

AS SOCIEDADES ANÔNIMAS E O DIREITO DE RECESSO COMO NORMA DE PROTEÇÃO AOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS NA REORGANIZAÇÃO SOCIETÁRIA

Alyne de Oliveira Leite¹
Bethsaida de Sá Barreto Diaz Gino²
Gilbene Calixto Pereira Claudino³

RESUMO

O direito de recesso como medida de proteção ao acionista minoritário na reorganização societária, em especial nas operações de fusão, cisão e incorporação, encontra-se previsto na Lei das Sociedades Anônimas. Consoante a esse contexto, essa pesquisa visa responder a seguinte problemática: a conformação legislativa do exercício do direito de recesso nos casos de reorganização societária na sociedade anônima, traz de fato critérios que contemplem de forma satisfatória os direitos dos acionistas minoritários? O objetivo principal da pesquisa é estudar o direito de recesso como norma de proteção aos acionistas minoritários, quando da ocorrência de reorganização societária nas sociedades anônimas. E, especificamente: abordar os aspectos introdutórios do mercado acionário; investigar as sociedades anônimas no Ordenamento Jurídico brasileiro; abordar o poder de controle nas sociedades anônimas; e analisar o direito de recesso como forma de proteção ao acionista minoritário nas hipóteses de fusão, cisão e incorporação. O estudo caracteriza-se por ser de natureza básica, objetivo exploratório e abordagem qualitativa, sendo delineado a partir do método dedutivo. Como principal resultado obteve-se que, o direito de recesso presente na Lei nº 6.404/1976 possui critérios que resguardam os direitos dos acionistas minoritários.

PALAVRAS CHAVE: Direito de recesso; Acionista minoritário; Lei das Sociedades anônimas; Fusão, cisão e incorporação.

¹ Professora e membro do CEP do Centro Universitário Doutor Leão Sampaio/UNILEÃO, Mestranda em Direito da Empresa e dos Negócios/UNISINOS.

² Professora da Universidade Regional do Cariri/URCA, Mestra em Direito da Empresa e dos Negócios/UNISINOS.

³ Advogada, Mestra em Direito da Empresa e dos Negócios/UNISINOS.

1 INTRODUÇÃO

As sociedades anônimas destinam-se precipuamente ao financiamento de grandes empresas, dada a potencialidade de atração de extensa poupança, aliada à limitação de responsabilidade e à possibilidade de negociação de títulos mobilizáveis em dinheiro líquido.

O direito de recesso, ou de retirada, é proteção conferida ao acionista minoritário de se retirar da sociedade quando discordar de deliberação sobre certas matérias pela assembleia geral. Tal direito é encarado como proteção porque possibilita ao acionista reinvestir o seu dinheiro no mercado de capitais, resguardando, assim, o seu investimento. Importante ressaltarmos que a ocorrência do direito de recesso abrange tão somente as hipóteses previstas na lei 6.404/1976.

A relevância deste debate é fundamentada a partir da demanda pela manutenção da saúde financeira do balanço das sociedades anônimas, e, respectivamente, da própria ordem econômica, que é consideravelmente influenciada pela atividade deste tipo de empreendimento.

A questão-problema formulada para ser respondida é a seguinte: a conformação legislativa do exercício do direito de recesso nos casos de reorganização societária na sociedade anônima, traz de fato critérios que contemplem de forma satisfatória os direitos dos acionistas minoritários?

Essa pesquisa tem como objetivo geral, estudar o direito de recesso como norma de proteção aos acionistas minoritários, quando da ocorrência de reorganização societária nas sociedades anônimas. E, especificamente: abordar os aspectos introdutórios do mercado acionário; investigar as sociedades anônimas no Ordenamento Jurídico brasileiro, abordar o poder de controle nas sociedades anônimas, analisar o direito de recesso como forma de proteção ao acionista minoritário nas hipóteses de fusão, cisão e incorporação.

Nessa perspectiva, o estudo caracteriza-se por ser de natureza básica, objetivo exploratório e abordagem qualitativa, sendo delineado a partir do método dedutivo. Os principais referenciais teóricos utilizados foram: Modesto Carvalhosa, Fábio Konder Comparato, Calixto Salomão Filho, Rubens Requião,

Maria Barbosa Levy, Nelson Laks Eizirik, Amador Paes de Almeida, dentre outros.

Para a compreensão da temática, o trabalho estruturou-se inicialmente a partir na análise dos aspectos introdutórios do mercado acionário, perpassando pelo exame das sociedades anônimas no Ordenamento Jurídico brasileiro, adentrando no poder de controle nas sociedades anônimas e o direito de recesso como medida de proteção ao acionista minoritário.

2 ASPECTOS INTRODUTÓRIOS DO MERCADO ACIONÁRIO

O mercado acionário passou por uma extensa linha evolutiva que foi responsável por alinhar as transações acionárias e as mudanças de paradigmas do mercado financeiro, tornando-o sucessivamente mais sofisticado e interligando as relações sociais (ASSAF NETO, 2006).

Todavia, ainda que a atuação do mercado acionário tenha se modernizado consideravelmente, o seu *modus operandi* manteve-se similar ao modelo vigente em seu surgimento. Este sistema consiste na aquisição de receitas para financiar determinado empreendimento por meio da abertura do capital dele, na qual estes valores serão convertidos em títulos denominados de ações, que comprovam a existência daquela relação.

Segundo Pinheiro (2008), o registro mais antigo do que hoje se considera o mercado acionário remonta a Bélgica medieval, em uma abordagem territorial mais precisa, a região de Bruges por volta de 1.300, que naquele contexto ostentava o posto de um dos únicos centros comerciais, sobretudo, levando em consideração que a Europa se organizava sob o sistema feudal, na qual esta atividade era pouco estimulada.

