

**UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS - UNISINOS
UNIDADE ACADÊMICA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DIREITO
NÍVEL MESTRADO**

GILBENE CALIXTO PEREIRA CLAUDINO

**AS SOCIEDADES ANÔNIMAS E O DIREITO DE RECESSO COMO NORMA DE
PROTEÇÃO AOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS NAS OPERAÇÕES DE INCOR-
PORAÇÃO**

Fundamentos normativos e adequação da lei vigente.

Juazeiro do Norte

2022

GILBENE CALIXTO PEREIRA CLAUDINO

**AS SOCIEDADES ANÔNIMAS E O DIREITO DE RECESSO COMO NORMA DE
PROTEÇÃO AOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS NAS OPERAÇÕES DE INCOR-
PORAÇÃO**

Fundamentos normativos e adequação da lei vigente.

Dissertação apresentada como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Direito Pelo Programa de Pós-Graduação em Direito – Nível Mestrado Profissional da Universidade do Vale do Rio dos Sinos - UNISINOS

Orientador: Prof. Dr. Éderson Garín Porto

Juazeiro do Norte

2022

C615s Claudino, Gilbene Calixto Pereira.
As sociedades anônimas e o direito de recesso como norma de proteção aos acionistas minoritários nas operações de incorporação : fundamentos normativos e adequação da lei vigente / por Gilbene Calixto Pereira Claudino. – 2022.
122 f. : il. ; 30 cm.

Dissertação (mestrado) — Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Programa de Pós-Graduação em Direito, Juazeiro do Norte, CE, 2022.
“Orientador: Dr. Éderson Garín Porto”.

1. Sociedades anônimas. 2. Direito de recesso.
3. Acionista minoritário. I. Título.

CDU: 347.725

GILBENE CALIXTO PEREIRA CLAUDINO

**AS SOCIEDADES ANÔNIMAS E O DIREITO DE RECESSO COMO NORMA DE
PROTEÇÃO AOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS NAS OPERAÇÕES DE INCOR-
PORAÇÃO**

Fundamentos normativos e adequação da lei vigente.

Dissertação apresentada como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Direito Pelo Programa de Pós-Graduação em Direito – Nível Mestrado Profissional da Universidade do Vale do Rio dos Sinos - UNISINOS

UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS - UNISINOS
UNIDADE ACADÊMICA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DIREITO DA EMPRESA E DOS NEGÓCIOS
NÍVEL MESTRADO PROFISSIONAL

O Trabalho de Conclusão de Curso intitulado: “**O DIREITO DE RECESSO COMO NORMA DE PROTEÇÃO AOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS NAS OPERAÇÕES DE INCORPORAÇÃO DE SOCIEDADES ANÔNIMAS: Fundamentos normativos e adequação da lei vigente “.**”, elaborado pela mestranda **Gilbene Calixto Pereira Claudino**, foi julgado adequado e aprovado por todos os membros da Banca Examinadora para a obtenção do título de MESTRE EM DIREITO DA EMPRESA E DOS NEGÓCIOS - Profissional.

Porto Alegre, 29 de agosto de 2022



Prof. Dr. **Fabiano Koff Coulon**

Coordenador do Programa de Mestrado Profissional em Direito da Empresa e dos Negócios

Apresentada à Banca integrada pelos seguintes professores:

Presidente: Dr. Éderison Garin Porto 

Membro: Dr. Fabiano Koff Coulon (Participação por webconferência)

Membro: Dr. Cristiano Colombo (Participação por webconferência)

Membro externo: Dr. Cesar Augusto de Castro Fiuza (Participação por webconferência)

DEDICATÓRIA

Dedico este trabalho ao meu amado João Claudino pelo apoio incondicional em todos os momentos, principalmente nos de incertezas, comuns para quem tenta trilhar novos caminhos.

Aos meus pais Gilberto (in memoriam) e Maria Aurene, a minha irmã Giselle, que sempre me apoiaram na busca de conhecimento.

As minhas amadas filhas Maria Júlia e Maria Sophia, que são as razões de tudo na minha vida.

Ao meu cunhado Giovanni.

Gratidão a Deus pelas suas vidas.

AGRADECIMENTOS

Agradeço inicialmente a Deus pelo dom da vida e por todas as conquistas que me permite alcançar.

Agradeço ao meu esposo João Claudino, minha mãe e minhas filhas pelo amor, pelo exemplo e pelo estímulo aos meus estudos. Sem vocês eu nada seria.

Agradeço ao meu orientador, o Prof. Dr. Éderson Garín, pela confiança e incentivo para a realização desse trabalho.

Agradeço ao Professor Dr. Wilson Engelmann, por toda a ajuda prestada na realização dessa pesquisa.

Ao meu estimado amigo Márcio Rodrigues Leite pela paciência, cordialidade e apoio durante todo o trabalho.

A minha amiga de todas as horas Christian Bezerra.

Agradeço aos colegas de mestrado, da Turma Complementar de Juazeiro do Norte, em especial Alyne Leite, Bethsaida Gino, Dênis Ferraz, Claudya Celyna e Marcela Livia, pela amizade e companheirismo, com vocês o mestrado se tornou mais leve.

Aos colegas da Linha 2 de pesquisa, Cláuver, Eriko, Mayrton e Tiago.

Enfim, a todos que contribuíram direta ou indiretamente para essa realização, muito obrigada.

