direito dos Acionistas. In: LAMY FILHO, Alfredo & BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Coord.). Direito das Companhias. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p.297.



acionistas são divididos em direitos essenciais, elencados no art. 109 da LSA<sup>76</sup>, e direitos modificáveis, previstos em diversos dispositivos legais ou no estatuto.

Os direitos modificáveis, que abrangem todos aqueles que não estejam elencados como essenciais, podem estender-se a todas as ações ou ter algumas classes excluídas pelo estatuto, como, por exemplo, ocorre geralmente com as ações preferenciais, quanto ao direito de voto. Esses direitos não podem ser enumerados, pois decorrem de dispositivos estatutários que podem variar de acordo com a natureza da companhia.

Já os direitos essenciais, relacionados no referido art. 109, entre eles, em seu inciso V, o direito de retirada, são inerentes à titularidade acionária. Por sua natureza, como assinala Barbosa<sup>77</sup>, devem ser objeto de elenco *numerus clausus*.

De acordo com o *caput* do art. 109 da LSA, nem o estatuto social nem a assembleia-geral poderão excluir qualquer acionista do seu âmbito de incidência. Assim, “qualquer decisão assemblear no sentido de os acionistas de direito essencial é eivada de nulidade”, assevera Barbosa<sup>78</sup>, pois, do contrário, continua o autor, “quedaria sujeita ao arbítrio da maioria, ou seja, não representaria garantia imutável.” Essa inderrogabilidade se fundamenta na necessidade de equilibrar e frear o poder da maioria, conforme já comentado, servindo assim, os direitos essenciais, para estabilizar e equilibrar as relações de poder internas à companhia.

Acrescenta, porém, Coelho<sup>79</sup>, que eles não devem ser considerados apenas “pela perspectiva da tutela dos minoritários, por que eles, em certo sentido, também asseguram a conservação do poder de controle, como no caso do direito de preferência na subscrição de novas ações.” Qualquer acionista tem, ademais, como aponta o mesmo autor, interesse em participar dos frutos da sociedade e fiscalizar a gestão da empresa.

---

<sup>76</sup> LSA, Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembleia-geral poderão privar o acionista dos direitos de:

I - participar dos lucros sociais;

II - participar do acervo da companhia, em caso de liquidação;

III - fiscalizar, na forma prevista nesta Lei, a gestão dos negócios sociais;

IV - preferência para a subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição, observado o disposto nos artigos 171 e 172; (Vide Lei nº 12.838, de 2013)

V - retirar-se da sociedade nos casos previstos nesta Lei.

§ 1º As ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares.

§ 2º Os meios, processos ou ações que a lei confere ao acionista para assegurar os seus direitos não podem ser elididos pelo estatuto ou pela assembleia-geral.

§ 3º O estatuto da sociedade pode estabelecer que as divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, poderão ser solucionadas mediante arbitragem, nos termos em que especificar.

<sup>77</sup> BARBOSA, *Op. Cit.*, p.300.

<sup>78</sup> BARBOSA, *Id.*, p.304.

<sup>79</sup> COELHO, *Op. Cit.*, p. 290.

Da mesma forma que a LSA concede ao acionista os direitos essenciais inderrogáveis, ela também lhe garante os instrumentos de proteção a esses direitos, dispondo o § 2º do art. 109 que os meios, processos ou ações que a lei confere ao acionista para assegurar os seus direitos não podem ser elididos pelo estatuto ou pela assembleia-geral.

Entre os direitos essenciais, encontra-se aquele previsto no inciso V do art. 109 da LSA, qual seja, o direito de o acionista retirar-se da sociedade nos casos previstos na lei, e que vai ser abordado a seguir, no restante deste trabalho.

### 3 O Direito de Retirada nas Sociedades Anônimas

#### 3.1 Conceito, Natureza Jurídica e Finalidade

Conforme exposto anteriormente, houve, historicamente, uma evolução da visão contratualista da sociedade anônima para uma abordagem institucionalista. Quando se entendia que a sociedade anônima era regida por princípios contratuais, prevalecia a interpretação de que o contrato social só poderia ser alterado com a concordância da unanimidade dos acionistas. Com a evolução para um entendimento da sociedade como uma instituição, a unanimidade ficou restrita às bases essenciais da companhia e, posteriormente, foi abolida, sendo dada competência à assembleia-geral para modificar todas as estipulações do estatuto social.

Trata-se, como visto, do princípio majoritário, pelo qual as deliberações tomadas na assembleia-geral vinculam todos os acionistas, ainda que ausentes ou dissidentes. Esta forma de decisão dos negócios sociais atende à necessidade de as companhias se adaptarem ao dinamismo e às mudanças do mercado em que atuam. A vontade social é, pois, expressa pelo voto prevalente do acionista controlador, que, a princípio, age no interesse da companhia e de todos os acionistas.

O princípio majoritário tem, porém, reflexos nas relações de poder na companhia, conforme contrapõe Lucena:

A introdução do princípio majoritário nas deliberações sociais, mormente as respeitantes a alterações do contrato social, se, de um lado, atendeu aos justos reclamos contra a imobilização da sociedade, a qual, prolongando-se no tempo, há de se adaptar às novas situações, o que a regra da unanimidade em geral impedia, de outro, trouxe à sirga a onipotência da maioria, que tudo passou a poder contra a maioria.<sup>80</sup>

De fato, como frisa Eizirik:

Os acionistas minoritários não têm como impedir que os controladores aprovelem as medidas que entendam necessárias ao interesse da companhia, ainda que tais decisões afetem substancialmente a estrutura da sociedade ou os direitos estatutariamente assegurados aos acionistas.<sup>81</sup>

Porém, o acionista descontente com alguma deliberação tomada pelo acionista controlador pode optar por desligar-se da sociedade, para o que ele tem duas alternativas:

---

<sup>80</sup> LUCENA, José Waldecy. Das Sociedades Anônimas - Comentários À Lei - Vol. II- Arts. 121 a 188. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 234.

<sup>81</sup> EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Vol. II – Arts. 121 a 188. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 199.

alienar sua participação acionária, tendo em vista valer, para as sociedades anônimas, a regra da livre circulação de ações, ou, nos casos previstos em lei, exercer o direito de retirada.

O direito de retirada, que Carvalhosa<sup>82</sup> e Paraíso<sup>83</sup> consideram, como já afirmado, um dos resquícios da teoria contratual predominante nos séculos XVIII e XIX, está previsto na LSA, em art. 109, inciso V, entre os direitos essenciais do acionista – direitos de que ele não pode ser privado nem pelo estatuto social nem pela assembleia-geral, sendo nula qualquer cláusula estatutária ou deliberação da assembleia-geral que o restrinja ou suprima.

Com a inclusão do direito de retirada no rol dos direitos essenciais do acionista, mitiga-se o princípio majoritário. Nas palavras de Eizirik:

A fim de manter o equilíbrio entre o poder atribuído à maioria para dirigir a sociedade e a preservação dos interesses dos minoritários, a Lei das S.A. confere a estes o direito de se retirarem da companhia, mediante o reembolso de suas ações, se dissentirem de determinadas deliberações.<sup>84</sup>

As duas formas de desligamento facultadas ao acionista descontente com o rumo dado à companhia pelo acionista controlador diferem pela natureza do ato e pela estrutura da relação correspondente. Como esclarece Coelho<sup>85</sup>: “A venda é negócio bilateral do qual a sociedade não participa. A retirada é manifestação unilateral de vontade do sócio, à qual se submete a sociedade”.

Ela tem seu fundamento, no dizer de Carvalhosa<sup>86</sup>, “no interesse do acionista individual que decide não permanecer vinculado a uma sociedade cujas transformações institucionais operadas por decisão coletiva não logram alcançar a sua concordância.” Exercendo o seu direito, ressalta o mesmo autor<sup>87</sup>, “o acionista, portanto, retira-se não da sociedade a cuja estrutura aderiu: afasta-se, isto sim, por antecipação, da companhia modificada.”

Com efeito, conforme ressalta Bulhões Pedreira<sup>88</sup>, “o acionista, ao adquirir ações, leva em consideração as principais características da companhia; essas ‘bases essenciais’ influem na sua decisão, e sua alteração pode motivá-lo a não querer continuar sócio”. O direito de retirada seria, então, para o acionista, na expressão do mesmo autor, uma “válvula de

<sup>82</sup> CARVALHOSA, *Op. Cit.*, p. 889.

<sup>83</sup> PARAÍSO, *Op. Cit.*, p. 8.

<sup>84</sup> EIZIRIK, *Id.*, p. 199.

<sup>85</sup> COELHO, *Op. Cit.*, p. 301.

<sup>86</sup> CARVALHOSA, *Op. Cit.*, p. 357.

<sup>87</sup> CARVALHOSA, *Id.*, p. 358.

<sup>88</sup> BULHÕES PEDREIRA, Luis Eduardo. Direito de Retirada. In: LAMY FILHO, Alfredo & BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Coord.). Direito das Companhias. Rio de Janeiro: Forense, 2009. pp.326-327.

escape” da companhia, em face de alterações daquelas bases essenciais, que são feitas pela maioria quando entende que o interesse social assim o exige, para que a companhia possa progredir, ou mesmo, sobreviver.

Importante frisar, como faz Eizirik, que a retirada:

**não decorre de atos ilícitos praticados pelo controlador**, mas tão somente de decisões válidas adotadas com o fim de atender o interesse social, as quais, por modificarem a estrutura da companhia ou os direitos conferidos pelas ações de sua emissão, a Lei das S.A, classifica como ensejadoras do direito de retirada.<sup>89</sup> (grifou-se)

Por outro lado, o mesmo Eizirik<sup>90</sup> defende que o direito de retirada, apesar de se caracterizar como um instrumento de proteção dos acionistas minoritários face ao princípio majoritário, modernamente vem sendo considerado como um mecanismo de proteção à maioria acionária e à própria sociedade, “na medida em que constitui um expediente mediante o qual os conflitos entre os sócios podem ser canalizados e resolvidos no âmbito da própria companhia”. Ou seja, ele “dá ensejo a que a discordância do insatisfeito com a decisão majoritária seja resolvida internamente, por meios pacíficos, sem necessidade de litígio”.

Porém, contrapõe Bulhões Pedreira<sup>91</sup> que, apesar de o direito de retirada parecer “solução justa e razoável” sob a ótica dos princípios contratuais, quando se tem em conta “o interesse geral de fortalecimento das companhias” ele tem um efeito contrário, já que implica em descapitalização da sociedade, quando do pagamento do reembolso aos acionistas que se retiram da mesma.

Estas considerações foram sendo levadas em conta pelo legislador, ao longo da evolução do instituto, tendo se chegado, por exemplo, como vai ser visto adiante, a soluções tais como (i) a de não conceder o direito de retirada quando as ações tiverem liquidez no mercado, pois nesse caso os acionistas podem a qualquer momento deixar a companhia vendendo suas ações em bolsa, e (ii) a permissão para que a deliberação que motivou o pedido de retirada seja reconsiderada pela assembleia-geral, caso se entender que o pagamento do reembolso aos dissidentes irá comprometer a saúde financeira da companhia.

Porém, mesmo com a lei procurando aperfeiçoar o instituto, a presença de interesses conflitantes entre acionistas que desejam se retirar da companhia e a preservação da saúde

---

<sup>89</sup> EIZIRIK, *Op. Cit.*, p. 207.

<sup>90</sup> EIZIRIK, *Id.*, p. 199.

<sup>91</sup> BULHÕES PEDREIRA, Luis Eduardo. *Op. Cit.*, p.328.

financeira desta, faz Bulhões Pedreira<sup>92</sup> alertar que que “a relação das hipóteses em que se justifica o direito de retirada continua a ser questão controvertida no regime legal das sociedades anônimas”, o que também vai ser constatado adiante, quando se relatar as mudanças que esta relação sofreu na LSA, nas alterações por que esta lei passou desde sua promulgação.

A doutrina majoritária considera que as hipóteses de direito de retirada na LSA são taxativas e não podem ser ampliadas. Aponta, por exemplo, Bulhões Pedreira:

O regime legal do direito de retirada é cogente: o direito de retirada não pode ser restringido nem ampliado, quer pelo estatuto, quer pela Assembleia Geral. Essa natureza decorre dos interesses que protege. O reembolso de ações pode implicar redução do capital social, instituto fundamental da companhia, de que dependem os direitos dos credores e a própria funcionalidade da sociedade [...]; e o direito de retirada excepciona o princípio de que o capital social não pode ser restituído aos acionistas em prejuízo dos credores sociais. O exercício do direito de retirada pode, também, constituir óbice a mudanças necessárias à sobrevivência ou à expansão da companhia, se esta não tem capacidade de pagar o valões de reembolso aos acionistas dissidentes.<sup>93</sup>

Nesse sentido, também aduz Eizirik que:

o recesso apresenta natureza excepcional, uma vez que, como é a própria companhia que deve arcar com o pagamento do reembolso devido ao dissidente, o seu exercício pode colocar em risco a sua saúde financeira, além de dificultar ou onerar mudanças estruturais que podem ser necessárias ao desenvolvimento dos negócios da empresa.<sup>94</sup>

No mesmo sentido, a CVM emitiu parecer onde expressamente firma o entendimento de que a relação de hipóteses de retirada da LSA é “taxativa, isto é, que não autoriza a ampliação das hipóteses legais do direito de recesso”.<sup>95</sup>

Do exposto, chega-se, então à definição de Lobo:

O direito de retirada ou de recesso é um direito potestativo, exercido através de declaração receptícia de vontade nas hipóteses taxativamente previstas em lei e que garante ao acionista dissidente de deliberação assemblear o direito de sair da companhia mediante o reembolso do valor das suas ações.<sup>96</sup>

É um direito potestativo por ser exercido pelo acionista através de ato jurídico unilateral, ou seja, ele é um poder concedido a um dos sujeitos de uma relação jurídica<sup>97</sup>. E é

<sup>92</sup> BULHÕES PEDREIRA, Luis Eduardo. *Id.* p.328.

<sup>93</sup> BULHÕES PEDREIRA, Luis Eduardo. *Op. Cit.*, pp. 329-330.

<sup>94</sup> EIZIRIK, *Op. Cit.*, pp. 207.

<sup>95</sup> Cf. Parecer CVM/SJU nº 60/78.

<sup>96</sup> LOBO, *Op. Cit.*, p. 212.

<sup>97</sup> PARAÍSO, *Op. Cit.*, p. 17.

exercido por meio de manifestação receptícia de vontade, pois para produzir seus efeitos precisa apenas chegar a seu destinatário, a companhia<sup>98</sup>.

Assim, conforme reforça Eizirik<sup>99</sup>, “a manifestação do acionista de retirar-se da companhia, uma vez chegada a ela, é irrevogável, tal como ocorre em qualquer negócio jurídico unilateral”.

Não pode o acionista renunciar previamente ao direito de retirada, ou seja, não pode o estatuto da companhia privá-lo de se retirar da sociedade, porém, caso ocorra hipótese de retirada, ele pode renunciar a seu exercício, expressa ou tacitamente, caso deixe de exercê-lo no prazo. Como resume Lucena<sup>100</sup>, “veda a lei a renúncia *a priori* e abstrata do direito de recesso, mas não veda a renúncia *a posteriori* e concreta de seu exercício”.

Por fim, aponte-se a natureza individual do direito de recesso. Como diz Bulhões Pedreira<sup>101</sup>, “seu fim é ‘egoístico’, ou seja, é exercido pelo titular no seu próprio interesse”. Não é, portanto, um direito social exercido no interesse da companhia e em prol de sua organização, de que é exemplo o direito de voto. Pelo contrário, “ainda que a deliberação de que dissenter possa ser considerada, sob qualquer fundamento, do interesse da companhia, o acionista pode exercer o direito de retirada”<sup>102</sup>.

Porém, ressalva Lucena que

embora ato de vontade exclusiva do acionista, qual já se afirmou, há de fundar-se em causa elencada em lei. Trata-se de denúncia cheia ou plena, no sentido de que não basta o desejo de o acionista se desligar da companhia porque descontente com qualquer decisão assemblear, mas sim de que se insurge contra uma decisão assemblear que se subsume em uma das hipóteses legais (arts. 136 e 137), e que assim o dispensa de alinhar motivos outros para o exercício do direito de retirada.<sup>103</sup>

### 3.2 Os Pressupostos para o Exercício do Direito de Retirada

São dois os principais pressupostos para que um acionista possa exercer o direito de retirada no nosso ordenamento. O primeiro é ter havido deliberação eficaz da assembleia geral a respeito de alguma das matérias que a lei especifica como ensejadoras do direito. O segundo é o acionista não ter votado favoravelmente à deliberação que ensejaria a retirada, pois caso

<sup>98</sup> EIZIRIK, *Op. Cit.*, p. 232.