Importante pontuar que, muito embora as negociações em Bruges fossem lastreadas por títulos, como ainda ocorre atualmente, este instrumento solene não era intitulado de ações, e sim, consistia em hipotecas, letras de câmbio, dentre outras, que serviam como garantia, tendo em vista que o retorno de tais empreendimento não possuíam uma data estipulada, por se tratar na prática de uma especulação em face daquele fenômeno, com base nos estudos de Schumpeter (1982). A negociação destes títulos foi responsável por uma alta na circulação de recursos nos países baixos, cenário que se manteve em estado de

ascensão, em destaque para o ano de 1487, que marcou o surgimento da primeira Bolsa, ainda em Bruges na Bélgica, local no qual eram lastreadas as transações acionárias.

Com o surgimento da Bolsa de Valores (BV), muitas figuras do sistema acionário tomaram a nomenclatura e a forma que se conhece hoje, é o caso das já mencionadas ações, que naquele contexto se materializam por meio de papéis nos quais estavam as informações básicas daquela aquisição. Outro aspecto que deve ser pontuado é que este mercado possuía a peculiaridade de se ramificar em novas negociações, tendo em vista que após a ação ser vendida, seu adquirente podia revender a um terceiro, e assim sucessivamente, o que serviu como um atrativo para esta atividade financeira.

Muitos foram os fatores que impulsionaram o mercado acionário, dentre os quais são destacados por Sandroni (2005): (a) a ascensão da burguesia, (b) as grandes navegações, (c) a promessa de ganhos, e (d) a sofisticação do Sistema Financeiro Internacional.

Tratando de forma específica de cada um destes fatores, em primeiro plano deve-se compreender alguns aspectos socioeconômicos que eclodiram na transição do período medieval para a modernidade, entre os quais o surgimento e o respectivo crescimento da burguesia em detrimento do monopólio Estatal. A burguesia foi responsável pelos desdobramentos que deram origem a este mercado, e por muito tempo, atuou sem a interferência do Estado. (NETTO E BRAZ, 2011).

Sobel (1967) discorre que conforme este grupo foi aperfeiçoando as práticas acionárias na região dos Países Baixos, bem como, outras atividades de cunho econômico, também foi consolidando sua própria classe. Fato este que com o início da idade moderna foi primordial para o protagonismo dos burgueses no empreendimento das grandes navegações. Todavia, no ritmo em que as investidas deste segmento ganhavam espaço e se tornavam cada vez mais lucrativas, as autoridades Estatais, que naquele contexto europeu eram majoritariamente compostas pela monarquia, passaram a implementar medidas no sentido de também se beneficiar deste novo sistema.

Dando seguimento a análise dos fatores que influenciaram o surgimento do mercado acionário, é essencial tratar das grandes navegações, que apesar de ser um fenômeno que pode ser estudado sob diferentes perspectivas, será

abordado tendo por base a sua repercussão na ordem econômica. Tal evento foi responsável por desenhar uma conjuntura geopolítica que em partes se mantém até a contemporaneidade. Além de marco histórico, o início desta modalidade de exploração marítima contemplou uma mudança de paradigma na circulação de recursos e, conseqüentemente, na dinâmica econômica.

Por se tratar de empreendimentos de grande porte, demandavam um alto investimento, valores que estavam além do alcance mesmo daqueles que concentravam a parcela considerável da renda, incluindo aqui patrimônio de nobres e de membros da elite mercantil. Neste sentido, o papel de do mercado acionário foi fundamental para suprir esta lacuna, tendo em vista que seu sistema era compatível com o mecanismo necessário para capitalizar a exploração marítima extracontinental. Esta sistemática seguia uma lógica muito atrativa, e que com o advento de ferramentas dotadas de tecnologia capaz de potencializar a viagens marítimas, passou a ganhar mais evidência entre os europeus, principalmente dos países em que os projetos marítimos já eram uma realidade.

Motivados por este avanço tecnológico e pela estimativa de lucros por meio das especiarias raras que, era a finalidade inicial das grandes navegações, os responsáveis por implementar tais empreendimentos transformaram parte de seu negócio em ações, que eram adquiridas por pessoas interessada, e ao final da expedição, poderiam trocar este título por uma parte dos lucros na proporção de seu investimento. Levy (1977) ressalta que neste contexto já havia instituições que lastreavam estas transações, inicialmente nas nações que formavam a região dos Países Baixos, e, posteriormente, nos novos centros comerciais que foram surgindo ao longo do velho continente, popularizando as Bolsas de Valores, e, por conseqüência, a venda de ações.

É neste plano em que as sociedades anônimas passam a ser moldadas de forma mais precisa, ao tempo em que tais empreitadas são utilizadas para atrair investimentos na expectativa de um lucrativo retorno financeiro. A busca por lucro é um dos elementos mais importantes para economia, sendo este um fator que muitas vezes norteia a dinâmica dela. Todavia, é importante ressaltar o conceito de lucro inserido ao mercado acionário tem um considerável teor especulativo, a exemplo das próprias grandes navegações, na qual assumia-se um evidente risco sobre os desdobramentos da viagem.

Por fim, a consolidação de um mercado acionário, cenário indispensável para o desenvolvimento de sociedades anônimas, também foi influenciado pela sofisticação do sistema financeiro. O sistema financeiro internacional, dentro dos parâmetros que se observam hoje, começou a ser lapidado no intervalo de tempo entre as duas grandes guerras, tendo como ponto de maior enfoque o final da Segunda Guerra Mundial.