RESUMO

O direito de recesso como medida de proteção ao acionista minoritário, encontra-se previsto na Lei das Sociedades Anônimas. O presente trabalho busca entender como as demandas relativas a esse direito, vem sendo aplicadas quando ocorrem incorporações de sociedades anônimas. O investimento em ações requer do investidor uma análise preliminar do mercado e dos riscos que poderá incorrer ao decidir investir. Tais cuidados devem ser tomados com o intuito de minimizar os riscos do investimento. Necessário se faz o conhecimento de uma série de fatores que podem influenciar o investimento. Dessa forma o estudo do objeto social da empresa, seu valor de mercado, formas de resgate, valor dos dividendos, possibilidade de demandas judiciais, são passos que podem levar o investidor a ter mais segurança no momento de escolher pela aquisição de ativos de uma determinada companhia. Embora sejam tomadas as devidas precauções antes da decisão de investir, o dinamismo característico das companhias de capital aberto pode levar as empresas a tomarem decisões que tragam mudanças em suas características. Tais mudanças nem sempre são compatíveis com a perspectiva que o investidor possuía. Diante desse fato e dependendo do tipo de alteração ocorrida na empresa, a Lei 6.404/1976, em seu art. e 137, prevê o direito de recesso do acionista, diante de algumas situações específicas, tal direito, consiste na possibilidade do acionista se retirar da empresa, resguardado também o direito ao reembolso do valor investido (Art. 45, da Lei 6.404/1976). O exercício de tal prerrogativa somente será aplicado nos casos contemplados pela lei das Sociedades Anônimas, tendo o legislador descrito quais as situações fáticas ensejariam sua aplicação, pois do contrário as empresas correriam o risco de se tornarem inviáveis financeiramente diante das possíveis demandas que poderiam surgir no caso desse direito não ser delimitado por lei. O presente trabalho teve por base a doutrina empresarial brasileira, a legislação, sobretudo, a Lei das Sociedades Anônimas, assim como as jurisprudências de órgãos jurisdicionados como STJ, TJDFT e TJRJ. As decisões trazidas foram tratadas forma qualitativa, com objetivo exploratório, sendo utilizado o procedimento bibliográfico, documental e documental retrospectivo. A pesquisa em questão buscou explorar a linha histórica e o panorama do mercado acionário, em destaque para as Sociedades Anônimas, identificando suas peculiaridades e os debates que norteiam este tema, bem como, procurar entender como o instituto do direito de recesso vem sendo abordado nas instâncias judiciais. A busca por compreender como o direito de recesso vem sendo aplicado na prática, especialmente quando da ocorrência de incorporação, passa necessariamente pela análise de casos práticos, com o objetivo de se apurar a ocorrência ou não de interpretações mais amplas da lei, ou mesmo limitações em relação à abrangência dos casos concretos. Desse modo, imperioso se faz a necessidade de se conhecer quais as medidas de proteção ao acionista minoritário e sua aplicação, possibilitando maior segurança ao Mercado, contribuindo para seu crescimento, atendendo assim os anseios e necessidades da sociedade, com a segurança e garantia da aplicação da lei.

Palavras-chave: Sociedades anônimas. Direito de recesso. Acionista minoritário.

ABSTRACT

The "right of withdrawal" as an instrument to protect minority shareholders is provided for in the Brazilian Corporate Law. This research seeks to understand how the demands related to this right have been applied when incorporations of corporations occur. Investing in stocks requires the investor to make a preliminary analysis of the market and the risks that may be incurred when deciding to invest. These precautions must be taken in order to minimize investment risks. It is necessary to know a range of factors that can influence the investment. In this way, the study of the SOCIAL PURPOSE of the company, its market value, forms of redemption, value of dividends, possibility of lawsuits, are steps that can lead the investor to have more security when choosing to acquire assets of a certain company. Although due precautions are taken before the decision to invest, the characteristic of dynamism inherent to publicly traded companies can lead companies to make decisions that bring about changes in their characteristics. These changes are not always compatible with the investor's perspective. In view of this fact and depending on the type of change occurred in the company, Law 6.404/1976, in its art. 137, provides for the shareholder's right of withdrawal, in the face of some specific situations, such right consists of the possibility of the shareholder to withdraw from the company, also safeguarding the right to reimbursement of the invested amount (Art. 45, of Law 6,404/1976). The exercise of such prerogative will only be applied in the cases contemplated by the Law of Corporations, having the legislator described which the factual situations would give rise to its application because, otherwise, companies would run the risk of becoming financially unviable in the face of possible demands that could arise. IF this right was not delimited by law. The present work was based on Brazilian business doctrine, legislation, above all, the Corporate Law, as well as the jurisprudence of jurisdictional bodies such as STJ, TJDFT and TJRJ. The decisions brought were treated qualitatively, with an exploratory objective, using the bibliographic, documentary and retrospective documentary procedure. The research in question sought to explore the historical line and the panorama of the stock market, highlighting the Corporations, identifying their peculiarities and the debates that guide this theme, as well as trying to understand how the institute of the right of withdrawal has been approached in the judicial instances. The quest to understand how the right of withdrawal has been applied in practice, especially when incorporation occurs, necessarily involves the analysis of practical cases, with the objective of ascertaining the occurrence or not of broader interpretations of the law, or even limitations in relation to the scope of specific cases. Thus, it is imperative to know what the measures are to protect the minority shareholder and their application, providing greater security to the Market, contributing to its growth, meeting the desires and needs of society, with the security and guarantee of the application of the law.

Keywords: Corporations. Right of withdrawal. Minority shareholder.

LISTA DE SIGLAS

ACP	Ação Civil Pública
AGE	Assembleia Geral extraordinária
AREsp	Agravo em Recurso Especial
B3	Brasil Bolsa Balcão
BACEN	Banco Central
BB	Banco do Brasil
BNDE	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico
BNH	Banco Nacional de Habitação
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico
BIRD	Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento
BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
BVRJ	Bolsa de Valores do Rio de Janeiro
BV	Bolsa de Valores
CEF	Caixa Econômica Federal
CMN	Conselho Monetários Nacional
CNPC	Conselho Nacional de Previdência Complementar
CNSP	Conselho Nacional de Seguros Privados
CPC 15	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
FMI	Fundo Monetário Internacional
GATT	Banco Mundial e o Acordo Geral de Tarifas e Comércio
IGB	Inspetoria Geral dos Banco
IPO	Initial Plublic Offering
ONU	Organização das Nações Unidas
PREVIC	Superintendência Nacional de Previdência Complementar
NYSE	New York Stock Exchange
RE	Recurso Extraordinário
Resp	Recurso Especial
SFN	Sistema Financeiro Nacional
SA	Sociedades Anônimas

STF	Supremo Tribunal Federal
STJ	Superior Tribunal de Justiça
SUMOC	Superintendência da Moeda e do Crédito
TJDFT	Tribunal de Justiça do Distrito Federal e Territórios
TJRJ	Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro
TJRS	Tribunal de Justiça do Rio Grande do Sul
UE	União Europeia