<sup>99</sup> EIZIRIK, *Id.*, p. 232.

<sup>100</sup> LUCENA, *Op. Cit.* p. 245.

<sup>101</sup> BULHÕES PEDREIRA, Luis Eduardo. *Op. Cit.*, p.340.

<sup>102</sup> BULHÕES PEDREIRA, Luis Eduardo. *Id.*, p.340.

<sup>103</sup> LUCENA, *Op. Cit.* pp. 245-246.

isto tenha ocorrido ele não poderá se arrepender e exercer o direito de se retirar da companhia<sup>104</sup>. Os acionistas que se abstiveram e os que não compareceram à assembleia também poderão exercer o direito de recesso<sup>105</sup>.

Ademais, em algumas hipóteses de recesso, que serão comentadas no Capítulo 3, a LSA exige expressamente a demonstração de que a deliberação assemblear prejudicará os direitos patrimoniais do acionista, ou seja, a retirada tem que estar baseada em decisão que afete negativamente algum interesse ou direito do acionista dissidente. Segundo Carvalhosa<sup>106</sup>, “o legislador, ao assim dispor, procurou refletir a tendência jurisprudencial e doutrinária, no sentido de que o exercício do recesso pressupõe a possível diminuição de direitos patrimoniais dos minoritários”.

Para exercer seu direito, o §1º do art. 137 da LSA<sup>107</sup> estabelece que o acionista dissidente de deliberação da assembleia, inclusive o titular de ações preferenciais sem direito de voto, deve ser titular das 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. Como aponta Lucena<sup>108</sup>, “deixa claro o dispositivo que o exercício do direito de recesso cabe a todos os acionistas da companhia, tenham ou não direito de voto, ou seja, são legitimados a exercê-lo tanto os ordinaristas como os preferencialistas”.

Em relação à data limite para a legitimação ao direito de retirada, a LSA determina que o acionista deve manifestar sua dissidência no prazo de 30 dias da publicação da ata da assembleia geral<sup>109</sup> ou, se esta depender de ratificação, da data da publicação da ata da assembleia especial convocada para esse fim<sup>110</sup>.

---

<sup>104</sup> LSA, Art. 137, *Caput*. A aprovação das matérias previstas nos incisos I a VI e IX do art. 136 dá ao acionista dissidente o direito de retirar-se da companhia, mediante reembolso do valor das suas ações (art. 45), observadas as seguintes normas:

<sup>105</sup> LSA, Art. 137, § 2º O direito de reembolso poderá ser exercido no prazo previsto nos incisos IV ou V do caput deste artigo, conforme o caso, ainda que o titular das ações tenha se absterido de votar contra a deliberação ou não tenha comparecido à assembleia.

<sup>106</sup> CARVALHOSA, *Op. Cit.*, p. 984.

<sup>107</sup> LSA, Art. 137. § 1º O acionista dissidente de deliberação da assembleia, inclusive o titular de ações preferenciais sem direito de voto, poderá exercer o direito de reembolso das ações de que, comprovadamente, era titular na data da primeira publicação do edital de convocação da assembleia, ou na data da comunicação do fato relevante objeto da deliberação, se anterior.

<sup>108</sup> LUCENA, *Op. Cit.* p. 251.

<sup>109</sup> LSA, Art. 137. IV - o reembolso da ação deve ser reclamado à companhia no prazo de 30 (trinta) dias contado da publicação da ata da assembleia-geral.

<sup>110</sup> LSA, Art. 137.V - o prazo para o dissidente de deliberação de assembleia especial (art. 136, § 1º) será contado da publicação da respectiva ata.



Trata-se de prazo decadencial e, como tal, não se interrompe por nenhuma medida do acionista. Como assevera Carvalhosa<sup>111</sup>: “O prazo de trinta dias, nesses casos, contados da publicação da ata da assembleia geral, é fatal e ininterrupto, não podendo ser relevado para qualquer acionista, correndo igual para todos”.

Porém, o prazo de 30 dias aproveita tanto ao acionista como à companhia, pois esta poderá, entre o trigésimo primeiro e o quadragésimo dia, reconsiderar a deliberação que ensejou o recesso. De fato, o §3º do art. 137 da LSA<sup>112</sup> faculta aos órgãos da companhia convocar, nos dez dias subsequentes ao término do prazo para exercer o direito de retirada, uma assembleia geral para reconsiderar ou ratificar a deliberação que ensejou o direito de retirada dos acionistas dissidentes. Logo, se entenderem que o pagamento do reembolso aos acionistas prejudicará a companhia, poderão reconsiderar, desistindo da deliberação anteriormente aprovada.

Conforme observa Eizirik:

Esta possibilidade representa um instrumento de preservação da continuidade da companhia, nas hipóteses em que um grande número de acionistas manifesta interesse em exercer o recesso e o preço de reembolso das ações ponha em risco a sua continuidade ou o seu equilíbrio econômico-financeiro<sup>113</sup>.

Apesar de a LSA não ter regulado a possibilidade de o acionista exercer o direito de retirada com apenas parte de suas ações, parte considerável da doutrina<sup>114</sup> entende que este recesso parcial “não contraria o regime de retirada, sendo benéfico à companhia e a seus credores”<sup>115</sup>, pois haveria uma menor descapitalização da sociedade, além de ser o conteúdo do direito puramente patrimonial.

A própria CVM já emitiu pareceres nos quais defende 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”<sup>116</sup>.

<sup>111</sup> CARVALHOSA, *Op. Cit.*, p. 901.

<sup>112</sup> LSA, Art. 137. § 1º. Nos 10 (dez) dias subsequentes ao término do prazo de que tratam os incisos IV e V do caput deste artigo, conforme o caso, contado da publicação da ata da assembleia-geral ou da assembleia especial que ratificar a deliberação, é facultado aos órgãos da administração convocar a assembleia-geral para ratificar ou reconsiderar a deliberação, se entenderem que o pagamento do preço do reembolso das ações aos acionistas dissidentes que exerceram o direito de retirada porá em risco a estabilidade financeira da empresa.

<sup>113</sup> EIZIRIK, *Op. Cit.*, p. 236.

<sup>114</sup> Assim entendem BULHÕES PEDREIRA, Luis Eduardo. *Op. Cit.*, pp. 372-374; EIZIRIK, *Op. Cit.*, pp. 236-237; e LUCENA, *Op. Cit.* p. 250.

<sup>115</sup> EIZIRIK, *Op. Cit.*, p. 235.

<sup>116</sup> Cf. Pareceres CVM/SJU nº 50/79 e 66/79.

Outros doutrinadores, no entanto, não aceitam o recesso parcial, como Carvalhosa<sup>117</sup>, para quem ele poderia levar a situações de especulação tipificáveis como abuso de direito, como no caso de “acionistas titulares de um milhão de ações ordinárias atingidas pela criação de preferenciais, que exerceriam o recesso apenas sobre metade delas, auferindo um resultado patrimonial em dinheiro que, em certos casos, compensaria o restante que iria manter”.

Por fim, deve ser ressaltado que, embora parcela da doutrina, como, por exemplo, Cunha Peixoto<sup>118</sup>, considere que, após a manifestação do direito de retirada, o acionista perca a qualidade de sócio e passe a ser credor, a maioria dos doutrinadores entende que o acionista que exerce o direito de retirada mantém-se na condição de acionista até que receba o valor de reembolso de suas ações, à semelhança do que ocorre na aquisição do status de acionista, que somente se opera com o pagamento parcial ou total da subscrição do capital social.

Nesse sentido, Bulhões Pedreira<sup>119</sup> explica que “a lei declara expressamente que a retirada se dá ‘mediante reembolso o valor das ações’ (art. 137, ou seja, pela transferência das ações para a companhia, em contrapartida do recebimento do valor de reembolso”. Em outras palavras, “as relações jurídicas que o vinculavam à companhia são as da ação cuja propriedade é transferida”.

Eizirik também defende que;

enquanto não recebe o reembolso de suas ações, o dissidente permanece como acionista, podendo exercer plenamente os seus direitos políticos e fazendo jus aos direitos patrimoniais perante a companhia: pode participar de assembleias-gerais, exercer o direito de voto, receber dividendos, exercer preferência na subscrição de ações em aumentos de capital, etc.<sup>120</sup>

Também nesse sentido, Carvalhosa, para quem a retirada não extingue a relação jurídica negocial desde o momento de seu exercício:

Isto porque apenas com ao pagamento e quitação dos haveres do acionista retirante é que acontece a extinção. Enquanto tal não ocorrer, a relação jurídica mantém-se íntegra para todos os efeitos, notadamente para o pleno exercício dos direitos patrimoniais e políticos do acionista junto à companhia<sup>121</sup>.

<sup>117</sup> CARVALHOSA, *Op. Cit.*, p. 896.

<sup>118</sup> CUNHA PEIXOTO, Carlos José, Sociedade por Ações; Comentários ao Decreto-Lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940, com as alterações da Lei nº 4.628, de 14 de julho de 1965 – Lei do Mercado de Capitais, v 3. São Paulo, Saraiva, 1972. p.190 *Apud* BULHÕES PEDREIRA, Luis Eduardo. *Op. Cit.*, p.371.

<sup>119</sup> BULHÕES PEDREIRA, Luis Eduardo. *Op. Cit.*, p.371.

<sup>120</sup> EIZIRIK, *Op. Cit.* p. 238.

<sup>121</sup> CARVALHOSA, *Op. Cit.*, p. 891.

O reembolso é a operação em que a companhia paga ao acionista dissidente o valor de suas ações, e está regulado no art. 45 da LSA<sup>122</sup>. Trata-se de uma recompra compulsória pela companhia de ações de sua emissão, nos casos em que é exercido o direito de retirada.

### 3.3 Evolução do Instituto no Ordenamento Jurídico

A doutrina identifica no Código de Comércio Italiano, de 1882, o surgimento do direito de retirada, como contraponto ao princípio majoritário, também introduzido naquele diploma e que permitiu à maioria acionária modificar o estatuto, até então tido como intangível. Assim, como relatam Eizirik<sup>123</sup> e Lucena<sup>124</sup>, o art. 158 daquele Código estabeleceu o direito de retirada nos casos de alteração do objeto social, prorrogação do prazo de duração da sociedade, fusão ou incorporação de uma companhia em outra e alteração do capital.

Porém, a legislação italiana posterior ao Código, foi, ao longo do sec. XX, limitando as hipóteses de direito de retirada, tendo o Código Civil de 1942 contemplado apenas as hipóteses de mudança de objeto social, transformação da sociedade e transferência de sede para o estrangeiro. Em outras legislações, a tendência no período, como relata Lucena<sup>125</sup>, foi de redução do direito de retirada a apenas alguns casos, ou mesmo sua inexistência, como se dá na França, Alemanha e Suíça.

No ordenamento jurídico brasileiro, o direito de retirada foi introduzido pelo Decreto nº 3.708/1919, que criou no país as sociedades por quotas de responsabilidade limitada e cujo art. 15 determinava assistir “aos sócios que divergirem da alteração do contrato social a faculdade de se retirarem da sociedade, obtendo o reembolso da quantia correspondente ao seu capital, na proporção do último balanço aprovado.”

Para as sociedades anônimas, o direito de retirada surgiu no Decreto nº 21.536/1932, que criou as ações preferenciais e incluiu, como instrumento para proteger os direitos a elas conferidos, a primeira previsão daquele direito na legislação brasileira. Nesse sentido, seu art. 9º facultava o direito de reembolso de suas ações aos acionistas dissidentes de alteração das preferências e vantagens de que eram titulares ou de criação de ações com outras preferências.

<sup>122</sup> LSA. Art. 45. *Caput* O reembolso é a operação pela qual, nos casos previstos em lei, a companhia paga aos acionistas dissidentes de deliberação da assembleia-geral o valor de suas ações.

<sup>123</sup> EIZIRIK, *Id.* p. 200.

<sup>124</sup> LUCENA, *Op. Cit.* p. 234.

<sup>125</sup> LUCENA, *Id.* p. 235.

Posteriormente, com o Decreto nº 2.627/1940, o direito de retirada ganhou a classificação de direito essencial e foram ampliadas as hipóteses de recesso, que passaram a englobar: (i) a criação de nova classe de ações preferenciais ou alterações nas preferências ou vantagens conferidas a uma ou mais classes ou criação de novas classes de ações preferenciais mais favorecidas; (ii) a mudança do objeto social; (iii) a incorporação de sociedade em outra ou sua fusão; e (iv) a cessação do estado de liquidação, mediante reposição da sociedade em sua vida normal.<sup>126</sup>

Finalmente, em 1976 foi promulgada a Lei nº 6.404 (LSA), que, segundo Paraíso<sup>127</sup>, teve como objetivo básico, expandir o mercado de capitais no Brasil, estimulando as grandes empresas privadas a nele participarem. Para isso, era preciso dar garantias aos investidores que aportariam seus recursos no capital social das companhias, restaurando a confiança no sistema societário vigente, por meio “de uma adequada tutela aos acionistas minoritários”.

Dessa forma, houve a necessidade de ampliar o leque de situações em que os acionistas poderiam exercer o direito de retirada, em relação ao regime do vigente Decreto nº 2.627/1940, proporcionando, assim, maior segurança a esses investidores. Foram, assim, elencadas como hipóteses de recesso, i) a criação de ações preferenciais ou aumento de classe existente sem guardar proporção com as demais, salvo se já previstos ou autorizados pelo estatuto; (ii) alterações nas preferências, vantagens e condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais ou criação de nova classe mais favorecida; (iii) alteração do dividendo obrigatório; (iv) mudança do objeto social; (v) incorporação da companhia em outra, sua fusão ou cisão; (vi) dissolução da companhia ou cessação do estado de liquidação; (vii) participação em grupo de sociedades; (viii) aquisição do controle por pessoa jurídica de direito público; (ix) conversão da sociedade em subsidiária integral; e (x) aquisição do controle de sociedade mercantil por companhia aberta.

Ademais, ao contrário do regime do Decreto nº 2.627/1940, em que só era considerado dissidente o acionista que tivesse comparecido à assembleia e votado contra a deliberação, a LSA assegurou o direito de retirada também aos que tenham se absterido de voltar ou não tenham comparecido à assembleia.

A LSA sofreu, desde a sua promulgação, alterações nos dispositivos que regulam o direito de retirada, em função de interesses econômicos do Estado. Conforme aponta Eizirik:

---

<sup>126</sup> EIZIRIK, *Op. Cit.* p. 203.

<sup>127</sup> PARAÍSO, *Op. Cit.*, pp. 64-65.

As mudanças no direito de recesso, de 1989 a 2001, constituem um reflexo de sua indevida utilização como instrumento de política econômica governamental: ora era “flexibilizado”, para atender a grupos empresariais e para reduzir os custos da privatização, ora era fortalecido, para incentivar o mercado de capitais e aumentar o valor das participações minoritárias do Governo Federal.<sup>128</sup>

Também Carvalhosa<sup>129</sup> critica duramente o que ele chama de “uma visão tecnocrática e casuística do direito societário”. Em suas palavras:

Não é necessário dizer que essa *ciclotimia legislativa* é extremamente danosa para a segurança das relações jurídicas, que é o objetivo fundamental do ordenamento jurídico e, assim, para a efetiva *tutela* dos direitos dos minoritários, uma vez que impossibilita a adequada institucionalização do direito de recesso, dificultando a compreensão de seu alcance e objetivos, assim como a formação de uma jurisprudência consistente sobre a matéria.<sup>130</sup>

Assim, ao longo da década de 1980, as cotações de mercado das ações se depreciaram, fazendo com que o valor de reembolso pago aos acionistas no recesso, baseado no valor de patrimônio líquido, fosse superior ao que eles obteriam alienando suas ações.

Este fato estimulou o exercício do direito de retirada, mesmo entre acionistas que, a princípio, não tinham nenhuma objeção quanto às deliberações aprovadas pela assembleia da companhia, instalando-se então, no ambiente societário, uma verdadeira “indústria do recesso”, com investidores adquirindo ações com a única finalidade de dissentir de deliberações sociais e receber o valor de reembolso.