A Conferência de Bretton Woods no ano de 1944, na qual o Brasil se fez presente, foi o evento que instituiu a Carta de Bretton Woods, documento constitutivo que impulsionou a criação de organizações como o Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento (BIRD), seguidos pelo Banco Mundial e o Acordo Geral de Tarifas e Comércio (GATT), dentre outras. Estes órgãos tiveram a sua operabilidade efetivada após o surgimento da Organização das Nações Unidas (ONU) no de 1945 (LEVY, 1977).

Nesse contexto, a próxima seção da pesquisa aborda a sociedade anônima, surgimento, principais características e disciplina legal através da Lei nº 6.404/1976.

3 AS SOCIEDADES ANÔNIMAS NO ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO

A atividade empresarial é condicionada corriqueiramente a situações investidas de altíssimo risco e que possuem a capacidade de prejudicar não apenas o contexto empresarial ou daqueles que a exercem, como também atingem o panorama econômico regional e nacional. Como forma de se evitar que este cenário venha à tona, a ciência do direito dispõe de institutos que promovem segurança jurídica aos dinamismos econômicos. Neste contexto, passaremos brevemente pelos principais institutos das sociedades anônimas.

As sociedades anônimas exercessem a atividade empresarial no mercado acionário, por meio da abertura de capital para obter investimentos, (CARVALHOSA, 2008). Neste sentido, operam com seu capital fracionado por meio de ações, que são comercializadas e adquirida por aqueles que posteriormente vão se integrar a estrutura desta sociedade empresarial como

acionista, comportando na proporção dos papéis que possuem, direito essenciais e não essenciais.

A doutrina comercial, com base nos relatos de Adamek (2014) diverge sobre a origem histórica das sociedades anônimas. Para alguns autores, estas remontam às *societates vectigalium* do Direito Romano, ao passo que, para outros, tratar-se-ia de derivação natural da sociedade em comandita, ou das sociedades medievais conhecidas como “montes”. Há aqueles, outrossim, que se reportam à “*Banca di San Giorgio de Genova*”, fundada em 1409, como a primeira expressão das sociedades anônimas, porquanto, por meio dela, os títulos de renda foram convertidos em ações, conferindo a seus detentores o direito de participação nos lucros ou dividendos (ALMEIDA, 2018).

Inobstante, malgrado com relação à manifestação primitiva das sociedades anônimas haja dissenso, a quase totalidade da doutrina converge no sentido de radicar nas companhias colonizadoras o aparecimento definitivo de tal espécie societária. As Companhias das Índias Orientais e das Índias Ocidentais, fundadas, respectivamente, em 1602 e 1621, edificaram-se a partir da necessidade de arregimentar vasto contingente de recursos para o financiamento das grandes navegações, ainda sob a égide do sistema mercantilista, Requião (2015). Segundo observa Almeida (2018), a Companhia das Índias Ocidentais foi instituída com o capital subscrito de 500 mil libras e chegou a distribuir dividendos de 19% ao ano.

Nota-se, portanto, que a fase inicial do surgimento das sociedades anônimas é caracterizada pelo monopólio estatal de sua instituição. Para Bulgarelli (2001), esse período, seguiu-se a fase do privilégio real, ou da outorga, na qual a criação de sociedades anônimas estava sujeita à excepcional carta de patente real, conferida pelo Estado ao particular.

Com os reclamos capitalistas pela proliferação de tal espécie societária, ensejados pela revolução industrial, ensaia-se o regime de plena liberdade, o qual, ante os abusos ocorridos, determinou a imposição do sistema de autorização governamental, no cerne do qual se estabeleceu a exigência de prévia aprovação estatal, mediante requerimento, para a criação de sociedades anônimas. Seguindo tal desenvolvimento histórico, implanta-se o regime da liberdade constitutiva regulamentada, até hoje vigente.

Destarte, as sociedades anônimas nasceram imbricadas às finalidades maiores atinentes ao desenvolvimento econômico das nações, oportunizado pelas vantagens competitivas decorrentes da grande concentração de capitais e do incremento dos ganhos de eficiência com a possibilitar de extensão do controle econômico da cadeia produtiva.

As sociedades anônimas se destinam precipuamente ao financiamento de grandes empresas, dada a potencialidade de atração de extensa poupança, aliada à limitação de responsabilidade e à possibilidade de negociação de títulos mobilizáveis em dinheiro líquido.

A abertura de capital depende de autorização da Comissão de Valores Mobiliários-CVM, a qual se trata de autarquia federal vinculada ao Ministério da Fazenda atuante, junto ao Banco Central, no controle e fiscalização das operações realizadas no mercado de capitais (CARVALHOSA, 2013). Estas instituições são responsáveis por regulamentar a dinâmica do mercado financeiro.

Consustancia o mercado de capitais no *locus* no qual são entabuladas as operações concernentes aos valores mobiliários emitidos pelas sociedades anônimas abertas, cuja principal espécie é formada pelas ações. Com base em Requião (2015), divide-se o mercado de capitais em mercado primário, no qual são realizadas operações de subscrição e emissão de ações e outros valores mobiliários das companhias, e mercado secundário, que corresponde às operações de compra e venda de tais valores.

Assim, no mercado primário a relação estabelecida abrange a companhia e o investidor, que paga o preço de emissão por um novo valor mobiliário, ao passo que no mercado secundário a relação se estabelece entre o titular do valor mobiliário e um ou mais investidores, os quais desembolsam pelos títulos importância correspondente ao seu valor de mercado (REQUIÃO, 2015).