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	10
2 ASPECTOS INTRODUTÓRIOS DO MERCADO ACIONÁRIO	13
3 AS SOCIEDADES ANÔNIMAS E O DIREITO DE RECESSO.....	17
3.1. As Sociedades Anônimas.....	18
3.1. 1.Surgimento	19
3.1.3 Características.....	23
3.1.4 Classificação	25
3.2 Disciplina legal: Lei 6.404/1976	26
3.3 O poder de controle nas sociedades anônimas	29
3.5. Participação, fusão, cisão e incorporação.....	42
4. O DIREITO DE RECESSO COMO MEDIDA DE PROTEÇÃO AO ACIONISTA MINORITÁRIO.....	51
4.1. O acionista minoritário na lei nº 6.404/1976	54
4.2 Direitos essenciais do acionista minoritário	57
4.3. Hipóteses legais de Direito de Recesso na Lei das Sociedades Anônimas	61
4.4. Limitações Legais ao Direito de Recesso	64
4.5. Pedido de Retirada e Pagamento.....	65
4.5 A proteção e sua importância no mercado financeiro	67
5 ANÁLISE DAS JURISPRUDÊNCIAS DO STJ, TJDF E TJRJ NOS CASOS QUE ENVOLVAM O EXERCÍCIO DE RECESSO E REEMBOLSO DO ACIONISTA MINORITÁRIO.	75
6 CONSIDERAÇÕES FINAIS	97
REFERÊNCIAS.....	102

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 mobiliáveis em dinheiro líquido. 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.

Em face do evidente crescimento em investimentos no mercado acionário e da necessidade de avaliação por parte do investidor a respeito dos riscos e as possíveis proteções existentes no ordenamento jurídico, busca o presente trabalho, tratar de assuntos pertinentes as bases essenciais do investimento. Trataremos dos aspectos relacionados às sociedades anônimas e suas projeções no tocante ao direito de recesso, ocorrência e judicialização, tendo por base o que diz a Lei 6.404/1976, a nossa doutrina e as decisões jurisprudenciais.

Esse trabalho se dispõe a buscar informações úteis e indispensáveis ao investidor quando do seu interesse em adquirir ações das companhias. Por natureza, investir implica riscos, mas caso o investidor não tenha o conhecimento mínimo sobre seus direitos como acionista, poderá facilmente ter seus investimentos impactados por transformações do mercado e não conseguirem alcançar o retorno esperado. Diante de algumas situações que possam modificar as bases essenciais que o investidor usou como parâmetro para suas aplicações, diante da ocorrência de tais situações, a nossa legislação estabelece, no art. 137, da Lei 6.404/1976, hipóteses em que o sócio poderá exercer o direito de recesso ou de retirada da companhia, devendo ser ainda reembolsado nesta ocasião.

Busca esse trabalho estudar o direito de recesso como norma de proteção aos acionistas minoritários, quando da ocorrência das hipóteses de fusão, cisão e incorporação nas sociedades anônimas. Importante ressaltarmos que a ocorrência do direito de recesso abrange tão somente as hipóteses previstas na lei 6.404/1976.

Assim, em um primeiro momento, abordaremos os principais aspectos relacionados às sociedades anônimas. As bases essenciais do investimento, direitos do investidor e o conceito de recesso e suas limitações.

Em seguida trataremos as hipóteses de recesso de acordo com a Lei 6.404/1976.

Após a análise das hipóteses previstas, trataremos do direito de recesso como norma de proteção ao acionista minoritário na Lei das sociedades anônimas, direito de retirada e pagamento.

Em especial abordaremos essa proteção conferida ao acionista minoritário nos casos de fusão, cisão e incorporação, tendo em vista que nesses casos pode ocorrer a mitigação do direito de recesso e como essa matéria é relevante para a ordem econômica.

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 que for tomada 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.

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.

Esta pesquisa busca traçar um paralelo entre a legislação protetiva do acionista minoritário e o comportamento dos tribunais brasileiros em relação as demandas que envolvem o direito de recesso nas operações de fusão, cisão e incorporação ocorridas em atenção a Lei Nº. 6404/76, em especial no tocante às omissões do legislador quanto a critérios objetivos que embasem os valores de reembolso dos acionistas minoritários. Partindo a pesquisa da legislação vigente, doutrina, STF, e de decisões proferidas no TJRS, STF e STJ, ocorridas nos últimos dois anos.

Como ponto de partida teremos os conceitos aqui explanados, bem como o comportamento do Judiciário em relação as demandas que envolvem a restituição de valores de acionistas minoritários frente as inconsistências legislativas que possam existir e como as decisões podem refletir no mercado de ações.

É relevante que ao se tratar de investimentos em ações, tenha-se o conhecimento das possíveis transformações que podem ocorrer no mercado.

O Direito de recesso consiste na faculdade assegurada aos acionistas minoritários, de, caso discordem de deliberações da Assembleia Geral, nas hipóteses expressas em lei (arts. 136 e 137, da Lei das S.A), retirar-se da companhia, recebendo o valor de suas ações. Pretendemos aqui estudar os mecanismos aplicados, práticos e legais que servem para embasar os valores a serem reembolsados aos acionistas minoritários, quando do exercício do seu direito de recesso, tendo em vista que, alguns precedentes judiciais reconhecem que os critérios da Lei nº 6404/76 não são suficientes.

Beneficiando dessa forma os acionistas que pretendem exercer o direito de recesso, minimizando os danos, revestindo de maior segurança as referidas operações. A questão-problema formulada para ser respondida é a seguinte: a conformação legislativa do exercício do direito de recesso em razão da incorporação de sociedade anônima, traz de fato critérios que contemplem de forma satisfatória os direitos dos acionistas minoritários?

Não obstante ser o direito de recesso estabelecido em lei como mecanismo de proteção para os acionistas, especialmente o acionista minoritário, tem-se que, em se tratando de casos de fusão, incorporação ou participação da companhia em um grupo de sociedades, há uma mitigação desse direito quando se tratar de companhia aberta.

A pesquisa tem a temática desenvolvida a partir da análise de precedentes, que tem como objeto o direito de recesso, em especial no tocante às possíveis omissões do legislador quanto a critérios objetivos que embasem os valores de reembolso dos acionistas minoritários. Partindo a pesquisa da legislação vigente, doutrina e de decisões proferidas no STJ, TJDFT e TJRJ, entre aos anos de 2013 e 2018, a partir das seguinte palavras-chave: direito de recesso, sociedade anônima, acionistas minoritários e incorporação.

2 ASPECTOS INTRODUTÓRIOS DO MERCADO ACIONÁRIO

Para que um determinado fenômeno seja devidamente analisado, inúmeros são os fatores internos e externos que devem ser apreciados e que venham a contribuir na construção histórica e geopolítica do estudo, como no presente capítulo em que a compreensão da atividade econômica e o estudo do mercado acionário é de grande relevância.