Para atacar esse problema, a Lei n.º 7.958/1989, denominada “Lei Lobão”, alterou o art. 137 da LSA, suprimindo o recesso nos casos de incorporação, fusão, cisão e participação em grupo de sociedades, com o alegado objetivo de fortalecer a economia nacional.

De acordo com a exposição de motivos desta lei,

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

A retirada por tal processo e sob tal critério equivale a uma liquidação parcial e desestimula, nacionalmente, as incorporações, fusões e formação de grupos societários, o que desatende a necessidade brasileira de expandir suas atividades empresariais em favor da economia, da produção e do emprego.<sup>131</sup>

<sup>128</sup> EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume II – Arts. 121 a 188. São Paulo. Quartier Latin, 2011. p. 204.

<sup>129</sup> CARVALHOSA, *Op. Cit.*, p. 878.

<sup>130</sup> CARVALHOSA, *Id.*, p. 878.

<sup>131</sup> Exposição Justificativa do Projeto de Lei do Senado n.º 182, de 29.06.1989, que deu origem à Lei n.º 7.958/1989

Porém, a Lei Lobão, apesar de ter alterado a redação do art. 137 da LSA, retirando a remissão aos incisos VI e VII do art. 136, referentes a incorporação, fusão, cisão e participação em grupo de sociedades, não revogou expressamente o art. 230, que também se referia ao direito de retirada nas operações de incorporação e fusão, cisão.

Com isso, instalou-se verdadeira divergência doutrinária, pois, como esclarece Bulhões Pedreira<sup>132</sup>

Para alguns, a Lei Lobão não conseguiu alcançar seu objetivo de suprimir o direito de retirada nos casos de incorporação, fusão e cisão. Outros sustentaram que a lei devia ser interpretada segundo o seu fim, que era suprimir o direito de retirada nesses casos, entendendo que o artigo 230 estava implicitamente revogado.

A insegurança jurídica causada pelas divergências de interpretação da Lei Lobão só foi suplantada com a promulgação da Lei nº 9.457/1997, que revogou a Lei Lobão. Segundo a análise de Eizirik:

Esta lei teve, dentre seus objetivos principais, “flexibilizar” o recesso com 2 (duas) finalidades: (i) favorecer os processos de concentração empresarial das companhias nacionais, para permitir-lhes competir com as multinacionais; e (ii) reduzir o custo, para o Governo, da privatização de empresas estatais concessionárias de serviços públicos, especialmente nos serviços de telecomunicações e de geração e distribuição de energia elétrica.<sup>133</sup>

A Lei nº 9.457/1997 manteve a exclusão do direito de retirada na cisão e o restabeleceu na incorporação, fusão e participação em grupo de sociedades, exceto para o titular de ações que: (i) integrassem índices gerais representativos de carteiras de ações admitidas à negociação em bolsa de futuros; e (ii) fossem emitidas por companhias nas quais mais da metade do total das ações emitidas estivessem em circulação no mercado.

A doutrina pacificou o entendimento que os dois critérios seriam alternativos, de que é exemplo a posição de Carvalhosa:

Ademais, a lei 9.457/1997 não exigia para a exclusão do direito de recesso que as ações atendessem *simultaneamente* às duas exigências previstas nas alíneas *a* e *b* do inciso II do art. 137. Bastava que fossem dotadas de *liquidez* ou de *dispersão* para que seus titulares estivessem impedidos de exercer o direito de recesso.<sup>134</sup>

<sup>132</sup> BULHÕES PEDREIRA, Luis Eduardo. *Op. Cit.*, p.338.

<sup>133</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada. Volume II – Arts. 121 a 188.* São Paulo. Quartier Latin, 2011. p. 204.

<sup>134</sup> CARVALHOSA, *Op. Cit.*, p. 878.

Dessa forma, após a Lei nº 9.457/1997 não coube mais recesso na incorporação, fusão e participação em grupo de sociedades, quando as ações da companhia tivessem elevados níveis de liquidez ou quando ela apresentasse índices expressivos de dispersão acionária, já que, nesses casos, o acionista dissidente poderia alienar suas ações no mercado, sem que houvesse necessidade de a sociedade reembolsá-lo e correr o risco de se descapitalizar.

Além disso, a Lei nº 9.457/1997 alterou o § 1º do art. 45 da LSA<sup>135</sup>, permitindo que o valor do reembolso fosse calculado não só com base no valor patrimonial das ações, mas também no seu valor econômico. Ademais, alterou o § 1º do art. 137, que passou a exigir, para a concessão do direito de retirada, a titularidade das 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 à publicação do edital.

Com essas duas medidas, buscou a Lei nº 9.457/1997 eliminar a “indústria do recesso”, ao impedir, como explica Eizik

que alguém, percebendo que se deliberará matéria ensejadora do direito de recesso, passe a comprar as ações, depois da divulgação do fato, porém antes da realização da assembleia. Tal fato não caracteriza o *insider trading*, pois não há informação confidencial, porém o adquirente das ações, em tal hipótese, **não** se legitima para o direito de recesso<sup>136</sup>. (grifo do autor)

Outra importante novidade trazida pela nº 9.457/1997 foi a condição expressa no inciso I do art. 137, de que somente terá direito de retirada o titular de ações de espécie ou classe prejudicadas, nos casos dos incisos I e II do art. 136, que versam sobre aumento desproporcional de classe de ações ou na preferências. A partir daí, o acionista passou a ter que demonstrar a existência de prejuízo, como pressuposto para o a legitimidade do exercício do direito de recesso.

Por fim, a Lei nº 9.457/1997 também suprimiu o recesso na dissolução e na cessação do estado de liquidação da companhia.

Posteriormente, foi editada a Lei nº 10.303/2001, que, ao contrário da Lei Lobão e da Lei nº 9.457/1997, fortaleceu o direito de retirada, com vistas, segundo Carvalhosa<sup>137</sup>, “a

<sup>135</sup> LSA. § 1º O estatuto pode estabelecer normas para a determinação do valor de reembolso, que, entretanto, somente poderá ser inferior ao valor de patrimônio líquido constante do último balanço aprovado pela assembleia-geral, observado o disposto no § 2º, se estipulado com base no valor econômico da companhia, a ser apurado em avaliação (§§ 3º e 4º)..

<sup>136</sup> EIZIRIK, Nelson. Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais. 2ª ed. Rio de Janeiro. Renovar, 1998. pp. 85-86.

<sup>137</sup> CARVALHOSA, *Op. Cit.*, p. 876.

melhor tutelar os interesses dos acionistas minoritários, dentre os quais o próprio governo, que passou a deter posições minoritárias em várias companhias, após a sua privatização”.

Assim, restabeleceu o direito de retirada na cisão, quando (i) ocorrer mudança de objeto social, salvo se o patrimônio for vertido para sociedade cuja atividade preponderante coincida com aquela desenvolvida pela sociedade cindida, ou, então, (ii) se ocorrer redução do dividendo obrigatório ou (iii) a sociedade cindida vier a integrar um grupo de sociedades de direito.

A Lei n.º 10.303/2001 também alterou os critérios de liquidez e dispersão (nos casos de incorporação, fusão e participação em grupo de sociedades), e, mais do que isso, tornou cumulativo os critérios, reduzindo as hipóteses em que pode ser negado o recesso aos acionistas dissidentes. Assim, somente não caberá o direito de retirada nos casos de incorporação, fusão e participação em grupo de sociedades quando as ações detidas pelo acionista dissidente apresentem, conjuntamente, liquidez e dispersão, ao contrário do que ocorria no regime da Lei nº 9.457/1997, em que os critérios eram alternativos.

A análise de cada uma das hipóteses de retirada previstas na LSA será feita no Capítulo 4.



## 4 As Hipóteses de Direito de Retirada na Lei 6.404/76

### 4.1 Introdução

As deliberações da assembleia-geral que asseguram o direito de retirada aos acionistas dissidentes são determinadas, principalmente pelo *caput* do art. 137, referentes às hipóteses de alteração estatutária que relaciona no art. 136. Estas alterações exigem, para a sua efetivação, quórum qualificado de acionistas que representem metade, no mínimo, das ações com direito a voto.

Estes dois artigos são reproduzidos integralmente a seguir:

Art. 136. É necessária a aprovação de acionistas que representem metade, no mínimo, das ações com direito a voto, se maior quorum não for exigido pelo estatuto da companhia cujas ações não estejam admitidas à negociação em bolsa ou no mercado de balcão, para deliberação sobre:

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

II - alteração nas preferências, vantagens e condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais, ou criação de nova classe mais favorecida;

III - redução do dividendo obrigatório;

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

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

VI - mudança do objeto da companhia;

VII - cessação do estado de liquidação da companhia;

VIII - criação de partes beneficiárias;

IX - cisão da companhia;

X - dissolução da companhia.

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

§ 2º A Comissão de Valores Mobiliários pode autorizar a redução do quorum previsto neste artigo no caso de companhia aberta com a propriedade das ações dispersa no mercado, e cujas 3 (três) últimas assembleias tenham sido

realizadas com a presença de acionistas representando menos da metade das ações com direito a voto. Neste caso, a autorização da Comissão de Valores Mobiliários será mencionada nos avisos de convocação e a deliberação com quorum reduzido somente poderá ser adotada em terceira convocação.

§ 3º O disposto no § 2º deste artigo aplica-se também às assembleias especiais de acionistas preferenciais de que trata o § 1º.

§ 4º Deverá constar da ata da assembleia-geral que deliberar sobre as matérias dos incisos I e II, se não houver prévia aprovação, que a deliberação só terá eficácia após a sua ratificação pela assembleia especial prevista no § 1º.

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

I - nos casos dos incisos I e II do art. 136, somente terá direito de retirada o titular de ações de espécie ou classe prejudicadas;

II - nos casos dos incisos IV e V do art. 136, não terá direito de retirada o titular de ação de espécie ou classe que tenha liquidez e dispersão no mercado, considerando-se haver:

a) liquidez, quando a espécie ou classe de ação, ou certificado que a represente, integre índice geral representativo de carteira de valores mobiliários admitido à negociação no mercado de valores mobiliários, no Brasil ou no exterior, definido pela Comissão de Valores Mobiliários; e

b) dispersão, quando o acionista controlador, a sociedade controladora ou outras sociedades sob seu controle detiverem menos da metade da espécie ou classe de ação;

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

a) mudança do objeto social, salvo quando o patrimônio cindido for vertido para sociedade cuja atividade preponderante coincida com a decorrente do objeto social da sociedade cindida;

b) redução do dividendo obrigatório; ou

c) participação em grupo de sociedades;

IV - o reembolso da ação deve ser reclamado à companhia no prazo de 30 (trinta) dias contado da publicação da ata da assembleia-geral;

V - o prazo para o dissidente de deliberação de assembleia especial (art. 136, § 1º) será contado da publicação da respectiva ata;

VI - o pagamento do reembolso somente poderá ser exigido após a observância do disposto no § 3º e, se for o caso, da ratificação da deliberação pela assembleia-geral.

§ 1º O acionista dissidente de deliberação da assembleia, inclusive o titular de ações preferenciais sem direito de voto, poderá exercer o direito de reembolso

das ações de que, comprovadamente, era titular na data da primeira publicação do edital de convocação da assembleia, ou na data da comunicação do fato relevante objeto da deliberação, se anterior.

§ 2º O direito de reembolso poderá ser exercido no prazo previsto nos incisos IV ou V do caput deste artigo, conforme o caso, ainda que o titular das ações tenha se absterido de votar contra a deliberação ou não tenha comparecido à assembleia.

§ 3º Nos 10 (dez) dias subsequentes ao término do prazo de que tratam os incisos IV e V do caput deste artigo, conforme o caso, contado da publicação da ata da assembleia-geral ou da assembleia especial que ratificar a deliberação, é facultado aos órgãos da administração convocar a assembleia-geral para ratificar ou reconsiderar a deliberação, se entenderem que o pagamento do preço do reembolso das ações aos acionistas dissidentes que exerceram o direito de retirada porá em risco a estabilidade financeira da empresa.

§ 4º Decairá do direito de retirada o acionista que não o exercer no prazo fixado.

Além das hipóteses referenciadas no art. 137, a Lei nº 6.404/76 prevê o direito de retirada em outros dispositivos. Dessa forma, de modo a possibilitar uma visualização global e esquemática de todas as hipóteses de recesso, no conjunto da LSA, foi preparada a tabela a seguir:

**Tabela 1 – Hipóteses de direito de retirada prevista na Lei nº 6.404/76**

#	Hipótese de recesso	Dispositivo legal na Lei 6.404/76
1	Criação de ações preferenciais ou aumento desproporcional de classe de ações preferenciais existentes	art. 137, inc. I, c/c art. 136, inc. I
2	Alteração nas preferências, vantagens e condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais, ou criação de nova classe mais favorecida	art. 137, inc. I, c/c art. 136, inc. II
3	Redução do dividendo obrigatório	art. 137 c/c art. 136, inc. III
4	Fusão da companhia ou sua incorporação em outra	art. 137, inc. II, c/c art. 136, inc. IV
5	Participação em grupo de sociedades	art. 137, inc. II, c/c art. 136, inc. V, e 270, § único
6	Mudança do objeto da companhia	art. 137 c/c art. 136, inc. VI
7	Cisão da companhia	art. 137, inc. III, c/c art. 136 inc. IX,
8	Transformação da companhia em outro tipo societário	art. 221

9	Não abertura de capital após incorporação, fusão ou cisão	art. 223, §§3º e 4º
10	Transferência de controle por desapropriação	art. 236, parágrafo único
11	Incorporação de ações formando subsidiária integral	art. 252, §§ 1º e 2º
12	Aquisição de sociedade mercantil	art. 256, §2º

Conforme observa Eizirik<sup>138</sup> e Paraíso<sup>139</sup>, e, com pequena diferença, Bulhões Pedreira<sup>140</sup>, as hipóteses que asseguram o direito de retirada podem ser divididas em dois grupos, o primeiro englobando as modificações nos direitos de participação dos acionistas, referenciadas nos incisos I e II do art. 136 da LSA, que geram perda patrimonial efetiva ou potencial ao acionista, e, o segundo, trazendo modificações essenciais no contrato ou na organização da companhia, referenciadas nos outros dispositivos da lei, que acarretam uma reestruturação da sociedade.

Nas hipóteses enquadradas no primeiro grupo (art. 136. I e II), a existência de prejuízo é condição indispensável para a concessão da retirada, conforme estabelece o inciso I do art. 137, já que o instituto busca, aí, evitar que os direitos patrimoniais dos outros acionistas possam ser suprimidos ou reduzidos por decisão majoritária. Portanto, só quem foi efetivamente prejudicado pode exercê-lo. Já para as hipóteses do segundo grupo, considera-se que há uma presunção de que estas deliberações, por alterarem significativamente a estrutura da companhia, podem prejudicar os interesses dos dissidentes<sup>141</sup>.

O STJ tem decisão confirmando o estabelecido pelo inciso I do art. 137 da LSA, ou seja, a necessidade de prejuízo para o exercício do direito de retirada nas hipóteses dos incisos I e II do art. 136:

Comercial. sociedade anônima. Direito de recesso pela criação de ações preferenciais. Necessidade de ocorrência de prejuízo como pressuposto da retirada.(arts. 136, I e 137 da Lei n. 6.404/76). Recurso desacolhido.

O direito de retirada do sócio da sociedade anônima inconformado com a deliberação de criação de nova classe de ações preferenciais não é ilimitado, dependendo, assim, da demonstração do prejuízo em seu desfavor, sob pena

<sup>138</sup> EIZIRIK, *Op. Cit.* p. 208.

<sup>139</sup> PARAÍSO, *Op. Cit.*, pp. 129-139

<sup>140</sup> BULHÕES PEDREIRA, Luis Eduardo. *Op. Cit.*, pp.341-342, onde se considera a hipótese do art. 256 como um terceiro grupo.

<sup>141</sup> EIZIRIK, *Op. Cit.* p. 208.

de se transformar o recesso em mera venda de ações, o que escapa à finalidade do instituto.<sup>142</sup>

Apresenta-se a seguir a análise de cada um dos casos de retirada previstos na LSA.

## 4.2 Criação de Ações Preferenciais ou Aumento de Classe de Ações Preferenciais Existentes

São duas as hipóteses de retirada trazidas pelo inciso I do art. 136 da LSA, sendo a primeira relativa à criação de ações preferenciais, salvo se já prevista ou autorizada pelo estatuto.