Com a abertura à subscrição de suas ações, a sociedade anônima permite que a poupança popular participe dos grandes empreendimentos, sem a vinculação do investidor à responsabilidade além da quantia investida e franqueada a negociação do título a qualquer tempo, obtendo-se pronta liquidez (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2014).

Daí decorre que, ante o relevante papel que desempenham para o desenvolvimento econômico nacional, envolvidas em atividades correspondentes a vultosa parcela do produto interno bruto, não podem ser consideradas como empresas comuns, mormente pela sobredita participação da poupança popular em seus investimentos.

Em síntese, seja por sua relevância para o desenvolvimento econômico nacional e pelos vultosos valores que movimenta, seja pelo comprometimento da poupança popular com seus negócios, as sociedades anônimas possuem inegável função social, o que justifica a previsão de um regime jurídico especial matizado por determinadas sujeições, de modo a preservar o vasto plexo de bens jurídicos afetados pelas atividades das companhias.

Conforme ensina Bulgarelli (2011), as sociedades anônimas corporificam modelo jurídico erigido tendo em vista a acumulação de capitais, sem maiores responsabilidades para os sócios além das contribuições por eles feitas. Nesse passo, podem-se divisar os seguintes caracteres: (a) personalidade jurídica, com existência e patrimônio distintos em relação aos sócios; (b) responsabilidade dos sócios limitada à contribuição ao capital social; e (c) divisão dos capitais em ações e sua livre possibilidade de transferência.

Trata-se de tipo societário no qual a responsabilidade dos acionistas ou subscritores está limitada ao preço de emissão das ações que foram por eles subscritas. É, então, uma sociedade de capitais, que tem como marca principal a livre negociação das ações. Nela, ainda conforme o autor, o falecimento dos sócios não impõe consequências sobre a sociedade, transmitindo-se sua condição aos herdeiros, de pleno direito (CARVALHOSA, 2013).

Sendo as ações títulos negociáveis em que se subdivide o capital social de uma sociedade anônima. Podem ser negociadas em mercado de valores mobiliários, o que diferem esse tipo de sociedade empresária da sociedade limitada, que não admite a negociação de suas quotas dessa forma.

Conforme Eizirik (2015), o preço de emissão das ações, que limita a atribuição de responsabilidade aos acionistas, corresponde ao importe a ser pago para a subscrição do título. Contudo, é impróprio afirmar que a limitação se radica no valor nominal da ação, uma vez que o preço de emissão pode excedê-lo, vertendo-se a diferença para a formação de reserva de capital.

O tema das sociedades anônimas comporta uma classificação tradicional, que segundo Berle e Means (1984), diz são classificadas em companhias de capital aberto e de capital fechado, distinção que ocorre tendo como critério os valores imobiliários de sua emissão sejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários (artigo 4º da Lei nº 6.404/1976). (BRASIL, 1976).

A sociedades anônimas de capital aberto, são aquelas com registro na Comissão de Valores Mobiliários, tendo em vista que suas ações são negociadas de forma pública no mercado de balcão, na qual sua parcela majoritária é vendida na Bolsa de Valores. As sociedades anônimas de capital fechado possuem características opostas em relação a alguns aspectos. Em se tratando das companhias de capital fechado, é indispensável ressaltar que estas não são registradas junto a CVM, tendo em vista que a comercialização de seus títulos é feita por via particular, e não, publicamente em espaços como a Bolsas de Valores.

A Lei nº 6.406/1976 sucede o Decreto-Lei nº 2.627/1940 na disciplina jurídica das sociedades anônimas brasileiras. Segundo comenta Bulgarelli (2001), após tantas transformações econômicas e sociais, havia chegado o momento de o Brasil reformar seu direito societário, resultando em diploma apontado pela doutrina internacional como um dos mais modernos do mundo. Tratou-se, pois, de acordo com o autor, de regular os grupos societários, além de se reconhecer a existência de vários tipos de acionistas, destacando o controlador com o fito de defini-lo perante os minoritários, delimitando especiais responsabilidades daquele tendo em vista os abusos que então eram perpetrados em face destes últimos.

A filosofia da lei mostra-se clara no estabelecimento de duas classes de acionistas, os interessados na gestão – controladores – e os interessados apenas no retorno do capital. Os últimos eram representados pelos possuidores de ações ordinárias ao portador, conforme o revogado art. 112, e hodiernamente o são pelos titulares de ações preferenciais, segundo o art. 111. Sob essa ótica, os acionistas não controladores são tratados pela lei como credores, e não exatamente como acionistas, cingindo-se quase que integralmente a proteção a eles conferida ao âmbito creditício, e não à sua participação na política da companhia.

Os direitos essenciais dos acionistas minoritários exsurgem, assim, para contrabalançar a enorme superioridade de poderes atribuída aos acionistas controladores, sendo insuscetíveis de derrogação pela decisão destes, inadmitindo-se sua eliminação estatutária ou por deliberação da assembleia geral.

Nessa conjuntura, a próxima seção da pesquisa aborda o poder de controle nas sociedades anônimas, adentrando na reorganização societária através do estudo dos conceitos de fusão, cisão e incorporação.