A dinâmica econômica está diretamente relacionada a atividade humana, desde os tempos primitivos, através do escambo – a troca de diferentes objetos, até as complexidades do atual sistema financeiro.

Seguindo a mesma logística de outras figuras das ciências econômicas, o mercado acionário passou por uma extensa linha evolutiva, processo este 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, como expõe Assaf Neto (2006).

Todavia, ainda que 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.

A abordagem histórica dos fenômenos econômicos é um exercício de suma importância, Mello (1979, p. 26):

Ao estudar a história econômica de qualquer comunidade que esteja apresentando um rápido crescimento, que o desenvolvimento da intermediação financeira - consubstanciada no surgimento, diferenciação e crescimento dos ativos, instituições e mercados financeiros - é sempre um aspecto característico das primeiras etapas do crescimento.

Segundo Pinheiro (2002), 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, Netto e Braz (2011, p. 71):

Os servos pela força, a sua luta conduziu a importantes alterações no regime feudal, alterações que o desenvolvimento do comércio já preparava. Do ponto de vista econômico, mediações de natureza mercantil penetraram as relações básicas da economia feudal entre os próprios senhores (a terra começou a ser objeto de transação mercantil) e entre senhores e servos (as prestações em trabalho e espécie começaram a ser substituídas por pagamentos em dinheiro). Aquilo que era próprio de um segmento da ordem feudal, a economia mercantil urbana, cada vez mais consolidada e ampliada, a pouco e pouco iniciou uma irreversível expansão. Do ponto de vista político, ocorre uma centralização do poder, que vai encontrar a sua expressão maior na formação do Estado nacional moderno, através do surgimento do Estado absolutista.

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 empreendimentos não possuíam uma data estipulada, por se tratar na prática de uma especulação em face daquele fenômeno, com base nos estudos de Schumpeter (2005). A negociação destes títulos foi responsável por uma alta na circulação de recursos nos países baixos, cenário este 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 que na qual 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.

Muito 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, como apontam Netto e Braz, (2011, p. 75):

Enterrando o Antigo Regime, abre-se o século XIX com o Estado criado pela burguesia triunfante, o Estado Burguês. Colocando a seu serviço aqueles “órgãos onipotentes” de que falava Marx (o exército, a polícia, a burocracia), a nova classe dominante articulou a superestrutura necessária para o desenvolvimento das novas forças produtivas de que o seu ascenso era o inequívoco indicador: criam-se as melhores condições para a concretização histórica do modo de produção que tem como uma de suas classes fundamentais a burguesia – trata-se do modo de produção capitalista, gestado no ventre do feudalismo e no interior do qual a produção generalizada de mercadorias ocupa o centro da vida econômica. É hora, portanto, de cuidarmos da mercadoria e do modo de produção em que ela, nas palavras de Marx, constitui a “forma celular da economia.

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, passou a implementar medidas no sentido de também se beneficiar deste novo sistema, tema este que também será abordado na construção do presente trabalho.

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, consequentemente, na dinâmica econômica. Sobre as grandes navegações, Costa (2001, p. 89):

A expansão veio alterar esta situação e permitiu que a nobreza mantivesse o seu modelo social e mental quase inalterado durante mais de século e meio; desfez-se, assim, o bloqueio que parecia que iria asfixiar este grupo

social, o que foi possível porque milhares de nobres, desde escudeiros recém nobilitados a fidalgos proeminentes e de velha cepa, aceitaram o risco de navegar e combater no exterior, passando muitas vezes longuíssimas temporadas fora do Reino¹.

Por se tratar de empreendimentos de grande porte, demandavam um alto investimento, valores estes 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 consequência, 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 assumisse um evidente risco sobre os

¹ COSTA, João Paulo Oliveira e. **A formação do aparelho central da administração ultramarina no século XV**. São Paulo: Atlas, 2001, p. 89.

desdobramentos da viagem. No que diz respeito a noção geral de risco, Padoveze e Bertolucci (2008, p. 144):

A avaliação do retorno de um investimento em relação a seu risco e a possibilidade de ter maior retorno ou rentabilidade sacrificando provisoriamente sua capacidade de liquidez ou pagamento. Considerado o risco mais relevante, o risco financeiro tem como foco o retorno financeiro diferente do esperado e a mensuração do risco financeiro do investimento feito em uma empresa em relação ao risco financeiro apresentado pelas demais empresas passíveis de receberem o mesmo investimento.

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, como discorre Levy (1977).

3 AS SOCIEDADES ANÔNIMAS E O DIREITO DE RECESSO

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.

Antes de entrar de forma específica no conceito de sociedade anônima, se faz necessário abordar a sociedade em sua concepção geral, Silva (2006, p. 1311):

Do latim *societas* (associação, reunião, comunidade de interesses), gramaticalmente e em sentido amplo, sociedade significa reunião, agrupamento, ou agremiação de pessoas, na intenção de realizar um fim, ou de cumprir um objetivo de interesse comum, para o qual todos devem cooperar, ou trabalhar. Assim, a sociedade, em princípio, advém da reunião, maior ou menor, de pessoas, de famílias, de povos, ou mesmo de nações, compondo uma unidade distinta dos elementos que a integram com um objetivo de interesse comum, razão fundamental de sua constituição. Em regra, a sociedade traz fins de ordem econômica, visando particularmente os interesses dos sócios. Assim, como expressão jurídica, sociedade tem seu conceito próprio: revela-se na organização constituída por duas ou mais pessoas, por meio de um contrato, ou convenção, tendo por objetivo de realizar certas e determinadas atividades, conduzidas ou empreendidas em benefício e em interesse comum.

Com base na definição supramencionada, a instituição possui características que dizem respeito as suas finalidades como figura jurídica. Todavia, a noção de sociedade para o direito empresarial ainda comporta peculiaridades que demandaram a criação de uma estrutura de modalidades empresariais compatíveis com diferentes formas de composição, distribuição de responsabilidades e outros fatores, da qual se destaca a sociedade anônima. A respeito do tema sociedades anônimas, Berle e Means (1984, p. 34):

Essa organização da atividade econômica se apoia sobre duas vigas mestras, tendo cada uma delas possibilitado a ampliação da área sob controle unificado. O sistema fabril, base da Revolução Industrial, levou um número cada vez maior de trabalhadores a se colocar diretamente sobre uma única administração. Depois disso, a sociedade anônima, cujos efeitos são igualmente revolucionários, colocou a riqueza de inúmeras pessoas sob o mesmo controle central. Cada uma dessas mudanças aumentou enormemente o poder dos administradores, e o status das pessoas envolvidas, trabalhadores ou proprietários, transformou-se de modo radical. O trabalhador independente admitido na fábrica tornou-se um trabalhador assalariado que entrega a direção de seu trabalho ao patrão. O proprietário que investe numa sociedade anônima moderna entrega sua riqueza aos administradores da companhia, à medida que troca a posição de proprietário independente por aquela em que apenas recebe a remuneração do capital.