A criação de ações preferenciais tem impacto direto nos direitos patrimoniais dos acionistas portadores de ações ordinárias, pois, como visto na Seção 2.5 do Capítulo 2, as preferenciais atribuem a seus detentores algumas vantagens, de ordem patrimonial ou política, em relação às ordinárias, tais como prioridade na distribuição de dividendos, prioridade no reembolso de capital, ou a cumulação de ambas as vantagens.

Assim, como explica Bulhões Pedreira<sup>143</sup>, “o direito de retirada na criação de ações preferenciais protege o interesse dos titulares de ações ordinárias de participar, em igualdade de condições, dos lucros sociais e do acervo da companhia, quando liquidada”.

Logo, acionistas portadores de ações ordinárias que não concordarem com a alteração poderão exercer o direito de se retirar da companhia, desde que não haja previsão no estatuto para a criação das novas ações preferenciais, no teor da ressalva presente no inciso I do artigo 136. Com efeito, como aponta Carvalhosa<sup>144</sup>, caso haja esta previsão estatutária, “a lei presume que os acionistas, ao aderirem ao estatuto social, já sabiam que entre as bases essenciais da organização da companhia estava incluída esta previsão”.

Um outra situação, na qual, segundo Bulhões Pedreira<sup>145</sup>, caberia a retirada é quando “a Assembleia Geral da companhia, sem previsão estatutária de ações preferenciais modificar o estatuto autorizando sua emissão no futuro”. Segundo ele,

Neste caso, o procedimento de criação das ações preferenciais é dividido em duas etapas – autorização no estatuto e posterior emissão de ações – e o direito de retirada pode ser exercido no momento da modificação estatutária,

<sup>142</sup> RESP n. 31.515, Relator o Ministro Sálvio de Figueiredo, julgado em 25/03/96 e publicado no DJ de 22/04/96, p. 12.575.

<sup>143</sup> BULHÕES PEDREIRA, Luis Eduardo. *Op. Cit.*, p.342.

<sup>144</sup> CARVALHOSA, *Op. Cit.*, p. 854.

<sup>145</sup> BULHÕES PEDREIRA, Luis Eduardo. *Op. Cit.*, p.342.

pois quando as ações vierem a ser emitidas não haverá direito de retirada porque já estarão autorizadas no estatuto.<sup>146</sup>

Por outro lado, Eizirik<sup>147</sup> entende, em sentido inverso, que não cabe a retirada no momento da autorização para a criação das ações preferenciais nesses casos, pois não haveria “uma alteração essencial dos direitos dos acionistas ou da estrutura da companhia”, nascendo tal direito, tão somente, com a deliberação que aprove a efetiva criação das ações preferenciais.

A CVM, no entanto, em caso que será relatado adiante, envolvendo a hipótese seguinte, de aumento desproporcional de classe de ações preferenciais existentes, já decidiu que o recesso deve ser exercido no momento em que é introduzida a cláusula estatutária que permite a quebra de proporção, e não quando da deliberação que decidir pelo aumento de capital e consequente quebra de proporção<sup>148</sup>.

Assim a segunda hipótese apresentada no inciso I do art. 136 refere-se ao aumento de classe de ações preferenciais existentes, sem guardar proporção com as demais classes. Conforme lembra Carvalhosa<sup>149</sup>, mesmo após a Lei 10.303/2001 ter fixado o número máximo de ações preferencias em metade das ações emitidas pela companhia<sup>150</sup>, este número ainda pode chegar a dois terços, para as que as emitiram anteriormente à vigência desta lei. Assim, conclui o autor que “o aumento de preferenciais, na hipótese, também se inscreve no capítulo das bases essenciais da companhia, merecendo quórum qualificado para a sua deliberação pela assembleia-geral”.

Ocorrendo esta alteração, poderão exercer o direito de retirada tanto os acionistas dissidentes portadores de ações ordinárias, como os portadores de outras classes de ações preferenciais, desde que, conforme impõe o inciso I do art. 137, tenham sido prejudicados pela mudança, ou seja, os que tiverem uma redução patrimonial com a alteração estatutária.

De fato, conforme explica Bulhões Pedreira<sup>151</sup>, os titulares de ações ordinárias são prejudicados, “se o aumento das ações preferenciais é proporcionalmente maior que o das ordinárias, pois os direitos dessas passam a ser subordinados aos de maior quantidade de ações

<sup>146</sup> BULHÕES PEDREIRA, Luis Eduardo. *Id.*, p.342.

<sup>147</sup> EIZIRIK, *Op. Cit.* p. 210.

<sup>148</sup> V. Nota 154.

<sup>149</sup> CARVALHOSA, *Op. cit.* p. 853.

<sup>150</sup> LSA. Art. 15. As ações, conforme a natureza dos direitos ou vantagens que confirmam a seus titulares, são ordinárias, preferenciais, ou de fruição.

§ 1º As ações ordinárias da companhia fechada e as ações preferenciais da companhia aberta e fechada poderão ser de uma ou mais classes.

§ 2º O número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas.

<sup>151</sup> BULHÕES PEDREIRA, Luis Eduardo. *Op. Cit.*, pp.343-344.

preferenciais”. Pelo mesmo motivo, são prejudicados “os titulares de ações preferenciais de classe cujas vantagens são subordinadas às da classe aumentada”. Por fim, também são prejudicados “os titulares de ações da classe aumentada, porque um maior número de ações passará a ter as mesmas vantagens das ações existentes”.

Conforme dispõe o § 1º do art. 136 da LSA, havendo o aumento de classe de ações preferenciais, a eficácia da deliberação depende de prévia autorização ou da ratificação dos titulares das ações preferenciais prejudicadas, reunidos em assembleia especial. Conforme coloca Carvalhosa<sup>152</sup>: “Há de existir, indeclinavelmente, o consentimento da comunhão dos titulares das ações preferenciais atingidas para que as modificações estatutárias que eventualmente prejudiquem seus interesses patrimoniais tenham eficácia”.

Também no caso de aumento desproporcional de classe de preferenciais, havendo previsão estatutária, não há o direito de retirada, pela presunção de que os acionistas, já sabiam que esta possibilidade estava inserida nas bases essenciais da organização da companhia<sup>153</sup>.

No caso de alteração estatutária com a inclusão da previsão para futuro aumento de capital com a emissão de ações preferenciais sem observar a proporção existente, a CVM já decidiu que o recesso deve ser exercido no momento em que é introduzida a cláusula estatutária que permite a quebra de proporção, e não quando da deliberação que decidir pelo aumento de capital e consequente quebra de proporção, conforme se observa do extrato do voto da Diretora-Relatora, na apreciação de recurso da Companhia de Saneamento do Paraná – SANEPAR, contra decisão da Superintendência de Relações com Empresas – SEP da CVM:

[...]

17. Preliminarmente, é preciso examinar em que momento deve ser exercido o direito de recesso, se no momento da inserção no estatuto de cláusula estatutária autorizando o aumento de capital sem observar a proporção entre as ações ou somente quando tal autorização é implementada.
18. O exame que se segue é realizado com base na nova redação do inciso I do Art. 136, uma vez que nesse particular não houve alteração legislativa. A matéria também é tratada no parágrafo 1º do art. 136, no caput do art. 137 e nos incisos IV e V do referido art. 137 da Lei das S/A, ....

[...]

19. Do teor dos dispositivos acima, verifica-se que só há direito de recesso no aumento desproporcional de uma classe de ações se não houver prévia autorização estatutária neste sentido. Caso o estatuto já contenha tal previsão, não há necessidade de assembleia especial, nem há direito de recesso para o acionista dissidente.
20. A lei, ao excluir o quórum qualificado e o direito de recesso se já houver autorização estatutária, o fez no pressuposto de que no momento em que fosse

<sup>152</sup> CARVALHOSA, *Id.* p. 857.

<sup>153</sup> CARVALHOSA, *Op. cit.*, p. 854.

introduzida a previsão de quebra de proporção deveriam ser seguidos os trâmites legais exigidos para a implementação das alterações objetivadas. Se assim não fosse, seria suficiente, num primeiro passo, incluir no estatuto a autorização, para, em seguida, implementar as medidas e, simplesmente, desobrigar-se do atendimento das regras legais.

21. A lei é clara ao dispensar a necessidade de quórum qualificado e, em decorrência, de assembleia especial, quando houver prévia autorização estatutária. Portanto, não se pode exigir o cumprimento de qualquer um dos dois requisitos, se preexiste uma autorização no estatuto.
22. Dispensadas as assembleias mencionados no art. 136, ante a prévia autorização estatutária, não há como se contar o prazo para o exercício do direito de retirada, visto que o mesmo é computado a partir da publicação da ata da assembleia geral, no caso de acionistas com direito a voto, e da publicação da ata da assembleia especial, no caso de acionistas preferenciais. Caso, no momento da inclusão no estatuto, os acionistas não tenham exercido o direito de recesso, Inês é morta, pois a lei é clara ao dispensar as formalidades na hipótese de prévia autorização.
23. Diante disso, só se pode concluir que o recesso deve ser exercido no momento em que é introduzida a cláusula estatutária que permite a quebra de proporção. **(Declaração de voto da Diretora Norma Jonssen Parente - Processo Administrativo nº RJ- 2001/11250 (RC Nº 3889/2002)**<sup>154</sup>

### **4.3 Alteração nas Preferências, Vantagens ou Condições de Resgate ou Amortização ou Criação de Classe Mais Favorecida (Ações Preferenciais)**

O inciso II do art. 136 da Lei nº 6.404/76 traz a hipótese de retirada motivada pela alteração nas preferências, vantagens ou condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais ou a criação de classe mais favorecida.

Segundo o art. 19 da LSA, o estatuto da companhia com ações preferenciais declarará as vantagens ou preferências atribuídas a cada classe dessas ações, bem como as condições de resgate ou amortização<sup>155</sup>.

Assim, tendo as ações preferenciais sido regularmente emitidas, seus titulares possuem direito adquirido nas preferências, vantagens ou condições de resgate ou amortização atribuídas a elas, somente modificáveis por deliberação da assembleia-geral, aprovada pelo quórum qualificado do art. 136 da LSA. Ademais, a eficácia desta deliberação depende de prévia autorização ou da ratificação dos titulares das ações preferenciais prejudicadas, reunidos em assembleia especial, conforme dispõe o §1º do mesmo dispositivo. Daí, conclui Bulhões

<sup>154</sup> <http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=3889-0.HTM>

<sup>155</sup> LSA, Art. 19. O estatuto da companhia com ações preferenciais declarará as vantagens ou preferências atribuídas a cada classe dessas ações e as restrições a que ficarão sujeitas, e poderá prever o resgate ou a amortização, a conversão de ações de uma classe em ações de outra e em ações ordinárias, e destas em preferenciais, fixando as respectivas condições.



Pedreira<sup>156</sup> que “as vantagens das ações preferenciais somente podem ser modificadas, por conseguinte, com o consentimento das maioria das ações prejudicadas, e os dissidentes da deliberação da assembleia especial têm direito de retirada”.

Conforme aponta Paraíso<sup>157</sup>, “as alterações tanto poderão consistir em diminuição nas preferências e vantagens de uma ou mais classes de ações preferenciais como em aumento destas vantagens”. Daí a necessidade de identificar quais foram os acionistas prejudicados, que terão o direito de retirar-se da companhia.

Assim, caso a alteração seja sentido de diminuir as preferências de somente uma classe, apenas os acionistas titulares de ações desta classe serão prejudicados e, assim poderão, se dissentirem, requerer a retirada. Caso a deliberação diminua as preferências de mais de uma classe, terá que ser analisada a situação destes e também dos que não tiveram mudança nas preferências, bem como dos titulares de ações ordinárias.

Se a alteração aumentar as vantagens ou preferências de uma classe, ela afetaria ou poderia afetar os outros acionistas detentores de ações preferenciais de outras classes e os detentores de ações ordinárias, que, portanto, poderão, se dissentirem, retirar-se da companhia.

A CVM decidiu questão relativa a alteração de preferências de ações, ao apreciar recurso interposto pela Construtora Lix da Cunha S.A. contra a decisão da SEP que entendeu que determinada alteração estatutária, tomada em Assembleia Geral Extraordinária, reduziria a vantagem conferida às ações preferenciais e geraria direito de retirada aos dissidentes, sendo necessária, ademais a realização de assembleia especial para a sua eficácia.

As alterações efetuadas no § 1º do art. 5º do estatuto social da companhia foram as seguintes:

**Redação Anterior:** "PARÁGRAFO 1º - As ações preferenciais não darão direito a votar, mas conferirão a seus titulares prioridade no recebimento de dividendos não cumulativos, cujo o valor anual mínimo não será inferior a 6% (seis por cento) do quociente obtido pela divisão do capital social, expresso em cruzeiros pela quantidade total das ações ordinárias e preferenciais."

**Redação Nova:** PARÁGRAFO 1º - As ações preferenciais não darão direito a voto nas Assembleias Gerais, mas conferirão a seus titulares prioridade no recebimento de dividendos não cumulativos, para cada ação preferencial 10% maiores do que os atribuídos a cada ação ordinária."

<sup>156</sup> BULHÕES PEDREIRA, Luis Eduardo. *Op. Cit.*, p.344.

<sup>157</sup> PARAÍSO, *Op. Cit.*, p. 76

A companhia alegou que a alteração do Estatuto Social significaria, na realidade vantagem aos acionistas preferencialistas, já que os dividendos pagos às ações preferenciais seriam sempre maiores que os concedidos às ações ordinárias, como, de fato, teria sido comprovado pela distribuição de dividendos aprovada pela assembleia de 25/02/2002, já que, nos termos do § 1º do art. 5º alterado pela assembleia de 18/10/2001, cada ação preferencial receberia, a título de dividendos, montante superior ao previsto pelas regras do Estatuto anterior, enquanto a cada ação ordinária caberia valor inferior ao que receberia pela sistemática alterada. Portanto a alteração seria desfavorável aos titulares de ações ordinárias, enquanto os preferencialistas levaram vantagem sobre o sistema anterior.