4 O PODER DE CONTROLE NAS SOCIEDADES ANÔNIMAS

A análise das relações de poder internas e externas à sociedade anônima revela-se curial para a criação de um ambiente cooperativo capaz de ensejar o cumprimento da função social da empresa, realçando o aspecto institucional que a ordem jurídica vigente atribuiu à espécie societária em análise

Esclarecem ainda Comparato e Salomão Filho (2014) que o poder de controle não se confunde com a participação no capital social, embora dela possa provir. Noutra norte, tampouco se verifica tal identificação em relação à administração da sociedade, dado que os diretores da companhia não precisam ser acionistas. Inconteste que, à primeira mirada, a definição do poder de controle é feita em função da assembleia-geral. Contudo, há uma possibilidade de dissociação entre propriedade acionária e controle, o que reclama maior refinamento teórico no estudo da matéria.

No que concerne ao controle com quase completa propriedade acionária, tem-se que, de modo mais relevante, relaciona-se às companhias cujo controle funda-se em quase completa propriedade acionária. Por certo, a minoria sempre existirá, desde que presente a pluralidade de acionistas, mesmo que reduzida à expressão mínima.

Comparato e Salomão Filho (2014) ressaltam que a exigência de unanimidade para deliberação de algumas matérias na Lei nº 6.404/1976 corrobora tal asserção. Assim, por exemplo, a mudança de nacionalidade da companhia e a transformação noutra tipo societário exigiriam a decisão unânime dos acionistas.

Já o controle majoritário tem fundamento na ideia de que o ordenamento social deve ser conforme aos anseios do maior número possível de sujeitos, e dissonante da vontade do menor número deles. Tal não significa, contudo, o desprezo pela minoria. Exige-se sua aquiescência no pacto fundante que estabelece a regra da maioria e, de modo mais relevante, proíbe-se que seja privada de direitos essenciais que a lei põe a salvo da deliberação majoritária.

Decerto, a fórmula majoritária deve sua instituição às próprias razões econômicas conducentes à ideação das sociedades por ações. Porquanto reúnem muitos acionistas e destinam-se à prática de atividades econômicas de enorme vulto, seria desarrazoado exigir a unanimidade como regra para a deliberação de seus assuntos, o que, na prática, inviabilizaria sua competitividade, privando-lhe da necessária celeridade decisória reclamada pela vida empresarial (COMPARATO E SALOMÃO FILHO, 2014) .

As restrições ao controle majoritário, necessárias para preservação dos interesses dos acionistas minoritários e, do ponto vista institucional, imperiosas para que as sociedades anônimas mantenham seu poder atrativo de novos investidores, tornando suas atividades propícias para a captação da poupança popular para atividades econômicas de relevante valor, figuram em diversos dispositivos da Lei nº 6.404/1976.

Desta feita, nas sociedades de economia mista, assegura-se à minoria o direito de eleger pelo menos um dos membros do conselho de administração, se maior número não lhe for assegurado pelo voto múltiplo, consoante o artigo 239 da Lei das SA. (BRASIL, 1976). A exibição integral dos livros da companhia é passível de vindicação judicial por parte dos acionistas que representem pelo menos 5% do capital social, mediante o apontamento de atos contrários à lei ou ao estatuto e à prova de fundada suspeita acerca de graves irregularidades praticadas por qualquer órgão da sociedade anônima (artigo 105 da Lei das SA). (BRASIL, 1976).

Aos titulares de ações representativas da mesma porcentagem do capital social, faculta-se, como comentam Comparato e Salomão Filho (2014, p. 225):

- a) a propositura de ação social de responsabilidade *uti singuli* contra os administradores, se a assembleia deliberar não promover a ação (artigo 159, § 4º);

- b) obtenção de informações do conselho fiscal sobre matérias de sua competência (artigo 163, § 6º);
- c) propositura de ação de dissolução de companhia que não possa preencher sua finalidade institutiva (artigo 206, inciso II, alínea b);
- d) ajuizamento de ação social *uti singuli* de perdas e danos contra a sociedade controladora por danos causados à companhia controlada, em função de abuso de poder (artigo 246, § 1º, alínea a).

Conforme Coelho (2018), do mesmo modo, aqueles que detenham 5% do capital sem direito a voto ou 10% do capital votante têm o direito potestativo de promoverem a instalação do conselho fiscal, nas companhias em que este não funcione em caráter permanente (artigo 161, § 2º, da Lei das SA). Os titulares de 5% do capital social podem, outrossim, convocar a assembleia-geral, caso os administradores quedem inertes, vencido o prazo de oito dias ao seu pedido de convocação devidamente fundamentados (artigo 123, parágrafo único). Por seu turno, aqueles que detenham 10% do capital votante podem, Brasil (1976):

- a) requerer a adoção do processo de voto múltiplo para a eleição dos membros do conselho de administração (artigo 141); ou
- b) eleger um membro do conselho fiscal e seu suplente, em votação apartada (artigo 161, § 4º, alínea a).

Ainda segundo Coelho (2018), o controle majoritário em controle majoritário simples e absoluto, seja a maioria qualificada ou simples. Além disso, o controle pode ser exercido por grupos societários distintos que, por vezes, manifestam interesses convergentes, tratando-se, nesses casos, de controle conjunto ou por associação.

A terceira espécie de controle acionário é o controle exercido por expediente ou artifício legal. Como exemplo, Comparato e Salomão Filho (2014) aduzem o controle piramidal ou em cadeia num grupo societário, a existência de ações sem direito a voto, emissão de ações com voto limitado e *voting trust*. Estabelecem, no entanto, uma crítica a essa espécie de controle, porquanto, a seu ver, somente o último exemplo elencado poderia ser diferenciado das outras formas de controle.

No que tange ao controle minoritário, denominado pelos autores americanos de *working control*, caracteriza-se por fundar-se em número de ações inferior à metade do capital votante. Como ainda anotam Comparato e

Salomão Filho (2014), o reconhecimento do controle minoritário dá-se implicitamente na lei brasileira, com a fixação das regras de quórum e maioria no funcionamento da assembleia-geral.