3.1. As 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.

3.1. 1. Surgimento

Os estudos sobre a origem dos fenômenos que norteiam a ciência do direito possuem a peculiaridade de serem difíceis de datar com precisão, tendo em vista se tratar de aspectos muitas vezes inerentes ao desenvolvimento da atividade humana, a exemplo dos próprios negócios jurídicos, que são condutas praticadas no cotidiano e que com o passar do tempo atingem proporções que demandam um tratamento jurídico, com o intuito de assegurar a ordem social. Levando em consideração esta característica e aplicando-a ao presente trabalho, a análise a respeito do surgimento das sociedades anônimas deve considerar o dinamismo histórico, sobretudo, os aspectos comerciais de cada contexto.

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 primeira 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 arremeter 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.

Acerca da origem histórica das sociedades anônimas, assim descreve Requião (2015, p. 26):

Assim surgiram e se impuseram as sociedades por ações no século XVII, formadas pela conjunção de capitais públicos e particulares, estes na maior parte de armadores náuticos, e, algumas vezes, com a participação de judeus, cujos bens eram liberados, para estes investimentos, da Inquisição, como ocorreu na incorporação, sob o ministério de Pombal, da Companhia do Grão-Pará para colonização do norte do Brasil. Configuravam essas companhias verdadeiras sociedades modernamente denominadas sociedades de economia mista, formadas de capitais públicos e privados, com finalidade de cumprir objetivos de interesse público, de forma descentralizada.

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.

As vantagens econômicas e políticas observadas no processo de desenvolvimento histórico das sociedades anônimas são sumarizadas por Valverde (1959, p. 43):

Na verdade, a limitação dos riscos dos participantes: a possibilidade de se constituir a sociedade com grande número de sócios, não raramente muitos deles sem se conhecerem; a facilidade da substituição dos sócios pela simples transferência das partes ou ações, em que se divide o capital social, e a elasticidade do regime administrativo da companhia ou sociedade anônima, punham ao serviço do Estado nacional daquela época uma instituição que se prestava, admiravelmente, aos fins de sua política expansionista. Durante mais de dois séculos, os particulares não puderam constituir companhia ou sociedade anônima sem prévia autorização do Estado. Somente nos fins do século passado, em pleno regime do período liberal, é que o Estado abriu mão, em certos países, do privilégio de autorizar a constituição de companhias ou sociedades por ações, sem, todavia, deixar de fazer a sua reserva quanto às companhias que mais de perto interessavam à economia nacional ou se propunham a estabelecer relações diretas com o público.

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.

3.1.2. Finalidades Institucionais

As sociedades anônimas se destinam precipualemente 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 mobiliáveis 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, conforme Carvalhosa (2013)². Estas instituições são responsáveis por regulamentar a dinâmica do mercado financeiro. No que diz respeito a esta fiscalização, Eizirik (2011, p. 15-16):

A regulação de determinada atividade importa o estabelecimento de limites à atuação dos agentes econômicos, que inexistem quando o mercado é inteiramente livre. Com efeito, num modelo puro de economia de livre mercado, a ordem jurídica não estabelece uma regulação da conduta dos participantes, restringindo-se a disciplinar os direitos de propriedade e as relações contratuais, sem, porém limitar o direito do proprietário de usar o bem, ou estabelecer exigências com relação ao conteúdo dos contratos. Assim, as normas poderão ser tidas como reguladoras na medida em que limitem a liberdade dos participantes do mercado, que quanto à conduta, quer quanto aos bens negociados. A regulação pode ocorrer de modo voluntário ou contratual, quando é usualmente denominada “autorregulação”, uma vez que estabelecida pelos próprios agentes econômicos; ou de modo jurídico, quando contida em normas legais ou regulatórias, que caracterizam uma intervenção do estado na economia, não como empresário, mas como agente regulador.

Consubstancia 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

² CARVALHOSA, 2013. Op. cit.

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, conforme Salomão Filho (2019).

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. Recorre-se, uma vez mais, ao magistério de Requião (2015, p. 27):

É indeclinável reconhecer que a sociedade anônima gigante, aberta à subscrição popular, não pode ser considerada como uma empresa privada qualquer. A consciência de muitos juristas e economistas enfoca o problema constantemente, com independência e franqueza. Não é de esquecer que os professores norte-americanos da Universidade de Columbia, Berle Junior e G. Means, advertiram que 'o poder econômico nas mãos de poucas pessoas que controlam uma empresa gigantesca é uma força tremenda que pode prejudicar ou beneficiar grande número de indivíduos, afetar regiões inteiras, modificar a marcha dos negócios, provocar a ruína de uma comunidade e a prosperidade de outra', para sustentarem convictamente que 'as organizações que elas controlam ultrapassam a esfera de empresa privada – elas se tornam quase instituições sociais [...]'. Daí a expressão usada pelos aludidos professores para designar as poderosas sociedades – 'empresas quase públicas.

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. Nessas razões, assim pontifica Carvalhosa (2015, p. 37):

Não obstante ser uma pessoa de direito privado, ressalta na sociedade anônima a sua função social. Constituída em virtude de um contrato privado, a companhia, na medida em que atua no meio social como forma de organização jurídica da empresa, acaba por ser considerada uma instituição de interesse público, levando inclusive à ingerência do Estado nos atos de sua formação e atuação.

3.1.3 Características

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.