O Diretor-Relator, porém, negou provimento ao recurso interposto pela companhia, entendendo que era necessária a realização de assembleia especial para que os acionistas preferencialistas deliberassem sobre a proposta de alteração do § 1º do art. 5º do estatuto social e que se concedesse o direito de retirada aos acionistas dissidentes, conforme extrato do voto a seguir:

- [...]
5. Analisados os autos, parece-me que a decisão recorrida deve ser mantida, pelos fatos e fundamentos resumidamente expostos abaixo.
- [...]
7. A perplexidade, no presente caso, decorre da eventual falta de comparabilidade entre as duas espécies de dividendos atribuídos às ações preferenciais e, bem assim, à divergência de tratamento legal.
  8. O dividendo original da companhia insere-se na definição clássica e tradicional de dividendo preferencial mínimo.
- [...]
29. Vejo, a propósito, que se a companhia e seus acionistas controladores estão tão seguros de que não há prejuízo para as ações preferenciais – mas sim vantagem – parece-me que o caminho mais adequado, sem prejuízo de outros que a criatividade do mercado e dos advogados demonstrasse viáveis, seria a atribuição do dividendo aumentado de 10% como uma vantagem adicional, sem retirar a já existente – que, como decorrência lógica do entender da companhia, seria inócua – a exemplo do que fizeram diversas companhias quando da adaptação à Lei nº10.303/01. Nessa hipótese, certamente não seria exigida a assembleia especial.
  30. Mas, havendo divergência entre os acionistas titulares de ações preferenciais a respeito do real benefício que lhe traria a alteração dos dividendos, entendo, no caso, necessária a realização de assembleia especial, até mesmo para evitar a injusta situação em que os acionistas cujos direitos específicos são atingidos diretamente pela alteração proposta serem os únicos a não se manifestar, quando esse é justamente o fundamento da assembleia especial. Sendo inquestionável o benefício, evidentemente não se exige a assembleia especial.
  31. E nessa linha, entendo conveniente ressaltar os aspectos abaixo, tudo a recomendar a realização de assembleia especial.
  32. Conforme se verificou do quadro constante do início deste voto, anteriormente à alteração estatutária, a vantagem ou preferência atribuída às ações preferenciais da companhia consistiam na prioridade na distribuição do

- dividendo, cujo valor anual mínimo não deveria ser inferior a 6% do quociente obtido pela divisão do capital social pela quantidade total de ações emitidas pela companhia, vantagem esta prevista no art. 17, I da Lei nº 6.404/76.
33. Com a alteração pretendida, as ações preferenciais da companhia passariam a ter o direito ao recebimento de dividendos não cumulativos 10% maiores do que os atribuídos às ações ordinárias.
  34. Examinadas as duas espécies de dividendos, constata-se que além da alteração econômica no cálculo do dividendo, ocorreu, efetivamente, alteração no tipo de vantagem conferida às ações preferenciais e, por que não dizer, de regime legal, o que resulta em modificação de outros direitos previstos em lei.
  35. Nessa linha, no caso concreto, com as alterações introduzidas no estatuto social da companhia, as ações preferenciais de sua emissão deixarão de contar com diversos direitos que a Lei nº 6.404/76 confere às ações com dividendo mínimo. O exame da Lei nº 6.404/76 dá a exata noção de que o dividendo mínimo ou fixo, atribuído exclusivamente às ações preferenciais, é objeto de diversas proteções legais específicas, as quais não socorrem as ações desprovidas destes dividendos, tanto ordinárias quanto preferenciais.
  36. A exemplo disso, cite-se a suspensão da restrição ao direito de voto se a companhia, pelo prazo previsto no estatuto social, não superior a três exercícios consecutivos, deixar de pagar os dividendos fixos ou mínimos a que fizerem jus, nos moldes do que estabelece o § 1º do artigo 111 da Lei nº 6.404/76, embora reconheça que este entendimento não é unânime neste Colegiado.
  37. Igualmente, o art. 203, que estabelece expressamente que a constituição de qualquer reserva (estatutária, lucros a realizar, retenção), exceto a legal, não prejudicará o pagamento do dividendo mínimo ou fixo das ações preferenciais. O mesmo artigo 203 estabelece que a faculdade de a companhia deixar de pagar o dividendo obrigatório por incompatibilidade com a situação financeira da companhia estabelecida no parágrafo 4º do art. 202 não se aplica às ações preferenciais com dividendo fixo ou mínimo.
  38. Portanto, caracterizado está que a alteração em comento realizada no estatuto social da companhia acarretou efetiva diminuição nos direitos e proteções previstos para as ações preferenciais de emissão da companhia, notadamente do ponto de vista legal, uma vez que as ações ficariam desprovidas da privilegiada proteção legal que é atribuída exclusivamente às ações preferenciais com prioridade no recebimento de dividendos fixos ou mínimos, mas não às ações preferenciais com dividendo aumentado, instituído pela Lei nº 9.457/97 e mantido pela Lei nº 10.303/01.
  39. À vista dessas razões, parece-me que tal alteração deve ser submetida à assembleia especial, na forma do que dispõe o artigo 136, § 1º da Lei nº 6.404/76, conferindo-se aos acionistas dissidentes o direito de retirada, na forma da lei.
  40. Por todo o acima exposto, voto por se negar provimento ao recurso interposto e pela manutenção da decisão recorrida, que entendeu ser necessária a realização de assembleia especial para que os acionistas preferencialistas da companhia deliberem sobre a proposta de alteração do § 1º do artigo 5º do estatuto social e que se conceda o direito de retirada aos acionistas dissidentes.
  41. Recordo, ainda, que a assembleia especial, nos termos da lei, deve ratificar a deliberação da assembleia geral extraordinária no prazo de 1 ano, findo o qual perderá a sua validade. Assim, caso a companhia pretenda não realizar a assembleia especial e tornar sem validade a deliberação da assembleia extraordinária neste particular deverá divulgar fato relevante.
  42. Finalmente, o dividendo a maior eventualmente recebido pelos acionistas titulares de ações preferenciais não deverá ser repetido, dada a evidente boa-fé

destes.<sup>158</sup> (**Declaração de voto do Diretor Luiz Antônio de Sampaio Campos - Processo Administrativo nº RJ- 2001/11267**)

A outra hipótese de recesso prevista no inciso II do art. 136 é a criação de classe mais favorecida de ações preferenciais. Aponta Carvalhosa<sup>159</sup> que “a emissão de tais ações afeta de maneira substancial os interesses dos demais acionistas, em termos de dividendos, seja dos titulares de ações ordinárias, seja daqueles que detenham preferenciais de outras classes”. Assim, teriam direito de retirada tanto os antigos detentores de ações preferenciais quanto os de ações ordinárias.

#### 4.4 Redução do Dividendo Obrigatório

De acordo com o inciso I do art. 109, é direito essencial do acionista participar dos lucros sociais. Assim, havendo lucros no exercício financeiro, existe a obrigação legal de distribuí-los aos acionistas e, para assegurar esta distribuição, a LSA criou o dividendo obrigatório, a parcela do lucro que os acionistas têm direito de receber em cada exercício social e que deve ser estipulado no estatuto social. Caso este seja omissivo, o dividendo obrigatório deve ser de metade do lucro líquido ajustado, conforme estabelece o art. 202<sup>160</sup>.

<sup>158</sup> <http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=3837-0.HTM>

<sup>159</sup> CARVALHOSA, *Op. cit.* p. 853.

<sup>160</sup> LSA, artigo 202. Os acionistas têm direito de receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, a parcela dos lucros estabelecida no estatuto ou, se este for omissivo, a importância determinada de acordo com as seguintes normas:

I - metade do lucro líquido do exercício diminuído ou acrescido dos seguintes valores:

- a) importância destinada à constituição da reserva legal (art. 193); e
- b) importância destinada à formação da reserva para contingências (art. 195) e reversão da mesma reserva formada em exercícios anteriores;

II - o pagamento do dividendo determinado nos termos do inciso I poderá ser limitado ao montante do lucro líquido do exercício que tiver sido realizado, desde que a diferença seja registrada como reserva de lucros a realizar (art. 197);

III - os lucros registrados na reserva de lucros a realizar, quando realizados e se não tiverem sido absorvidos por prejuízos em exercícios subsequentes, deverão ser acrescidos ao primeiro dividendo declarado após a realização.

§ 1º O estatuto poderá estabelecer o dividendo como porcentagem do lucro ou do capital social, ou fixar outros critérios para determiná-lo, desde que sejam regulados com precisão e minúcia e não sujeitem os acionistas minoritários ao arbítrio dos órgãos de administração ou da maioria.

§ 2º Quando o estatuto for omissivo e a assembleia geral deliberar alterá-lo para introduzir norma sobre a matéria, o dividendo obrigatório não poderá ser inferior a 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido ajustado nos termos do inciso I deste artigo.

3º A assembleia geral pode, desde que não haja oposição de qualquer acionista presente, deliberar a distribuição de dividendo inferior ao obrigatório, nos termos deste artigo, ou a retenção de todo o lucro líquido, nas seguintes sociedades:

I - companhias abertas exclusivamente para a captação de recursos por debêntures não conversíveis em ações;

II - companhias fechadas, exceto nas controladas por companhias abertas que não se enquadrem na condição prevista no inciso I.

§ 4º O dividendo previsto neste artigo não será obrigatório no exercício social em que os órgãos da administração informarem à assembleia geral ordinária ser ele incompatível com a situação financeira da companhia. O conselho fiscal, se em funcionamento, deverá dar parecer sobre essa informação e, na companhia aberta, seus

De acordo com o § 1º deste dispositivo, o dividendo pode ser estabelecido pelo estatuto como porcentagem do lucro ou do capital social, ou segundo outros critérios, que devem ser, porém, regulados com precisão e minúcia, sendo vedados critérios que sujeitem os acionistas minoritários ao arbítrio dos órgãos de administração ou da maioria.

Caso a assembleia-geral delibere sobre a redução do dividendo obrigatório, ela pode proceder de duas maneiras, descritas por Bulhões Pedreira<sup>161</sup>: “mediante a modificação da cláusula estatutária que o estabeleceu, ou pela inserção de cláusula de dividendo obrigatório no estatuto (após a organização da companhia), em nível inferior ao que a lei assegura aos acionistas em caso de omissão do estatuto”.

Eizirik<sup>162</sup>, no entanto, diverge deste último entendimento, alegando que “nesse caso o acionista, ao ingressar na companhia, tinha conhecimento da omissão estatutária e da regra da Lei das S.A. que determina que o dividendo não pode ser inferior a 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido ajustado (art. 202, § 2º).”

Os legitimados à retirada, nessa hipótese, são, geralmente, os titulares de ações ordinárias, já que o dividendo obrigatório na maior parte das vezes refere-se a estes acionistas e os preferencialistas têm prioridade para receber seus dividendos. Porém, conforme alerta Paraíso<sup>163</sup>, deve ser analisado o caso concreto, pois há companhias nas quais os dividendos das ações preferenciais são fixos, não participando dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias, mas existem outras que pagam dividendos mínimos a estas ações, ou seja, dão a elas a garantia de receber ao menos a parcela fixada no estatuto.

Assim, sendo fixo o dividendo das ações preferenciais, a retirada será concedida apenas aos ordinaristas, no caso de redução do dividendo obrigatório, pois os preferencialistas não serão afetados. Porém, se as ações preferenciais receberam dividendo mínimo, elas participam, em conjunto com as ordinárias, do dividendo obrigatório, e com a redução deste último elas também serão atingidas e seus detentores poderão retirar-se da companhia.

---

administradores encaminharão à Comissão de Valores Mobiliários, dentro de 5 (cinco) dias da realização da assembleia geral, exposição justificativa da informação transmitida à assembleia.

§ 5º Os lucros que deixarem de ser distribuídos nos termos do § 4º serão registrados como reserva especial e, se não absorvidos por prejuízos em exercícios subsequentes, deverão ser pagos como dividendo assim que o permitir a situação financeira da companhia.

§ 6º Os lucros não destinados nos termos dos arts. 193 a 197 deverão ser distribuídos como dividendos.

<sup>161</sup> BULHÕES PEDREIRA, Luis Eduardo. *Op. Cit.*, p.344.

<sup>162</sup> EIZIRIK, *Op. Cit.* p. 212.

<sup>163</sup> PARAÍSO, *Op. Cit.*, pp. 83-84

## 4.5 Fusão da Companhia ou Sua Incorporação em Outra

A Lei nº 10.303/2001 estabeleceu as regras atualmente vigentes sobre o direito de retirada na incorporação, fusão e cisão. A incorporação e a fusão são definidas na LSA em seus arts. 227 e 228:

Art. 227. A incorporação é a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações.

Art. 228. A fusão é a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações.

A incorporação e a fusão são reestruturações societárias, formas de reorganização empresarial em que há uma concentração societária, ou seja, são operações em que patrimônios de sociedades distintas são unidos. Os objetivos podem ser vários, como aponta Damodaran<sup>164</sup>: (i) “a aquisição de empresas subvalorizadas”; (ii) diversificação para reduzir o risco; (iii) criação de sinergias operacionais e financeiras; (iv) “assumir empresas geridas de forma incompetente e mudar a administração”; e (v) servir aos interesses pessoais dos administradores.

Na fusão, desaparecem as sociedades envolvidas na operação, surgindo outra completamente nova, mas que assume todas as obrigações das sociedades fusionadas. O acionista de qualquer das sociedades, se dissentir da fusão, terá o direito de retirada se as ações por ele possuídas não tiverem liquidez ou dispersão no mercado. Com efeito, já que a companhia de que era acionista será extinta, não pode ele ser obrigado a participar de nova sociedade, à qual não aderiu inicialmente.

No caso da incorporação, pelo teor do inciso IV do art. 136, somente o acionista da companhia incorporada que dissentir da operação terá o direito de retirada. De fato, apesar de ele poder optar por ingressar na companhia incorporadora, por meio do recebimento de novas ações, a companhia de que participa será extinta na operação, o que justificaria a concessão da retirada. Já para os acionistas da incorporadora, na medida em que a operação representará apenas um aumento do capital social da companhia, não haveria razão para a concessão do mesmo direito.

---

<sup>164</sup> DAMODARAN, A., 2004. *Finanças Corporativas: Teoria e Prática*. 2ª ed. ed. Porto Alegre: Bookman. pp. 679-682.

Parte da doutrina, no entanto, defende que este último deveria também ter o direito de retirada, como pontua Eizirik:

A não inclusão do acionista dissidente da incorporadora como legitimado ao exercício desse direito constituiu um “cochilo” do legislador, uma vez que ele pode ter sua situação patrimonial tão afetada como a do acionista da incorporada a depender da relação de troca prevista no protocolo.<sup>165</sup>

Conforme o art. 230 da LSA<sup>166</sup>, o prazo de 30 dias para o exercício do direito de retirada, na fusão e na incorporação é contado a partir da publicação da ata da assembleia que aprovar o protocolo ou a justificação da operação. O protocolo ou a justificação são documentos que devem ser obrigatoriamente submetidas à deliberação da assembleia-geral das companhias, nos termos dos arts. 224<sup>167</sup> e 225<sup>168</sup> da LSA, e contêm as condições das operações propostas relevantes do ponto de vista das sociedades e dos direitos de seus acionistas.

O prazo para o exercício do direito de retirada é decadencial, não comportando suspensão ou interrupção. Conforme estipula o § 4º do art. 137, decairá do direito de retirada o acionista que não o exercer no prazo fixado.

Segundo o art. 230, o pagamento do reembolso somente será devido se a operação for efetivada, já que as companhias envolvidas podem desistir da operação, motivadas por fatos posteriores à assembleia que a aprovou e que a inviabilizem ou a tornem excessivamente onerosa. É o caso, por exemplo, da já comentada reconsideração da deliberação que motivou a retirada, permitida pelo § 3º do art. 137. Conforme aponta Eizirik:

É o que ocorre se o pagamento do preço de reembolso puser em risco a estabilidade financeira da companhia. Nesse caso, dependendo do número de

<sup>165</sup> EIZIRIK, *Op. Cit.*, p. 214.

<sup>166</sup> LSA, Art. 230. Nos casos de incorporação ou fusão, o prazo para exercício do direito de retirada, previsto no art. 137, inciso II, será contado a partir da publicação da ata que aprovar o protocolo ou justificação, mas o pagamento do preço de reembolso somente será devido se a operação vier a efetivar-se.

<sup>167</sup> LSA, Art. 224. As condições da incorporação, fusão ou cisão com incorporação em sociedade existente constarão de protocolo firmado pelos órgãos de administração ou sócios das sociedades interessadas, que incluirá: I - o número, espécie e classe das ações que serão atribuídas em substituição dos direitos de sócios que se extinguirão e os critérios utilizados para determinar as relações de substituição; II - os elementos ativos e passivos que formarão cada parcela do patrimônio, no caso de cisão; III - os critérios de avaliação do patrimônio líquido, a data a que será referida a avaliação, e o tratamento das variações patrimoniais posteriores; IV - a solução a ser adotada quanto às ações ou quotas do capital de uma das sociedades possuídas por outra; V - o valor do capital das sociedades a serem criadas ou do aumento ou redução do capital das sociedades que forem parte na operação; VI - o projeto ou projetos de estatuto, ou de alterações estatutárias, que deverão ser aprovados para efetivar a operação; VII - todas as demais condições a que estiver sujeita a operação.

<sup>168</sup> LSA, Art. 225. As operações de incorporação, fusão e cisão serão submetidas à deliberação da assembleia-geral das companhias interessadas mediante justificação, na qual serão expostos: I - os motivos ou fins da operação, e o interesse da companhia na sua realização; II - as ações que os acionistas preferenciais receberão e as razões para a modificação dos seus direitos, se prevista; III - a composição, após a operação, segundo espécies e classes das ações, do capital das companhias que deverão emitir ações em substituição às que se deverão extinguir; IV - o valor de reembolso das ações a que terão direito os acionistas dissidentes.

acionistas que manifestarem o desejo de exercer o recesso e o montante de recursos que a companhia despenderá para pagar-lhes o preço do reembolso, os órgãos de administração podem convocar a assembleia geral para ratificar ou reconsiderar a deliberação (§ 3º). Caso a assembleia delibere reconsiderar a decisão anterior favorável à operação, ela não realizará o pagamento e o reembolso não mais será devido.<sup>169</sup>

Conforme exposto no Capítulo 2, a partir da Lei nº 9.457/1997 passou a ser exigido, para justificar a não concessão ao acionista, pela companhia, do direito de retirada, o atendimento a um dos dois critérios dados pelo inciso II do art. 137, critérios esses que, como comentado anteriormente, eram alternativos: a) o da liquidez das ações; e b) o da dispersão do capital da companhia.