Finalmente, cabe destacar o controle gerencial ou administrativo (*management control*). Trata-se de controle que não se funda na participação acionária, mas nas prerrogativas diretoriais, isto é, no exercício das funções de administrador da sociedade anônima. Referida modalidade de controle é dotada de extrema importância, uma vez que, em parcela considerável das companhias, tem-se aguda dispersão acionária, fato que enseja a assunção do controle empresarial de fato pelos administradores.

Na realidade brasileira, porém, vislumbra-se intensa concentração acionária. Segundo pesquisa da OCDE realizada em 2003, mais da metade das ações das 459 sociedades abertas pesquisadas encontram-se em mãos de um único acionista, estando 65% das ações detidas por três acionistas.

Nos termos do art. 116 da Lei nº 6.404/1976, trata-se o acionista controlador de pessoa, natural ou jurídica, ou grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que Brasil (1976):

- 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.

Por outro giro, o art. 243, § 2º da Lei das SA reputa controlada a sociedade em que a controladora, diretamente ou através de outras controladas, é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos seus administradores. Os dispositivos citados não fazem referência expressa ao controle externo e ao administrativo ou gerencial.

Nada obstante, Codorniz e Patella (2015) afirmam que a Lei das SA não é absolutamente alheia ao fenômeno do controle não acionário. Em diversos dispositivos, como no art. 249, parágrafo único, no art. 243, § 2º e no art. 122 admite, ao referir-se a sociedades não controladas, o faz, na verdade, para

asseverar a inexistência de controle acionário nalgumas companhias, nas quais incidentes outras espécies de controle.

Em síntese, no mais das vezes, a determinação do poder de controle não pode ser encartada aprioristicamente e em absoluto, havendo que se observar, em cada caso concreto, quem reúna seus pressupostos caracterizadores. Logo, concluem Comparato e Salomão Filho (2014, p. 74-75):

Resumindo e concluindo, o núcleo da definição de controle na sociedade anônima reside no poder de determinar as deliberações da assembleia-geral. Controle interno haverá toda vez que esse poder estiver em mãos de titulares de direitos próprios de acionista, ou de administradores, pessoas físicas ou jurídicas, isoladamente ou em conjunto, de modo direto ou indireto. É esta, a nosso ver, a regula juris que, como brevis rerum narratio, segundo a elegante expressão de Paulo, dá conta do fenômeno jurídico examinado

Com efeito, todo poder tende à concentração, não se distanciando deste fenômeno o poder de controle nas sociedades anônimas. Longe de impor mera resignação à ordem jurídica, isso impõe a admissão de interesses sociais conflitantes, a determinarem disciplina diferenciada de direitos e deveres, pois, segundo testificam Comparato e Salomão Filho (2014), caso o poder não possa ser confiado a todos os que integram o corpo social, indistintamente, deve ele, em qualquer hipótese, ter o seu exercício conduzido em prol de todos, e não somente de alguns, ou, muito menos, dos que detém o poder.

O uso da reestruturação societária tem se apresentado para as organizações contemporâneas como sendo uma das formas que foi encontrada para se proporcionar às empresas melhores condições de sobrevivência no atual mercado nacional e enfrentamento da concorrência externa experimentada após a abertura de mercados proporcionada pela globalização. É nesse contexto de reorganização societária que os sócios minoritários podem se sentir prejudicados e exercer o direito de retirada presente na Lei das Sociedades anônimas.

Diante de tal cenário, Yazbek e Pinto (2008), impõe a identificação de elementos que diferem a combinação de negócios por meio da fusão, cisão e incorporação de uma aquisição de ativos, tendo em vista que, no mundo dos negócios, faz-se comumente menção às duas expressões como se sinônimos

fossem, mas é certo que existem aspectos que diferenciam uma de outra forma de reestruturação societária.

A fusão é uma das formas existentes de reestruturação societária na qual as empresas combinadas irão se extinguir para dar lugar a uma nova sociedade. Rodrigues *et al* (2012), explica que os seus ativos líquidos serão transferidos para esta nova sociedade, que, por sua vez, será constituída por acionistas oriundos de cada uma das empresas anteriores. Já no âmbito da cisão, outra forma disposta em lei de se promover a reestruturação societária no Brasil, uma sociedade se fragmenta, com o intuito de vir a constituir duas ou mais novas sociedades, com objeto diferente da anteriormente existente. Pode, ainda, cada uma das parcelas cindidas passar a integrar sociedades já existentes (RODRIGUES *et al*, 2012).

A incorporação, por sua vez, ainda no entendimento de Rodrigues *et al* (2012), contempla uma situação de reestruturação societária na qual a empresa investidora compra os ativos líquidos da sociedade investida. Tal aquisição pode ocorrer a partir da emissão de ações, hipótese em que o método *pooling* seria empregado, ou, ainda, por meio de pagamento feito em instrumentos de crédito e/ou diretamente em moeda corrente para os acionistas da investida, caso no qual seria aplicado o método denominado *purchase*. Seja, porém, qual for o método utilizado, o fato é que, conforme Carvalhosa (2013), na incorporação, a empresa investida se extingue logo após a efetivação da operação, tendo em vista a transferência de ativos líquidos que é perpetrada para a investidora.