Carvalhosa (2013), a seu turno, assevera que a sociedade anônima é pessoa jurídica de direito privado, de natureza mercantil, independentemente da atividade desenvolvida, a teor do parágrafo único do artigo 982 do Código Civil de 2002, com capital dividido em ações de livre negociação:

A sociedade anônima, em sua acepção inicial e histórica, era a típica sociedade de capital, não de pessoas, pois o capital prevalece sobre qualquer relacionamento que pudesse haver entre os sócios. Essa conotação se mantém em relação às sociedades anônimas abertas (grosso modo, as que têm ações circulando em bolsa), mas não é mais uma verdade absoluta quanto às demais, as companhias fechadas; pois existem sociedades anônimas cujo estatuto social impede a livre circulação de ações, devendo elas ser alienadas aos demais acionistas, o que a caracterizaria como uma sociedade de pessoas. Os participantes da sociedade anônima são denominados acionistas, e não sócios. Dessa forma, poderia até ser dito que sócio é gênero do qual acionista, cotista e cooperado são espécies. Destaque-se que o ato constitutivo da sociedade anônima é o estatuto social, e não contrato social. O significado de estatuto social é ser um conjunto de dispositivos, como se fosse uma lei orgânica, havendo certo sentido de maior complexidade de regras em relação a um contrato social.

Trata-se, conforme o autor, 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.

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. Nesse passo, assim leciona Eizirik (2015, p. 27):

A liberdade de negociação das ações constitui o principal traço distintivo da sociedade anônima com relação às demais sociedades. Com efeito, a responsabilidade limitada dos sócios também existe em outros tipos de sociedades, constituindo mais um atributo do investimento do que da natureza da companhia. Mas a característica essencial da sociedade anônima é que ela emite títulos representativos da participação em seu capital social, as ações, que são livremente negociáveis; ou seja, os riscos dos acionistas podem ser transferidos a outros que tenham interesse em assumi-los, sem que tal transferência acarrete qualquer alteração na estrutura da companhia.

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, na visão de Tomazette (2019), 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.

Tal espectro nuclear de elementos caracterizadores, a evolução das sociedades anônimas conduziu ao acréscimo de outros, tais como o número mínimo de sócios, o valor mínimo de capital, a regulação das reuniões de sócios e a forma de administração, a disciplina da responsabilidade dos administradores e dos controladores, técnicas utilizáveis para a transformação, fusão, incorporação, cisão, dissolução e liquidação e, tema de especial interesse para o presente estudo, as regras de proteção aos acionistas minoritários. Sobre este aspecto, assim comenta o autor Bulgarelli (2001, p. 49):

Com a justificação de evitar danos a terceiros e aos acionistas, sobretudo aos minoritários, o Estado acabou com a ampla liberdade contratual de se dispor sobre a estrutura e conformação das sociedades, deixando muito pouco para o arbítrio dos acionistas. Trata-se, portanto, de um tipo de sociedade pormenorizadamente regulado, com a mínima margem de liberdade de disposição contratual; como exemplo, pode-se verificar que enquanto o Código Comercial de 1850 dedicou cinco artigos às sociedades anônimas, a atual Lei nº 6.404 se apresenta com trezentos artigos, ainda fazendo remissão a quinze artigos (59 a 73) do revogado Decreto-Lei nº 2.627, de 1940, que permaneceram em vigor. Pode-se, portanto, com base na doutrina mais autorizada, considerar a Lei nº 6.404/76 como um verdadeiro microsistema jurídico.

3.1.4 Classificação

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).

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. Um aspecto fundamental para compreender a dinâmica das sociedades anônimas de capital aberto, é compreender como ocorre o lançamento destas empresas na Bolsa de Valores, que se dá por meio de uma *Initial Public Offering (IPO) ou Oferta Pública Inicial (OPI)*, como explicam Marques e Servalli (2007).

O IPO pode ser desenvolvidos de duas formas, na qual a primeira consiste numa oferta geral à vista – direcionada ao público geral de investidores que possuam interesse em adquiri-la e oferta de direito – sendo o público-alvo desta modalidade, os acionistas já existentes. Ainda sobre a oferta pública, Kuwabara (2008, p. 269):

Exige-se toda uma estrutura porque todos os documentos societários e financeiros precisam estar sempre disponíveis ao mercado e aos investidores. Isso tem um custo elevado, visto todo aparato técnico, jurídico, contábil e financeiro envolvido no processo.

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.

3.2 Disciplina legal: Lei 6.404/1976

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.

Dentre as principais alterações introduzidas pela Lei nº 6.404/1976 em relação à disciplina jurídica anterior, como sumariza em sua obra Bulgarelli (2001, p. 53-54):

1. Alteração do número mínimo de acionistas para a constituição da sociedade anônima, que passou de 7 (sete) para dois (2) (art. 80, I), admitindo-se ainda a subsidiária integral, com a penas um (1) sócio (arts. 251 e 252);
2. criação de ações sem valor nominal (no par value share), art. 14;
3. criação da ação escritural;
4. regulamentação dos grupos de direitos (art. 265 ss);
5. regulamentação dos consórcios (art. 278);
6. definição e responsabilidade do acionista controlador (art. 116 e 117) e dos administradores e sociedades controladoras (arts. 245 e 246);
7. exigência de demonstrações financeiras (arts. 176 e 247);
8. regulamentação da cisão (arts. 223 e 229 a 233);

9. a adoção do voto múltiplo (art. 141);
10. a instituição do dividendo obrigatório (art. 202);
11. a transformação do Conselho Fiscal em órgão de funcionamento facultativo, com algumas exceções (art. 161);
12. o reconhecimento do Conselho de Administração, como órgão de deliberação colegiada, com alguns poderes retirados da assembleia geral (art. 142);
13. a instituição do protocolo, nos processos de incorporação, fusão e cisão de sociedades (art. 224);
14. a regulamentação do acordo de acionistas (art. 118);
15. normas sobre a alienação do controle (arts. 254 a 263, já regulamentada pelo CMN, por meio da Resolução nº 401, de 22 de dezembro de 1976, DOU II, 19-01-1977);
16. a supressão do exercício do direito de voto às ações ao portador (art. 112);
17. a possibilidade de as sociedades que tenham por objeto a compra e venda de imóveis (reguladas pela Lei nº 4.728, de 14-7-1965, art. 62) emitirem ações ao portador (art. 292);
18. a representação do acionista por não-acionista (art. 126);
19. a ata sumariada (art. 130, § 1º);
20. a regulamentação dos casos em que a sociedade poderá negociar com suas ações (art. 30);
21. a custódia de ações fungíveis (art. 41);
22. o certificado de depósito de ações emitidos por instituição financeira (arts. 27 e 43);
23. o direito de eleger em separado um ou mais membros do conselho de administração, às ações preferenciais (art. 18) e para as ações ordinárias das companhias fechadas (art. 165, IV);
24. a possibilidade de aumento de capital, pela emissão de novas ações, sem que tenham sido integralizadas todas as já emitidas (3/4 no mínimo, art. 170);
25. a inserção no texto da regulamentação da sociedade de capital autorizado (art. 168);

26. aumento de capital para correção monetária do seu valor, por deliberação da assembleia geral ordinária (art. 166, I);

27. a regulamentação bônus de subscrição (art. 75);

28. as alterações nas responsabilidades dos administradores, quer nas companhias isoladas (arts. 153 a 159), quer nas companhias controladoras (arts. 245 e 246).