Ações dotadas de liquidez são aquelas cuja titularidade se transfere rapidamente, sem impor perdas a quem as vende. Já a dispersão é balizada pela quantidade de ações em circulação no mercado e tem influência sobre a liquidez, pois, para um investidor que deseja vender suas ações, quanto maior a dispersão mais fácil será encontrar alguém interessado em adquiri-las.

Assim, após o advento da Lei nº 9.457/1997, quando as ações da companhia tivessem elevados níveis de liquidez ou quando a companhia apresentasse índices expressivos de dispersão acionária, não seria concedida a retirada, pois o acionista dissidente poderia alienar suas ações no mercado.

A Lei nº 10.303/2001 tornou cumulativos os critérios de liquidez e dispersão para que a companhia negue ao acionista o recesso, ou seja, somente quando se verificar conjuntamente a ocorrência dos dois parâmetros poderá ser negado o direito de retirada. Esta mudança, conforme observa Lucena<sup>170</sup>, reduziu assim “sobremaneira os casos em que o acionista dissidente de reorganizações societárias não possa exercer o direito de retirada.”

Ademais, a Lei nº 10.303/2001 alterou o inciso II do art. 137, de modo a que os critérios de liquidez e dispersão passassem a ser aplicados em relação a cada espécie ou classe de ação, e não em função do total de ações emitidas pela companhia, como no regime da Lei nº 9.457/1997, o que traz outros desdobramentos, como aponta Carvalhosa:

Assim, determinadas ações *de uma mesma companhia* podem conferir o direito de recesso e outras não: por exemplo, na companhia X, se as ações preferenciais de *classe A* apresentam dispersão e liquidez, pode a companhia legitimamente negar o direito de recesso; se as ações ordinárias e

<sup>169</sup> EIZIRIK, *Op. Cit.*, p. 215.

<sup>170</sup> LUCENA, *Op. Cit.* p. 260.



preferenciais *classe B* apresentam liquidez, mas não dispersão, os seus titulares têm o direito de recesso.<sup>171</sup>

A Lei nº 10.303/2001 também modificou a forma de se apurar a liquidez e dispersão em relação aos critérios fixados pela Lei nº 9.457/1997. Nesse sentido, o conceito de liquidez (art. 137, II, a) foi ampliado, pois no regime da Lei nº 9.457/1997<sup>172</sup> só era considerada líquida a ação que integrasse índice geral representativo de carteira de ações admitidos à negociação em bolsas de futuros, e, após a alteração de 2001, passou a bastar que a ação (leia-se, espécie, classe ou certificado que a represente) integrasse índice geral representativo de carteira de valores mobiliários, no Brasil ou no exterior, definido pela CVM, e não apenas índice negociado na bolsa de futuros.

O índice, na definição de Eizirik<sup>173</sup>, “é um indicador de lucratividade média de uma carteira teórica, integrada pelas ações mais negociadas, demonstrando o comportamento do mercado secundário de ações”.

Observe-se que a CVM não regulamentou o disposto na alínea a do inciso II do art. 137, mas já teve a oportunidade de se manifestar sobre o assunto ao responder a consulta formulada pelas companhias Vivo Participações S.A., TELEMIG Celular Participações S.A. e Telemig Celular S.A, quando o Colegiado da Autarquia decidiu que na medida em que o art. 137, II, ‘a’ da LSA prevê expressamente a necessidade de a ação integrar índice, não poderia ser realizado cálculo que incluía a liquidez de ADR, bem como que os índices que poderiam ser aceitos deveriam revestir-se da generalidade prevista no dispositivo legal, conforme ementa abaixo:

Trata-se de consulta formulada por Vivo Participações S.A., Telemig Celular Participações S.A. e Telemig Celular S.A., a respeito da existência de liquidez das ações preferenciais de emissão da segunda (TMCP4), para fins de aferir o atendimento a um dos requisitos da exceção ao direito de recesso previsto no art. 137, II da Lei das S.A.

As consulentes argumentam, resumidamente, que o conceito de liquidez restaria atendido pelo fato de as ações TMCP4 integrarem o Itel – Índice Setorial de Telecomunicações assim como o Índice Small Caps. Ainda, as consulentes defendem que a existência de liquidez deve ser analisada considerando-se o comportamento das ações em todos os mercados em que são negociadas e que, levando em conta tanto a liquidez dos ADR quanto das

<sup>171</sup> CARVALHOSA, *Op. cit.* p. 879.

<sup>172</sup> LSA, Art. 137. II - nos casos dos incisos IV e V, somente terá direito de retirada o titular de ações: (Incluído pela Lei nº 9.457, de 1997)

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

<sup>173</sup> EIZIRIK, *Op. Cit.*, p. 248.

ações TMCP4, o índice de negociabilidade é maior do que o de ações que integram o Índice Ibovespa.

Considerando a relevância e particularidades do tema, a Superintendência de Relações com Empresas, representada na reunião pela Gerência de Acompanhamento de Empresas-4, entendeu oportuno submeter a consulta para análise e manifestação do Colegiado.

Nesse contexto, analisando os argumentos trazidos na consulta, o Colegiado entendeu, por unanimidade, que o dispositivo legal de que se cuida prevê expressamente a necessidade de a ação integrar índice, donde não pode ser realizado cálculo que inclua a liquidez de ADR, bem como que os índices apontados pelas consulentes não se revestem da generalidade prevista no dispositivo legal, deliberando, dessa forma pelo não atendimento ao art. 137, II, 'a' da Lei das S.A. no caso concreto. **(Decisão do Colegiado no Processo Administrativo nº RJ- 2009/2518, de 09.04.2009)**<sup>174</sup>

Posteriormente, a CVM no OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SEP/Nº004/2011, firmou o entendimento de que:

Considerando que, atualmente, inexistente regulamentação acerca da matéria na CVM, entende-se que os índices considerados para efeito de liquidez devem ser aqueles admitidos à negociação em bolsas de futuros, atualmente, Ibovespa e IBrX-50.<sup>175</sup>

Com relação ao critério de dispersão, a Lei n.º 10.303/2001 o considera atingido quando o grupo controlador possuir menos da metade da espécie ou classe de ações afetada pela deliberação que motivar a retirada. Anteriormente, a Lei 9.457/1997<sup>176</sup> presumia a dispersão quando o controlador possuísse menos do **total das ações** da companhia. (grifou-se)

## 4.6 Participação em Grupos de Sociedades

Outra hipótese em que é concedido o direito de retirada é a deliberação da assembleia-geral que aprova a participação da companhia em grupo de sociedades, desde que as ações detidas pelo dissidente não sejam líquidas e não estejam dispersas pelo mercado, conforme estabelece o art. 137, caput e inciso II, c/c o inciso VI do art. 136 e o parágrafo único do art. 270<sup>177</sup>.

<sup>174</sup> <http://www.cvm.gov.br/port/descol/resp.asp?File=2009-013ed09042009.htm>

<sup>175</sup> <http://www.cvm.gov.br/port/atos/oficios/Of%C3%ADcio-Circular%2004-11%20-%20vers%C3%A3o%20final.pdf>

<sup>176</sup> LSA, Art. 137. II - nos casos dos incisos IV e V, somente terá direito de retirada o titular de ações:

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

<sup>177</sup> LSA, Art. 270. A convenção de grupo deve ser aprovada com observância das normas para alteração do contrato social ou do estatuto (art. 136, V)

Parágrafo único. Os sócios ou acionistas dissidentes da deliberação de se associar a grupo têm direito, nos termos do artigo 137, ao reembolso de suas ações ou quotas.

A previsão para a retirada, nesse caso, é justificada pelo fato de a companhia, ao passar a integrar grupo de sociedades, alterar significativamente a estrutura societária em que o acionista havia ingressado.

No grupo de sociedades de direito, duas ou mais sociedades unem-se sob uma mesma direção, para alcançar objetivos comuns, sendo que a sociedade controladora deve exercer, direta ou indiretamente, e de modo permanente, o controle das sociedades filiadas, nos termos do *caput* e § 1º do art. 265 da LSA<sup>178</sup>.

Assim, conforme aponta Bulhões Pedreira:

Dessa subordinação de interesses podem decorrer situações que, embora em benefício do grupo como um todo, sejam desfavoráveis à sociedade que dele participe, inclusive pela diminuição de seus lucros para aumento dos de outra ou outras sociedades do grupo (art. 276).<sup>179 180</sup>

Face a isso, a lei concede o direito de retirada ao acionista de companhia que vier a participar ou se associar a grupo de sociedades, seja esta companhia a sociedade de comando do grupo ou alguma de suas controladas, e sem condicionar o direito à retirada à demonstração de que o dissidente teria prejuízos com a participação da companhia no grupo.

O único condicionante feito pela LSA é o consignado no inciso II do art. 137, qual seja, que as ações de emissão da companhia não possuam liquidez e dispersão no mercado.

#### 4.7 Mudança de Objeto da Companhia

O objeto social é a atividade econômica para a qual a sociedade foi constituída, ou seja, ele determina o gênero de operações que a companhia pretende executar como atividade lucrativa. Segundo Borba<sup>181</sup>, “o objeto social é um dos elementos mais sensíveis da sociedade, uma vez que, definindo o escopo a que se propõe, demarca-lhe o âmbito em que exercerá a sua atividade.”

<sup>178</sup> LSA, Art. 265. A sociedade controladora e suas controladas podem constituir, nos termos deste Capítulo, grupo de sociedades, mediante convenção pela qual se obriguem a combinar recursos ou esforços para a realização dos respectivos objetos, ou a participar de atividades ou empreendimentos comuns.

§ 1º A sociedade controladora, ou de comando do grupo, deve ser brasileira, e exercer, direta ou indiretamente, e de modo permanente, o controle das sociedades filiadas, como titular de direitos de sócio ou acionista, ou mediante acordo com outros sócios ou acionistas..

<sup>179</sup> LSA, Art. 276, *Caput*. A combinação de recursos e esforços, a subordinação dos interesses de uma sociedade aos de outra, ou do grupo, e a participação em custos, receitas ou resultados de atividades ou empreendimentos somente poderão ser opostos aos sócios minoritários das sociedades filiadas nos termos da convenção do grupo.

<sup>180</sup> BULHÕES PEDREIRA, Luis Eduardo. *Op. Cit.*, p.347.

<sup>181</sup> BORBA, *Op. Cit.*, p. 69.

Conforme estabelece o § 2º do art. 2º da LSA<sup>182</sup>, a descrição do objeto social deverá ser precisa e completa, o que se justifica em vista de os acionistas, ao decidirem ingressar na sociedade, tomarem como referência básica o objeto social, pois este descreve e delimita o tipo de empreendimento de que querem participar.

Sendo o objeto social, portanto, uma das bases fundamentais do contrato social, a sua alteração sempre esteve sujeita a um rigor especial, exigindo-se a aprovação por maioria qualificada de acionistas, conforme estabelece o art. 136, VI da LSA.

Ademais, ao acionista dissidente da deliberação de alteração do objeto social é concedido o direito de retirada, pelo art. 137, *caput* da LSA, já que tal alteração importa também na assunção de novos riscos derivados da nova atividade econômica, riscos esses que não foram aqueles assumidos pelo acionista no momento da subscrição de suas ações. Assim, o acionista que não aderir à proposta de alteração do objeto social não pode ser obrigado a permanecer numa atividade diferente daquela à qual ele havia originariamente se vinculado.

Porém, para que a retirada ocorra, a alteração do objeto social deve ser significativa, não se considerando como mudança passível de ensejar retirada de acionista a sua mera ampliação ou diminuição quantitativa. Como pontua Eizirik<sup>183</sup>, “não é qualquer alteração do objeto da companhia que dá ensejo ao direito de retirada por parte dos minoritários, mas somente aquela que implique numa modificação **substancial** das atividades desenvolvidas pela sociedade, que descaracterize seu **fim**.” (grifo do autor)

Nesse sentido, a CVM emitiu parecer em que concluiu que “em se tratando de companhia cujo objeto seja a siderurgia propriamente dita, a alienação do ativo operacional, permanecendo na empresa apenas os ativos financeiros, implica esvaziamento do objeto social.”<sup>184</sup>

Posteriormente, a CVM, apreciando mudança de objeto social de companhia aberta, que passou a prever a fabricação de "veículos automotores" ao invés de "tratores", entendeu que houve modificação substancial das atividades desenvolvidas pela companhia e não mero acréscimo de atividade complementar ou integrada à existente, pois a companhia poderia

<sup>182</sup> LSA, art. 2º. Pode ser objeto da companhia qualquer empresa de fim lucrativo, não contrário à lei, à ordem pública e aos bons costumes.

§ 1º Qualquer que seja o objeto, a companhia é mercantil e se rege pelas leis e usos do comércio.

§ 2º O estatuto social definirá o objeto de modo preciso e completo.

§ 3º A companhia pode ter por objeto participar de outras sociedades; ainda que não prevista no estatuto, a participação é facultada como meio de realizar o objeto social, ou para beneficiar-se de incentivos fiscais.

<sup>183</sup> EIZIRIK, Nelson. *Temas de Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 252.

<sup>184</sup> Cf. Parecer CVM/SJU nº 86/79.

doravante, por exemplo, dedicar-se a fabricação de automóveis, passando a integrar a indústria automobilística. . Assim, a Autarquia emitiu outro parecer, atestando que “configura alteração do objeto social para todos os fins de direito a expansão das atividades sociais, quando não importar em desenvolvimento de atividades complementares às anteriormente definidas nos estatutos sociais ou a ela integradas.”<sup>185</sup>

A CVM também apreciou caso envolvendo alteração de objeto social de companhia no julgamento do recurso da Portuense Ferragens S/A, no Processo Administrativo nº RJ2003/7612, conta o entendimento da Superintendência de Empresas – SEP, que apontou alteração do objeto social da companhia, dado que a companhia paralisou suas atividades comerciais em 1995 e desde então, a sua principal e única fonte de renda era a locação de 80 minilojas construídas no espaço onde antes funcionavam a loja principal e o depósito comercial da companhia, atividade esta que não estava contemplada no seu objeto social.

Assim, concluiu a SEP<sup>186</sup> que "a alteração do objeto social sem prévia aprovação de acionistas que representem metade, no mínimo, das ações com direito a voto, contraria o disposto no artigo 136, VI da Lei das S/A"; e que "a deliberação a respeito da mudança do objeto social da companhia, ensejaria o direito de recesso aos acionistas dissidentes, conforme previsto no artigo 137 da mesma Lei".

O Colegiado da CVM seguiu o entendimento da SEP e decidiu:

Trata-se de recurso contra entendimento da SEP de houve a alteração do objeto social sem prévia aprovação de acionistas que representem metade, no mínimo, das ações com direito a voto, contraria o disposto no artigo 136, VI da Lei das S/A; e que a deliberação a respeito da mudança do objeto social da companhia, ensejaria o direito de recesso aos acionistas dissidentes, conforme previsto no artigo 137 da mesma Lei.

O Colegiado acompanhou o voto do Diretor-Relator, com as considerações constantes da manifestação apresentada pelo Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos, no sentido de que o direito de recesso, em casos de mudança de objeto social, não dispensa a prévia deliberação assemblear e que a Portuense deve promover convocação de assembleia geral para deliberar. A Diretora Norma Parente também apresentou manifestação de voto.<sup>187</sup>

---

<sup>185</sup> Cf. Parecer CVM/SJU nº 10/83.

<sup>186</sup> Decisão do Colegiado de 02.08.2011, disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=4195-0.HTM>

<sup>187</sup> Id.

Por outro lado, como aponta Borba<sup>188</sup>, “pequenos ajustamentos no objeto social podem, pois, se processar sem a necessidade do quórum especial previsto no art. 136, o qual se reservaria tão somente para a alteração de base – substituição do objeto.”