Lançadas essas premissas, e, levando em consideração a relevância que a figura do acionista minoritário representa para o mercado acionário, passamos à exposição do microsistema de proteção jurídica dos mesmos, posta a identificação assumida por Comparato e Salomão Filho (2014) entre poder de controle e função social, a determinar que o regramento incidente atue de modo conformador ao exercício do poder de controle tendo em vista o interesse de todos os sócios *uti socii*. Assim, será a seção seguinte destinada a analisar pontualmente aspectos relacionados ao direito de recesso conferido aos acionistas minoritários nos casos de reorganização societária.

5 O DIREITO DE RECESSO COMO MEDIDA DE PROTEÇÃO AO ACIONISTA MINORITÁRIO

O direito de recesso ou de retirada, diz respeito à possibilidade que é assegurada ao acionista minoritário, de se retirar da companhia, desde que tal hipótese esteja prevista em lei (EIZIRIK, 2011). Tal direito é encarado como proteção porque possibilita ao acionista reinvestir o seu dinheiro no mercado de capitais, resguardando, assim, o seu investimento. Nesse caso, o acionista receberá o reembolso do valor de suas ações, conforme art. 137, caput, da Lei 6404/76. A finalidade deste direito é garantir a proteção do acionista minoritário quando este discordar de alguma deliberação ou decisão da Assembleia Geral. Portanto, é considerado um direito essencial ao acionista e é vedado ao estatuto da sociedade, impedir ou limitá-lo (LAMY FILHO, PEDREIRA, 1977).

As características mais importantes sobre a dinâmica do direito acionário estão dispostas na Lei nº 6.404 de 1976, e é com base nesta premissa que a hipóteses de cabimento do direito ao recesso também possui previsão no referido diploma legal. Os arts. 136 e 137 da Lei das Sociedades Anônimas determinam quais matérias o acionista minoritário detém o direito de se retirar da sociedade. Que são Brasil (1976):

Art. 136. 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:

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.

Nos dois primeiros casos, o acionista só poderá ter o direito de recesso caso seja prejudicado pela que foi deliberado na Assembleia Geral. Além disso, estabelece o §1º do art. 136 da Lei das Sociedades Anônimas, que a eficácia da deliberação depende de prévia aprovação ou da ratificação por titulares de mais da metade de cada classe das ações preferenciais prejudicadas, tendo um prazo improrrogável de um ano. Nas hipóteses de fusão da companhia ou sua incorporação em outra e participação em grupo de sociedade. O acionista minoritário titular de ação de espécie ou classe, não terá direito ao recesso caso estas ações apresentem liquidez e dispersão. Assim, o art. 137, II, da Lei 6404/76, estabelece que Brasil (1976):

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;

Ocorrerá a (a) liquidez, quando a espécie ou classe integre índice geral representativo de carteira de valores mobiliários admitido à negociação no mercado de valores mobiliários, definido pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Já a (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.

No que diz respeito à cisão da companhia, só será possível a retirada se esta 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 grupos de sociedades.

Como já relatado anteriormente, a possibilidade do acionista minoritário se retirar da sociedade é um direito essencial e este não poderá sofrer restrições. Entretanto, para que este possa exercê-lo é necessário que o motivo de sua retirada esteja prevista em lei e que sejam observadas algumas condições, como (a) o dever de informar por escrito, no prazo de trinta dias corridos, à companhia a pretensão de retirada, (b) este direito só poderá ser exercido em relação as ações que já possuía na data da primeira convocação para Assembleia Geral, e (c) o direito de retirada não será exercido caso o acionista tenha comparecido à Assembleia e tenha votado favorável a deliberação.

No que diz respeito ao valor do reembolso, este deverá ser calculado sendo levadas em consideração duas situações, (I) caso o estatuto social não tenha regra sobre este assunto, o valor a ser reembolsado será igual ao patrimônio líquido contábil da ação conforme o último balanço aprovado pela Assembleia Geral, ou (II) o estatuto da companhia poderá estipular que o valor do reembolso corresponderá ao valor econômico da ação. Neste último caso, o valor a ser apurado precisa passar por uma avaliação realizada por três peritos que serão nomeados com aprovação da maioria absoluta do capital social.

Não é possível o direito de recesso a qualquer momento, devendo serem respeitadas as limitações que a lei exige para incidência deste direito. Quando as hipóteses de recesso forem os casos de fusão da companhia, incorporação ou participação em grupo de sociedade, o acionista não terá o direito de se retirar caso suas ações tiverem liquidez e estiverem dispersas no mercado. Portanto, e, segundo Carvalhosa (2013), trata-se de uma vedação ao direito de recesso como forma de resguardar a companhia, já que se isso fosse permitido nessas situações o acionista teria facilidade para alienar suas ações. Como já apresentado, os limites que são impostos ao acionista dissidente, ou seja, aquele que exerce o direito de sair da companhia é a liquidez e dispersão. Contudo, para que o direito seja vedado é preciso que ambos sejam preenchidos, assim

tais requisitos são cumulativos, inexistindo a limitação do direito se estiver presente apenas um desses critérios (SECURATO, 1996).

Por fim, e, segundo Garofalo Filho (2005), se faz necessário compreender os conceitos desses critérios. A própria Lei de nº 6404/76 em seu art. 137, II estabelece que esteja presente a liquidez quando o valor da ação puder ser aferido em moeda corrente, através da alienação no mercado. Importante ressaltar que a liquidez diz respeito à rápida realização do seu valor e não simplesmente a possibilidade de venda da ação na bolsa. Além disso, a liquidez será de cada classe ou espécie de ação e não da totalidade das ações que estão em negociação no mercado.