Historicamente, como aborda Carvalhosa (2013), cumpre ressaltar que a Lei nº 6.404/1976 nasce sob o pálio do Governo Geisel, tendo como móvel o fortalecimento da empresa privada brasileira, por meio da adoção de normas que ampliassem o direito dos acionistas, os quais, deste modo, seriam induzidos a novamente investirem suas poupanças na capitalização de companhias, de modo a instituir um verdadeiro mercado de capitais.

Sem embargo, como observa Carvalhosa (2013), a normatização das sociedades anônimas espelha, em certa medida, a visão política de cada país em determinado momento ideológico. Assim, a Lei nº 6.404/1976, refletindo o espírito autocrático que dominava a ordem jurídica brasileira durante o período da ditadura militar instaurada em 1964, deixa de incluir o direito de voto entre as prerrogativas essenciais dos acionistas, restringindo tal direito aos controladores e negando-lhe às ações ordinárias ao portador.

Nessas razões, Carvalhosa (2013) tece severas críticas à Lei nº 6.404/1976, a qual designa como eminentemente oligárquica, realçando o predomínio dos grandes acionistas, os controladores, arrefecendo os direitos de deliberação dos acionistas minoritários.

Referida normatização reporta-se ao institucionalismo germânico da empresa em si, conforme o qual deve ser inteiramente confiada aos administradores e controles a gestão da companhia, para o bem da empresa, do povo e do Estado, Carvalhosa (2013, p. 70):

Em nossa lei, o acionista controlador é guindado à posição de mando absoluto da companhia. Consequentemente, torna-se responsável pelo destino da sociedade e pelo cumprimento de seu papel institucional. Com efeito, dispõe a lei que o acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objetivo e cumprir sua função social e tem deveres e para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender (art. 116). Trata-se da transposição para o nosso direito da *Unternehmen an sich* da doutrina alemã.

Entre nós, hegemonia, privilégios e responsabilidades são atribuídos aos controladores, tendo sua base no revogado dispositivo que determinava somente poderem os titulares de ações nominativas e endossáveis exercer o direito de voto (art. 112). A evidente hegemonia dos controladores, traduzida pelo cerceamento do direito de voto, pelos acordos de acionistas e, ainda, pela criação de classes de ações ordinárias nas companhias fechadas tem como consequência direta o esvaziamento do poder real da assembleia de acionistas.

Também nesse sentido é a lição de Tomazette (2019), segundo quem 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, Tomazette (2019).

3.3 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, conforme observam Comparato e Salomão Filho (2014, p. 19-20):

A análise jurídica do fenômeno do poder dentro da sociedade anônima insere-se dentro dessa linha de preocupações. Se é a organização que estrutura as relações societárias e, portanto, cria e disciplina o poder, ela, e só ela, pode limitá-lo. Fazê-lo é fundamental para reestruturar as relações societárias, estabelecendo formas de comunicação entre acionistas e meios de informação que levem a um comportamento cooperativo. É preciso discutir, então, com realismo, mas também idealismo, os limites estruturais e comportamentais ao exercício do poder de controle. Afinal, é em torno da grande sociedade anônima, elemento fundamental

da economia capitalista, que se deve estruturar parte importante de uma agenda reformista de nosso sistema econômico.

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, segundo Tomazette (2019), 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, conforme o entendimento de Tomazette (2019).

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, como atenta Tomazette (2019).

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, Tomazette (2019).

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. 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).

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 con-

vocação 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, e com base em Tomazette (2014), 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.

O problema comum nessa espécie de controle é a perpetuação do corpo de administradores por cooptação, mediante o aproveitamento do absenteísmo do corpo acionário, dizem Comparato e Salomão Filho (2014, p. 62):

Não há dúvida de que o fenômeno do controle gerencial constitui poderoso argumento em favor da teoria institucional da sociedade anônima. Se o poder de controle na empresa não mais se funda na titularidade acionária e transcende de certa forma a vontade – individual ou coletiva – dos acionistas, parece impossível reduzir o mecanismo social aos modelos do contrato ou da propriedade privada. Estamos diante de uma personalização da empresa, subtraindo-a a qualquer vínculo de natureza real com os detentores do capital societário, e aproximando-a, até à confusão, de uma espécie de fundação lucrativa. É a instituição-empresa, dissolvendo completamente a *affectio societatis* original.

Na realidade brasileira, porém, vislumbra-se intensa concentração acionária. Conforme Tomazette (2019), 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.

Nota-se, nas sociedades por ações, que sua constituição envolve fundamentalmente dois grupos, Codorniz e Patella (2015): investidores capitalistas, de um lado, e empresários representantes do núcleo de poder, de outro. Enquanto o investimento acionário segue uma tendência centrífuga, rumando para a dispersão e pulverização, o núcleo de poder sofre o influxo de poderosa força centrípeta, a ampliar suas prerrogativas de fato.

Como já assinalado anteriormente, a Lei nº 6.404/1976, seguindo o paradigma autocrático e a *intentio legis* do crescimento econômico pela concentração,

estimulou sobretudo o reforço do poder controlador. Com isso, enorme receio foi criado nos investidores populares em confiarem sua poupança a administradores tão poderosos.

Nessa senda, nasce, igualmente, uma força centrípeta também entre os acionistas minoritários, de molde a contrabalançar a pujança do poder de controle, figurando atores institucionais como principais acionistas das companhias, tais como fundos de pensão, de investimento etc. Sobre a elevada concentração do controle, escrevem Comparato e Salomão Filho (2014, p. 93):

Não há dúvidas que estruturas de controle diluído são preferíveis, pois contribuem para a democracia acionária e, em última instância, social. (...) ocorre que, como importantes estudos acadêmicos têm demonstrado, não é sempre possível obter tal diluição. (...) Um dos pontos mais importantes da análise e de particular atividade para o sistema brasileiro é aquele em que se demonstra que a dificuldade de mudança das regras decorre basicamente do forte poder de pressão e lobby exatamente dos grupos mais favorecidos pela legislação societária (controladores em caso de economias concentradas ou administradores no caso oposto) que adquirem enorme poder econômico e capacidade de pressão.