Nesse sentido, a CVM já exarou o entendimento de que “a aprovação de proposta de aumento do capital social, mediante subscrição particular, para integralização em bens, que não estão diretamente relacionados com a realização do objeto social da companhia, não importa em alteração de seu objeto social.”<sup>189</sup>

Da mesma forma, o acórdão do Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro, no julgamento dos Embargos Infringentes nº 200/94 na Apelação Cível nº5.252/92, em 11/5/1995:

Direito Comercial. Direito de Recesso. Artigo 136, Inc. V, da Lei nº 6.404/76. **Ao acionista dissidente só é dado manejar o direito de recesso**, na hipótese prevista no inc. V do art.136 da Lei das Sociedades Anônimas, **quando for efetiva a mudança do objeto da companhia**, como tal não sendo de equiparar-se a simples redução das atividades antes desenvolvidas, para eliminação de custos e melhoria de rentabilidade, continuando a empresa a operar no mesmo ramo negocial, sem qualquer setor novo, presente ainda a lembrança de que a matéria – direito de recesso – é restritiva, informada pelo princípio do *numerus clausus*, não admitindo exegese por método analógico extensivo.<sup>190</sup> (grifou-se)

## 4.8 Cisão da Companhia

A cisão é uma espécie de reestruturação societária, utilizada para separar as atividades da companhia em duas ou mais sociedades, de modo a otimizar seus resultados.

É assim definida no art. 229 da LSA:

Art. 229. A **cisão** é a operação pela qual a companhia transfere parcelas do seu patrimônio para uma ou mais sociedades, constituídas para esse fim ou já existentes, extinguindo-se a companhia cindida, se houver versão de todo o seu patrimônio, ou dividindo-se o seu capital, se parcial a versão.

A cisão pode ser simples, quando as parcelas de patrimônio da sociedade cindida são transferidas para sociedades novas, e que se efetiva por mera deliberação interna e unilateral da sociedade. Os sócios minoritários da cindida mantêm nas sociedades novas a mesma proporção acionária que possuíam na primeira. Como explica Lamy Filho:

A cisão apenas repartiu em uma ou mais sociedades os ativos e passivos da sociedade cindida, setorizou a empresa, respeitadas nesta mudança a

<sup>188</sup> BORBA, *Op. Cit.*, p. 202.

<sup>189</sup> Cf. Parecer CVM/SJU nº 125/78.

<sup>190</sup> In PARAÍSO, *Op. Cit.*, p. 9.

participação de cada sócio no ativo, no passivo, e a proporção maioria x minoria, o que só pode ocorrer em sociedade novas, criadas para efetivar o ato de cisão.<sup>191</sup>

Outra modalidade é a cisão com incorporação, quando uma sociedade existente absorve a parcela de patrimônio da cindida. Assim como na cisão simples, ela pode ser total, se resulta na extinção da sociedade cindida, e parcial, quando a sociedade cindida é mantida, e a parcela cindida é transferida a outra sociedade.

A redação original do art. 137 da LSA previa o direito de retirada na cisão, porém, conforme exposto no Capítulo 2, a Lei nº 7.958/1989, “Lei Lobão”, suprimiu esta hipótese, bem como as relativas à incorporação e fusão, com as ressalvas apontadas anteriormente, relativas à eficácia destas mudanças. A Lei nº 9.457/1997, apesar de ter restaurado a retirada na incorporação e na fusão, quando as ações não apresentassem liquidez ou dispersão, manteve a exclusão no caso de cisão. Segundo Bulhões Pedreira, prevaleceu

o entendimento de que na cisão a modificação dos direitos dos acionistas não é tão radical quanto na incorporação e na fusão, uma vez que todos os acionistas continuam a participar na mesma proporção, na companhia cindida e na que absorver parcela de seu patrimônio.<sup>192</sup>

Da mesma forma, a Lei nº 10.303/2001, ao modificar o inciso III do art. 137 da LSA e restabelecer a retirada na cisão, a permitiu somente caso ocorra (i) mudança de objeto social, salvo se o patrimônio for vertido para sociedade cuja atividade preponderante coincida com aquela desenvolvida pela sociedade cindida; (ii) redução do dividendo obrigatório; ou (iii) a participação em grupo de sociedades.

Analisando estas condicionantes, Carvalhosa conclui que “o direito de recesso em tais hipóteses decorreria não propriamente da cisão, mas dos efeitos dela advindos”, ou seja:

A cisão, em si, continuaria não gerando o direito de recesso. Porém, dela podem resultar alterações profundas nas bases essenciais da nova companhia que permitirão o exercício do direito de recesso pelos acionistas dissidentes.<sup>193</sup>

Em relação à primeira hipótese, mudança de objeto social, a LSA não definiu atividade preponderante, o que faz com que ela tenha que ser apurada caso a caso e torne a sua delimitação uma eventual fonte de controvérsias. Para Carvalhosa<sup>194</sup>, trata-se de atividade

<sup>191</sup> LAMY FILHO, Alfredo. Cisão total com incorporação – Natureza Jurídica – Direito de recesso. In: LAMY FILHO, Alfredo. Temas de S.A. Exposições – Pareceres. Rio de Janeiro: Renovar, 2007. p.440.

<sup>192</sup> BULHÕES PEDREIRA, Luis Eduardo. *Op. Cit.*, p.349.

<sup>193</sup> CARVALHOSA, *Op. cit.* p. 884.

<sup>194</sup> CARVALHOSA, *Id.* p. 885.

“*empresarial*, e não jurídico/estatutário, ou seja, refere-se à *atividade econômica* efetivamente desenvolvida pela companhia”, aduzindo o autor que “se o conceito de *atividade* fosse jurídico, bastaria, para não conferir o exercício do direito de recesso, prever no estatuto da companhia resultante da cisão a mesma atividade que a companhia cindida desempenhava”.

Havendo cisão total, somente haverá a retirada se nenhuma das sociedades em que foi vertido o patrimônio da cindida tiver no objeto social a atividade preponderante da que desapareceu, pois, caso isto ocorra terá havido, no entendimento de Bulhões Pedreira<sup>195</sup>, “mera divisão do objeto social e o acionista participará nas sociedades resultantes da cisão na mesma proporção que participava na companhia extinta.”

Já na cisão parcial, quando uma das sociedades que absorver parcela do patrimônio continuar a exercer a mesma atividade da cindida, Carvalhosa<sup>196</sup> entende que haveria a redução do objeto social desta última e, portanto, caberia a retirada, mas no entender de Bulhões Pedreira<sup>197</sup>, não haveria o recesso, pois estaria satisfeita a ressalva da alínea *a* do art. 137, III.

Também altera as bases essenciais a que o acionista aderiu quando investiu na companhia, ensejadora do direito de retirada, a redução do dividendo obrigatório pago pela ação, o que ocorrerá se uma ou mais das sociedades que absorverão o patrimônio da cindida prever, em seu estatuto, um dividendo obrigatório inferior ao da cindida.

A previsão para a retirada na última hipótese, participação em grupo de sociedades, seguindo o estabelecido no parágrafo único do art. 270, justifica-se em virtude de esta operação alterar significativamente a estrutura societária em que o acionista havia ingressado, conforme exposto na Seção 4.6. Trata-se, assim, como nas duas hipóteses anteriores, de situações que ensejariam, por elas mesmas, o direito de retirada, independentemente de estarem inseridas numa operação de cisão.

Por fim, cabe comentar os casos onde há a cisão com incorporação, ou seja, quando uma sociedade existente absorve a parcela de patrimônio da cindida. Aponta Lamy Filho que nesta modalidade:

“supõe-se negociação, com terceiros, acertos bilaterais, [...] inexistente a figura de mera divisão da sociedade em outras, e a posição dos sócios, seja na proporção de títulos que possuem, seja na correlação das participações que lhes cabiam nos ativos e passivos das novas sociedades: não se trata mais de operação neutra para os acionistas”. [...] Numa palavra, a cisão pode ter

<sup>195</sup> BULHÕES PEDREIRA, Luis Eduardo. *Op. Cit.*, p.350.

<sup>196</sup> CARVALHOSA, *Op. cit.* p. 885.

<sup>197</sup> BULHÕES PEDREIRA, Luis Eduardo. *Op. Cit.*, p.350.



efeitos prejudiciais aos sócios, decorrentes da empresa previamente contratada com a incorporadora.<sup>198</sup>

Daí que esses casos regem-se pelas normas do direito de retirada na incorporação, ao teor do § 3º do art. 229 da LSA<sup>199</sup>.

Com efeito, na cisão com incorporação, há a reunião dos dois negócios jurídicos, havendo a cisão na transferência de parcela do patrimônio da cindida para outra sociedade e a incorporação quando da absorção desta parcela de patrimônio na sociedade que o recebe. Assim, como observa Bulhões Pedreira<sup>200</sup>, “na cisão com incorporação os efeitos da operação, apesar de nascidos de uma cisão, são para os acionistas da sociedade cindida, em relação à parcela de patrimônio cindida, os mesmos dos de uma incorporação”. Logo, a previsão legal de que, nestes casos, sejam observadas as disposições sobre incorporação, incluindo a concessão do direito de retirada aos acionistas da companhia cindida, ressalvados os casos em que as ações apresentem liquidez e dispersão.

Quanto aos acionistas das sociedades existentes que absorverão parte do patrimônio da cindida, não terão direito de se retirar da companhia, pois, como na incorporação, a operação representará apenas um aumento de capital, não havendo prejuízo que justificasse a concessão do recesso aos seus acionistas, como exposto anteriormente, na Seção 4.5.

## 4.9 Transformação da Companhia em Outro Tipo Societário

A transformação, segundo o art. 220 da LSA<sup>201</sup>, é a operação pela qual a sociedade passa, independentemente de dissolução e liquidação, de um tipo para outro. Em vista da mudança de responsabilidade que terão, exige consentimento unânime dos sócios ou acionistas, salvo se houver previsão estatutária ou contratual que autorize a transformação, e, neste caso, o dissidente terá direito de retirada<sup>202</sup>.

<sup>198</sup> LAMY FILHO, *Op. cit.* pp.440-441.

<sup>199</sup> LSA, Art. 229. § 3º A cisão com versão de parcela de patrimônio em sociedade já existente obedecerá às disposições sobre incorporação (artigo 227).

<sup>200</sup> BULHÕES PEDREIRA, Luis Eduardo. *Op. Cit.*, p.352.

<sup>201</sup> LSA, Art. 220. A transformação é a operação pela qual a sociedade passa, independentemente de dissolução e liquidação, de um tipo para outro.

Parágrafo único. A transformação obedecerá aos preceitos que regulam a constituição e o registro do tipo a ser adotado pela sociedade.

<sup>202</sup> LSA, Art. 221, *Caput*. A transformação exige o consentimento unânime dos sócios ou acionistas, salvo se prevista no estatuto ou no contrato social, caso em que o sócio dissidente terá o direito de retirar-se da sociedade.

A transformação opera uma mudança significativa na sociedade, que justifica o direito de retirada aos acionistas dissidentes, pois estes terão que se vincular a uma companhia com uma forma jurídica diferente da que eles haviam se associado.

Conforme observa Eizirik<sup>203</sup>, a renúncia prevista no parágrafo único do art. 221<sup>204</sup> “limita-se à hipótese de transformação em sociedade anônima. Na transformação de companhia em limitada ou em outro tipo societário diverso da anônima não é possível tal renúncia, que poderia prejudicar o futuro sócio”.

Na CVM houve, em 2007, a instauração de um Processo Administrativo Sancionador – PAS contra o controlador da Companhia de Embalagens Metálicas – MMSA, em infração ao *caput* do art. 221 da LSA, por ter aprovado deliberação na assembleia-geral extraordinária da companhia, que a transformou em sociedade limitada, sem que houvesse a presença da totalidade dos acionistas (estavam presentes na deliberação de transformação os acionistas representantes de 100,00% do capital votante e 99,67% do capital total da companhia). O processo foi encerrado com a celebração de Termo de Compromisso<sup>205</sup>, por meio do qual o controlador obrigou-se a realizar uma oferta para aquisição das ações preferenciais de emissão da MMSA, procedimento que seria o exigido para o cancelamento de registro na CVM, nos termos do art. 4º, § 4º, da LSA<sup>206</sup>.

#### **4.10 Não Abertura de Capital de Sociedade, Após Incorporação, Fusão ou Cisão**

Na incorporação, fusão ou cisão de companhia aberta, estabelece o art. 223 da LSA<sup>207</sup> que as sociedades que a sucederem também serão abertas e, caso não obtenham registro de

<sup>203</sup> EIZIRIK, *Op. Cit.*, p. 425.

<sup>204</sup> LSA, Art. 221. Parágrafo único. Os sócios podem renunciar, no contrato social, ao direito de retirada no caso de transformação em companhia.

<sup>205</sup> Disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=6045-2.HTM>

<sup>206</sup> LSA, Art. 4º, § 4º. O registro de companhia aberta para negociação de ações no mercado somente poderá ser cancelado se a companhia emissora de ações, o acionista controlador ou a sociedade que a controle, direta ou indiretamente, formular oferta pública para adquirir a totalidade das ações em circulação no mercado, por preço justo, ao menos igual ao valor de avaliação da companhia, apurado com base nos critérios, adotados de forma isolada ou combinada, de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos, de cotação das ações no mercado de valores mobiliários, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, assegurada a revisão do valor da oferta, em conformidade com o disposto no art. 4º-A.

<sup>207</sup> LSA, Art. 223. A incorporação, fusão ou cisão podem ser operadas entre sociedades de tipos iguais ou diferentes e deverão ser deliberadas na forma prevista para a alteração dos respectivos estatutos ou contratos sociais.

§ 1º Nas operações em que houver criação de sociedade serão observadas as normas reguladoras da constituição das sociedades do seu tipo.

companhia aberta dentro de 120 dias da data da assembleia-geral que aprovou a operação, e, se for o caso, não promoverem a admissão de negociação das novas ações no mercado secundário, haverá, para o acionista dissidente, o direito de retirar-se da companhia.

Esta previsão de recesso se justifica por que, se não for efetivado o registro da companhia sucessora como companhia aberta, haverá importante perda de liquidez para suas ações, pois ela se manterá como companhia fechada, o que é uma importante mudança na companhia, motivo para a concessão da retirada ao acionista.

Não pode ser confundido este direito, porém, com um suposto e inexistente direito a uma melhora nas condições de liquidez da companhia. A obrigação é que a sucessora tenha condições de liquidez semelhantes às sucedidas. Como alerta Eizirik:

Assim, se o acionista minoritário era titular de ações de uma companhia aberta pela emissão pública de debêntures, cujas ações eram negociadas no mercado secundário, não pode exigir que a companhia sucessora tenha ações dotadas de liquidez em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão.<sup>208</sup>

O prazo de exercício é de 30 dias a partir do dia subsequente ao prazo de 120 dias para a obtenção do registro pela companhia. Como o direito de retirada não decorre da deliberação de aprovar a operação de incorporação, fusão ou cisão, mas da ausência de registro de companhia aberta no prazo legal, todos os acionistas podem exercê-lo, mesmo que tenham votado favoravelmente a ela. Porém, Eizirik<sup>209</sup> também observa que, “caso a companhia realize assembleia-geral extraordinária para deliberar que não se registrará como companhia aberta, somente poderão exercer o direito de recesso os acionistas que não votaram favoravelmente”.

---

§ 2º Os sócios ou acionistas das sociedades incorporadas, fundidas ou cindidas receberão, diretamente da companhia emissora, as ações que lhes couberem.

§ 3º Se a incorporação, fusão ou cisão envolverem companhia aberta, as sociedades que a sucederem serão também abertas, devendo obter o respectivo registro e, se for o caso, promover a admissão de negociação das novas ações no mercado secundário, no prazo máximo de cento e vinte dias, contados da data da assembleia-geral que aprovou a operação, observando as normas pertinentes baixadas pela Comissão de Valores Mobiliários.

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

<sup>208</sup> EIZIRIK, *Op. Cit.*, p. 426.

<sup>209</sup> EIZIRIK, *Id.*, p. 427.

#### **4.11 Transferência de Controle Acionário Para o Poder Público em Razão de Desapropriação**

O parágrafo único do art. 236 da LSA<sup>210</sup> trata da desapropriação de ações por pessoa jurídica de direito público, que, unilateralmente, transfere para si a propriedade das ações da companhia. No teor do dispositivo legal, caso a desapropriação resulte em transferência do controle da companhia, os acionistas minoritários, que não tiveram suas ações desapropriadas, terão o direito de retirada, salvo se a companhia já se achava sob o controle, direto ou indireto, de outra pessoa jurídica de direito público, ou no caso de concessionária de serviço público.

Como pontua Bulhões Pedreira<sup>211</sup>, “ao contrário do que ocorre nos demais casos, o direito de retirada na desapropriação não decorre de deliberação da Assembleia Geral, e sim de ato de terceiro externo à companhia”, o ato de desapropriação, “que opera a transferência compulsória do poder de controle” da sociedade.