No que diz respeito ao segundo critério, haverá a dispersão quando o acionista controlador, a sociedade controladora ou outras sociedades sob seu controle detiveram menos da metade da espécie ou classe de ação (art. 137, II, b, Lei das Sociedades Anônimas). Esse tipo de critério ocorre, pois quando maior a dispersão, maior será a facilidade do acionista de obter interessados nas suas ações. Assim como na liquidez, esta deverá ser analisada referente a cada classe ou espécie de ação e não na totalidade das ações negociadas.

Na jurisprudência, em relação ao cabimento das ações que buscam solicitar o direito de recesso, nota-se uma tendência a julgamentos favoráveis, desde que todos os requisitos da lei nº 6.404/1976 sejam identificados no caso concreto, sobretudo, a observância do prazo de trinta dias disposto no art. 137, inciso IV da referida lei, como é possível ilustrar através do Agravo em Recurso Especial nº 140.538, Superior Tribunal de Justiça (2013). (BRASIL, 2013).

Desse modo, denota-se que o direito de recesso conferido pela Lei das Sociedades Anônimas (Lei nº 6.404/1976), notadamente nos casos de reorganização societária (fusão, cisão e incorporação) traz critérios que satisfazem os direitos dos acionistas minoritários, cumprindo a sua função social.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

As sociedades anônimas exercessem a atividade empresarial no mercado acionário, tendo grande relevância no cenário econômico nacional e internacional. No contexto de reorganização societária, em especial, fusão, cisão e incorporação, os acionistas minoritários possuem o direito de recesso presente

na Lei nº 6.404/1976. Assim, a presente pesquisa teve por escopo a análise do instituto do direito de retirada, previsto na lei das Sociedades Anônimas e como esse instituto vem sendo aplicado como norma de proteção ao acionista minoritário.

A primeira seção desse estudo abordou o mercado acionário, indispensável a compreensão das bases do sistema financeiro e do desenvolvimento das sociedades anônimas, restando comprovado que o mercado financeiro surgiu com a finalidade de gerenciar e dar estabilidade a economia, sendo o direito de recesso uma das garantias essenciais asseguradas a todos os acionistas, promovendo uma relação equilibrada de tratamento entre os integrantes do mercado acionário.

A segunda seção da pesquisa discorreu sobre as sociedades anônimas no Ordenamento Jurídico, em especial seu surgimento, principais características, classificações e disciplina legal na Lei nº 6.404/1976, tendo sido demonstrada a sua importância para a economia do nosso país. A terceira seção dispôs sobre o poder de controle nas sociedades anônimas, provando-se que todo poder tende à concentração e que seu exercício deve ser conduzido em prol de todos os sócios e não apenas dos que o detêm.

Por fim, a última seção da pesquisa versou sobre o direito de retirada na Lei nº 6404/1976 como medida de proteção ao acionista minoritário em casos de reorganização societária, especialmente nas operações de fusão, cisão e incorporação, tendo-se evidenciado que a legislação vigente traz critérios que atendem de forma satisfatória os direitos dos acionistas minoritários, em especial nas operações de fusão, cisão e incorporação, restando respondida a problemática proposta no estudo.

REFERÊNCIAS

ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Abuso de Minoria em Direito Societário**. São Paulo: Malheiros Editores, 2014.

ALMEIDA, Amador Paes de. **Manual das sociedades comerciais (direito de empresa)**. 22. ed. São Paulo: Saraiva, 2018.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

BERLE, Adolf Augustus; MEANS, Gardiner Coit. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada**. São Paulo: Abril Cultural, 1984.

BRASIL, **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Publicado no DOU de 17/12/1976 (suplemento). Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 17 set. 2023.

BRASIL. STJ, **AREsp 140.538**, rel. Min. João Otávio de Noronha, Quarta Turma, j. 28/05/2013. Disponível em: https://processo.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=I TA&sequencial=1253510&num_registro=201202314391&data=20130826&peticao_numero=201300224250&formato=HTML. Acesso em: 12 set. 2023.

BULGARELLI, Waldirio. **Manual das sociedades anônimas**. 13. ed. São Paulo: Atlas, 2001.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários a lei de sociedades anônimas**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2008.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. 7. ed. São Paulo: Saraiva, 2013, v. 1.

CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). **Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 6. ed. rev. atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

EIZIRIK, Nelson Laks. **A Lei das S/A comentada**. 2. ed. rev. e ampl. São Paulo: Quartier Latin, 2015, v. 1.

EIZIRIK, Nelson Laks. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

GAROFALO FILHO, Emílio. **Câmbio: princípios básicos do mercado cambial**. São Paulo: Saraiva, 2005.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A lei das S.A. (Pareceres)**. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997.

LEVY, Maria Bárbara. **História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro**. Rio de Janeiro: Ibmecc, 1977.

NETTO, José Paulo. BRAZ Marcelo. **Economia Política**: uma introdução crítica. São Paulo: Cortez, 2011.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de capitais**: fundamentos e técnicas. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**. 32. ed. São Paulo: Saraiva, 2015, v. 2.

RODRIGUES, Aldenir Ortiz et al. **Planejamento Contábil e Reorganização Societária**. 1. ed. São Paulo: IOB, 2012.

YAZBEK, Otavio; PINTO, Marcos. **Memorando ao Colegiado**. Rio de Janeiro, 2008. Disponível em:
<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/0005/6491->. Acesso em 17 set. 2023.

SANDRONI, Paulo. **Dicionário de Economia do Século XXI**. Rio de Janeiro: Record, 2005.

SCHUMPETER, Joseph. **Teoria do Desenvolvimento Econômico**. São Paulo: Abril, 1982.

SOBEL, Robert. **Wall Street**: a história da bolsa de valores de Nova York. Rio de Janeiro: A Casa do Livro, 1967.