A mudança de controle advinda da desapropriação implica em uma alteração significativa nas características essenciais da empresa, já que uma sociedade de economia mista pode, nos termos do art. 238<sup>212</sup>, orientar as atividades da companhia de modo a atender ao interesse público, o que, em algumas situações, pode ser feito em detrimento da finalidade lucrativa da companhia, que orientava a condução de seus negócios antes da mudança de controle.

Esta é a única hipótese prevista na LSA em que o prazo para o exercício do direito de retirada é de 60 dias, e não de 30, como estabelece o inciso IV do art. 137.

#### **4.12 Incorporação de Todas as Ações de uma Companhia por Outra, Formando Subsidiária Integral**

Na incorporação de ações, ocorre a conversão de uma companhia existente em subsidiária integral de outra, que passa a ser titular de todas as ações do capital social da

---

<sup>210</sup> LSA, Art. 236. A constituição de companhia de economia mista depende de prévia autorização legislativa. Parágrafo único. Sempre que pessoa jurídica de direito público adquirir, por desapropriação, o controle de companhia em funcionamento, os acionistas terão direito de pedir, dentro de 60 (sessenta) dias da publicação da primeira ata da assembleia-geral realizada após a aquisição do controle, o reembolso das suas ações; salvo se a companhia já se achava sob o controle, direto ou indireto, de outra pessoa jurídica de direito público, ou no caso de concessionária de serviço público.

<sup>211</sup> BULHÕES PEDREIRA, Luis Eduardo. *Op. Cit.*, p.354.

<sup>212</sup> LSA, Art. 238. A pessoa jurídica que controla a companhia de economia mista tem os deveres e responsabilidades do acionista controlador (artigos 116 e 117), mas poderá orientar as atividades da companhia de modo a atender ao interesse público que justificou a sua criação.

companhia cujas ações são incorporadas. É tratada no art. 252 da LSA<sup>213</sup>, cujo *caput* estabelece a necessidade de aprovação pelas assembleias-gerais de ambas as companhias.

A sociedade incorporadora aumenta o seu capital emitindo novas ações, que são subscritas pelos acionistas da sociedade incorporada, que é a futura subsidiária, e, ao mesmo tempo, ocorre a transferência da titularidade de todas as ações da incorporada para a incorporadora, sendo que os acionistas da sociedade incorporada receberão as ações da incorporadora na proporção que lhes couberem.

Observe-se que, no caso da sociedade incorporada, pelo § 2º do art. 252, após a assembleia-geral aprovar a operação, com o voto de metade, no mínimo, das ações com direito a voto, será a diretoria que irá subscrever o aumento do capital da incorporadora, por conta dos seus acionistas.

Tanto os acionistas da incorporadora como os da incorporada têm o direito de retirada, salvo se as ações tiverem liquidez e estiverem dispersas no mercado. O direito de retirada para os acionistas da companhia incorporada tem motivos similares aos da incorporação de sociedade, vista na Seção 4.5, já que, embora a companhia de que participem não seja extinta na operação, eles deixarão de ser acionistas dela para serem da companhia incorporadora.

Já no caso dos acionistas da incorporadora, teria havido, segundo Bulhões Pedreira<sup>214</sup>, um “erro de revisão durante o projeto de discussão da LSA, que não foi corrigido nem no texto, nem na lei promulgada, nem pela legislação posterior”, visto que, assim como na incorporação de sociedade, não haveria razão para a retirada nesta hipótese, por se tratar, para eles, de mero aumento de capital da companhia.

<sup>213</sup> Art. 252 . A incorporação de todas as ações do capital social ao patrimônio de outra companhia brasileira, para convertê-la em subsidiária integral, será submetida à deliberação da assembleia-geral das duas companhias mediante protocolo e justificação, nos termos dos artigos 224 e 225.

§ 1º A assembleia-geral da companhia incorporadora, se aprovar a operação, deverá autorizar o aumento do capital, a ser realizado com as ações a serem incorporadas e nomear os peritos que as avaliarão; os acionistas não terão direito de preferência para subscrever o aumento de capital, mas os dissidentes poderão retirar-se da companhia, observado o disposto no art. 137, II, mediante o reembolso do valor de suas ações, nos termos do art. 230.

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

§ 3º Aprovado o laudo de avaliação pela assembleia-geral da incorporadora, efetivar-se-á a incorporação e os titulares das ações incorporadas receberão diretamente da incorporadora as ações que lhes couberem.

§ 4 A Comissão de Valores Mobiliários estabelecerá normas especiais de avaliação e contabilização aplicáveis às operações de incorporação de ações que envolvam companhia aberta

<sup>214</sup> BULHÕES PEDREIRA, Luis Eduardo. *Op. Cit.*, p.356.

Carvalhosa<sup>215</sup>, no entanto, justifica a previsão do direito de retirada para os acionistas da sociedade incorporadora em função de ocorrer, na operação, uma desistência compulsória do direito de preferência no aumento de capital da companhia, que será subscrito somente pelos acionistas da incorporada. Outra justificativa apontada pelo mesmo autor é a possível alteração do quadro acionário da incorporadora, após o aumento, resultante do ingresso dos acionistas da incorporada. Neste caso cabem as restrições presentes no art. 137, II, da Lei das S.A.

Da mesma forma que na incorporação de sociedade (art. 230), o prazo de 30 dias para o exercício do direito de retirada conta-se a partir da publicação da ata da assembleia que aprovar o protocolo ou a justificação da operação.

### 4.13 Aquisição de Sociedade Mercantil

Segundo estabelece o art. 256 da LSA<sup>216</sup>, a aquisição, por companhia aberta, do controle de sociedade mercantil, depende de deliberação da assembleia-geral da compradora, especialmente convocada para conhecer da operação, sempre que (i) o preço de compra constituir, para a compradora, um investimento relevante, ou, (ii) o preço médio de cada ação ou quota ultrapassar uma vez e meia o maior destes três valores: a) cotação média das ações em bolsa ou no mercado de balcão organizado, durante os noventa dias anteriores; b) valor de patrimônio líquido da ação ou quota, avaliado o patrimônio a preços de mercado; c) valor do lucro líquido da ação ou quota, que não poderá ser superior a 15 vezes o lucro líquido anual por ação nos dois últimos exercícios sociais, atualizado monetariamente.

<sup>215</sup> CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. Vol. 4. T. 2. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 132.

<sup>216</sup> LSA, Art. 256. A compra, por companhia aberta, do controle de qualquer sociedade mercantil, dependerá de deliberação da assembleia-geral da compradora, especialmente convocada para conhecer da operação, sempre que: I - O preço de compra constituir, para a compradora, investimento relevante (artigo 247, parágrafo único); ou II - o preço médio de cada ação ou quota ultrapassar uma vez e meia o maior dos 3 (três) valores a seguir indicados:

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

§ 1º A proposta ou o contrato de compra, acompanhado de laudo de avaliação, observado o disposto no art. 8º, §§ 1º e 6º, será submetido à prévia autorização da assembleia-geral, ou à sua ratificação, sob pena de responsabilidade dos administradores, instruído com todos os elementos necessários à deliberação.

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

Aprovada a compra, o § 2º do art. 256 garante aos acionistas dissidentes o direito de retirada, caso se cumpra a condição do inciso II, ou seja, caso o preço médio de cada ação ou quota ultrapasse uma vez e meia o maior dos três valores relacionados neste dispositivo. A retirada, no entanto, só será concedida caso as ações não atinjam os limites de dispersão e liquidez estabelecidos no inciso II do art. 137.

Diferentemente de outras situações até aqui analisadas, a justificativa para que se permita a retirada dos acionistas na aquisição de sociedade mercantil que supere os limites do inciso II do art. 256 é que, em tais casos, presume-se que o preço despendido pela companhia na compra das ações foi excessivo, não havendo necessidade, assim, de que o acionista demonstre que a operação é danosa.

## 5 Conclusão

Procurou-se no presente trabalho, estudar detalhadamente o instituto do direito de retirada, considerado como um importante instrumento de proteção das minorias nas sociedades anônimas.

Para isso, conceituou-se inicialmente a sociedade anônima e se buscou identificar suas características, chegando-se à conclusão que a facilidade de circulação de ações e a limitação da responsabilidade do acionista, foram as principais responsáveis pelo extraordinário crescimento deste tipo de sociedade, que corresponde à forma jurídico-societária mais apropriada aos grandes empreendimentos econômicos.

O estudo da evolução história das sociedades anônimas encontrou suas origens mais remotas nas *societates vectigalum* ou *societates publicanorum* da Roma Antiga e, posteriormente, no Banco de São Jorge, criado em Gênova em 1407 e nas companhias de colonização, notadamente as Companhias das Índias Orientais (1604) e Ocidentais (1621), organizadas para a exploração das grandes conquistas da navegação.

Com as Revoluções Industriais e o surgimento do regime capitalista, a grande indústria e o grande comércio passaram a se beneficiar da capacidade de atração de capitais propiciada pela estrutura jurídica das sociedades anônimas, ajudados pelo advento do sistema de regulamentação ou livre criação para a sua constituição em substituição ao sistema de autorização estatal.

No século XX, a facilidade de constituição das sociedades anônimas contribuiu para o movimento de concentração de empresas, que culminaram nos grandes grupos empresariais existentes após a Segunda Grande Guerra.

A natureza jurídica da sociedade anônima também sofreu mudanças ao longo de sua evolução histórica, e foi visto que ela evoluiu historicamente de uma concepção contratualista para uma institucionalista, que enxerga na companhia funções sociais, em que trabalhadores, credores e a comunidade em geral também devem ter seus interesses protegidos no arcabouço jurídico das sociedades anônimas. Nesse sentido, apurou-se que a doutrina identifica o direito de retirada como um dos resquícios da teoria contratual predominante nos séculos XVIII e XIX.

Um aspecto relevante para a compreensão do instituto do direito de retirada é o princípio majoritário, pelo qual as deliberações sociais são tomadas por maioria de votos e não



pelo consentimento de todos os sócios. Sendo a sociedade anônima uma sociedade de capitais, que visa a participação de um grande número de acionistas, não seria viável a adoção da regra da unanimidade, pela impossibilidade de obter consenso de centenas ou, mesmo, milhares de acionistas. Assim, ao longo do trabalho constatou-se que o direito de retirada é um dos mecanismos que as legislações societárias disponibilizam para equilibrar e frear o poder da maioria.

Esta função do direito de retirada, de ser um dos pontos de equilíbrio entre o poder atribuído à maioria para dirigir a sociedade e a preservação dos interesses dos minoritários, foi aprofundada no segundo capítulo. Esta parte do trabalho buscou delimitar a sua natureza jurídica, tendo se chegado a uma definição formal para o instituto, como um direito potestativo, exercido através de declaração receptícia de vontade nas hipóteses taxativamente previstas em lei e que garante ao acionista dissidente de deliberação assemblear o direito de sair da companhia mediante o reembolso do valor das suas ações.

A partir daí, foram estudados os pressupostos para o exercício do direito de retirada, que são, basicamente, ter havido deliberação eficaz da assembleia geral a respeito de alguma das matérias que a lei especifica como ensejadoras do direito e não ter o acionista votado favoravelmente à deliberação que ensejaria a retirada.

Após a traçar o arcabouço teórico do instituto do direito de retirada, o trabalho discorreu sobre a sua evolução no ordenamento jurídico brasileiro, desde o seu surgimento no Decreto nº 3.708/1919, para as sociedades por quotas de responsabilidade limitada, passando pelo Decreto nº 21.536/1932, que o criou para as sociedades anônimas, como instrumento para proteger os direitos conferidos às ações preferenciais, pelo posterior o Decreto nº 2.627/1940, onde o direito de retirada ganhou a classificação de direito essencial e teve ampliadas as hipóteses para o seu exercício, até a Lei nº 6.404/1976 e suas reformas, Leis nºs 9.457/1997, 10.303/2001, que lhes deram o contorno atual.

Em relação a essas últimas reformas legislativas, foram comentadas as críticas doutrinárias à utilização casuística do instituto do direito de retirada, que sofreu várias alterações em seus dispositivos legais motivadas por interesses econômicos do Estado. Também foram analisadas as medidas que buscaram combater a chamada “indústria do recesso”, entre elas o requisito de titularidade das ações desde a data da convocação da assembleia que deliberará sobre o fato gerador da possível retirada, além de outras evoluções normativas, tais como a previsão de uma assembleia de reconsideração da deliberação que deu

causa à retirada, de modo a proteger a companhia de uma descapitalização excessiva, a necessidade de comprovação de prejuízo pelo acionista dissidente, em alguns casos, etc.

Por fim, no terceiro capítulo foram analisadas todas as hipóteses de direito de retirada previstas na legislação vigente, encontrando os motivos para a sua previsão legal e delimitando as condições para o seu exercício e os outros aspectos legais envolvidos. Sempre que conveniente, a pesquisa doutrinária foi complementada com a jurisprudência administrativa sobre a matéria.

O estudo do direito de retirada nas sociedades anônimas, realizado no presente trabalho, comprovou, assim, a extrema importância deste instituto como instrumento de proteção das minorias nas sociedades anônimas, mas demonstrou, também, como, ao longo de sua evolução jurídica, esta proteção da lei foi sendo ponderada com a necessidade de estabilidade e de manutenção da saúde financeira das sociedades.

## 6 Bibliografia

BARBOSA, Marcelo, 2009. Direito dos acionistas. In: LAMY FILHO, Alfredo & BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Coord.). *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense. pp.297-325.

BORBA, José Edwaldo Tavares, 2012. *Direito Societário*. 13ª ed. Rio de Janeiro: Renovar.

BULHÕES PEDREIRA, Luis Eduardo, 2009. Direito de Retirada. In: LAMY FILHO, Alfredo & BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Coord.). *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense. pp.326-376

CARVALHOSA, Modesto, 2003. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. Vols. 2 e 4 T. 2. 3ª ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva;

COELHO, Fábio Ulhoa, 2007. *Curso de Direito Comercial*, Volume 2: direito de empresa - 10ª ed. rev. e atual. - São Paulo: Saraiva.

CUNHA PEIXOTO, Carlos José, 1972. Sociedade por Ações; Comentários ao Decreto-Lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940, com as alterações da Lei nº 4.628, de 14 de julho de 1965 – Lei do Mercado de Capitais, v 3. São Paulo, Saraiva. p.190 *Apud* BULHÕES PEDREIRA, Luis Eduardo. *Op. Cit.*, p.371.

DAMODARAN, A. , 2004. *Finanças Corporativas: Teoria e Prática*. 2ª ed. ed. Porto Alegre: Bookman.

EIZIRIK, Nelson, 1998. Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais. 2ª ed. Rio de Janeiro. Renovar.

\_\_\_\_\_, 2005. Temas de Direito Societário. Rio de Janeiro: Renovar.

\_\_\_\_\_, 2011. A Lei das S/A Comentada. Vol. II – Arts. 121 a 188. São Paulo: Quartier Latin.

EIZIRIK, N., PARENTE, F., GAAL, A. B. & HENRIQUES, M. d. F., 2011. *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*. 3ª Ed. ed. Rio de Janeiro: Renovar.

Exposição de Motivos da Lei nº 6.404/1976

LAMY FILHO, Alfredo, 2007. Cisão total com incorporação – Natureza Jurídica – Direito de recesso. In: LAMY FILHO, Alfredo. Temas de S.A. Exposições – Pareceres. Rio de Janeiro: Renovar.

LOBO, Jorge, 2011. Direito dos Acionistas - 1ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier.

LUCENA, José Waldecy, 2009. Das Sociedades Anônimas - Comentários À Lei - Vol. II– Arts. 121 a 188. Rio de Janeiro: Renovar.

PARAÍSO, Ana Luiza Prisco, 2000. O Direito de Retirada na Sociedade Anônima - 2ª ed. rev., atual. e ampl. - Rio de Janeiro: Lumen Juris.

Pareceres CVM/SJU nºs 60/78, 125/78, 50/79, 66/79, 86/79 e 10/83

RIPERT, Georges, 1946. Aspects juridiques du capitalisme moderne. Paris: Libraire générale de droit et de jurisprudence, p. 106, apud PARGENDLER, Mariana. Cinco Mitos sobre a História das Sociedades Anônimas no Brasil. In: Luiz Fernando Martins Kuyven. (Org.). Temas Essenciais de Direito Empresarial - Estudos em Homenagem a Modesto Carvalhosa. São Paulo: Saraiva, 2012