Nesse sentido, impende promover a construção de um microssistema hábil a limitar a atuação dos controladores, de modo a garantir as posições jurídicas dos acionistas minoritários. É esse o ensinamento dos autores Comparato e Salomão Filho (2014, p. 94):

O que se quer afirmar é que nessa matéria, mais do que nunca, é preciso refletir sobre a distinção forma-função. É inútil ao direito tentar modificar à força a forma das relações de controle. É possível, no entanto, introduzir regras que desempenham função equivalente à do controle diluído. Essa função, como visto acima, é basicamente de controle e limite da atuação dos controladores e/ou administradores.

Tal microssistema, insculpido no ordenamento jurídico pátrio nos direitos dos acionistas minoritários, especialmente naqueles insuscetíveis de derrogação por deliberação estatutária ou assemblear, encontra-se gravado na normativa correspondente na Lei nº 6.404/1976 e sua interpretação deve orientar-se pela dupla função, de proteção individual e institucional, a nortear a análise de seus dispositivos componentes, Coelho (2018).

Dito isso, e ainda na perspectiva de Coelho (2018), tem-se que a ideia de poder de controle parte do fenômeno da dissociação entre propriedade e adminis-

tração dos bens titularizados. Deriva, outrossim, da necessidade de delegação da administração dos poderes de administração patrimonial nas pessoas jurídicas. A seguir, sedimenta-se na direção da vontade social determinante das decisões sobre tal patrimônio a partir de uma maioria societária. Assim, as lições de Comparato e Salomão Filho (2014, p. 110):

O titular do poder de controle exerce, efetivamente, como sustentou Champaud, a disposição dos bens alheios e, por isso mesmo, essa “propriedade sob a forma de empresa” não somente tem uma função social, mas é uma função social. A atividade empresarial deve ser exercida pelo empresário nas sociedades mercantis não no interesse próprio, mas no interesse social, isto é, de todos os sócios *uti socii*. Trata-se, portanto, de um poder-dever, a meio caminho entre o *ius* e o *múnus*.

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*.

3.4. O direito de recesso

O direito de recesso do acionista minoritário, a exemplo das próprias sociedades anônimas, não é um tema que se originou no contexto atual, sendo objeto de um processo evolutivo que se alinha com o desenvolvimento do mercado acionário. Conforme a estrutura das sociedades anônimas foram se tornando mais sofisticadas, seus agentes foram ganhando um rol de direitos e obrigações, o direito de recesso foi tomando forma e fixando seu espaço em meio aos debates que norteiam o direito acionário.

No Brasil, historicamente, o direito de recesso das sociedades por ações foi positivado pelo Decreto nº 21.536, de 1932. Por meio de seu texto, essa norma legal tornou possível a emissão de ações preferenciais, ao mesmo tempo em que criou, para os seus titulares, a faculdade de obterem o reembolso dos valores correspondentes às suas ações, Paraíso (2000). O já mencionado instrumento legal trazia em seu conteúdo alguns aspectos que são de suma importância para o or-

denamento jurídico atual, todavia, o direito de recesso não era ainda considerado como um direito essencial do acionista.

Dentre as disposições que tratavam do direito de recesso no já revogado Decreto, destaca-se o art. 8, Brasil (1932):

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

Outro instrumento que também deve ser trabalhando, é o Decreto Lei nº 2.627 de 1940, que trouxe inúmeras alterações ao tratamento legal das sociedades anônimas no Brasil. No que diz respeito ao direito de recesso, a principal inovação fica a cargo da classificação do mesmo como um dos direitos essenciais, o que veda qualquer restrição por parte do estatuto social ou pela Assembleia.

Ainda sobre o regimento jurídico do direito de recesso, a já trabalhada Lei nº 6.404 de 1976 – ou a lei das sociedades anônimas, foi introduzida no ordenamento brasileiro com o intuito de modernizar a estrutura das sociedades anônimas, viabilizando empreendimento com alta capacidade de capitalização. Por este motivo, e, sendo o Brasil um país com uma cultura de regulamentações, Lei nº 6.404 se encarregou de alinhar esta modalidade de sociedade empresarial as demandas do mercado acionário, com esclarece Paraíso (2000).

Como o objetivo central desta lei era modernizar a conjuntura jurídica das sociedades anônimas, ela trouxe disposições que atentavam a aspectos inovadores, da mesma forma que são implementados esforços no sentido de assegurar medidas protetivas ao acionista minoritários, também há uma preocupação que tais condutas não promovam o colapso da saúde financeira da empresa, Carvalhosa (2011, p. 1079):

Tendo em vista que o recesso pode colocar em risco a estabilidade financeira da companhia, admitiu a lei que esta, diante do volume de pedidos de retirada, promova assembleia de retratação, tendo como ordem do dia ratificar a deliberação anteriormente tomada ou o seu cancelamento. A eficácia dessa retratação é incontestável, cessando todos os efeitos do exercício do direito de recesso que, em consequência, tornam-se inoponíveis à companhia. Não cabe qualquer reparação ou indenização aos acionistas pela decisão retificadora de sua assembleia, já que se

trata de preceito de ordem pública que atende ao princípio da permanência do capital social.

Após o advento do Decreto nº 21.536 de 1932, as inovações direcionadas a esta demanda ampliaram a concepção de direito de recesso, demonstrado um caráter protecionista ao acionista minoritário, Coelho (2011). Este fenômeno diz respeito a um comportamento que se projeta em diferentes ramos da ciência do direito, na qual os sujeitos dotados de vulnerabilidade em uma certa relação jurídica passam a gozar de prerrogativas que visam instituir um cenário isonômico entre todos. No caso das sociedades anônimas, as medidas têm por finalidade tutelar o corpo de acionistas, sobretudo aos acionistas minoritários, tendo em vista que estes possuem, dentro da empresa, capacidade decisória e econômica inferior aos demais membros.

Neste sentido, o direito de recesso do acionista minoritário consiste, Eizirik (2011, p. 199):

Os acionistas minoritários não têm como impedir que os controladores aprovem 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. 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 discordarem de determinadas deliberações.

Na doutrina, trata-se de um direito que é considerado como sendo um direito formador ou potestativo, tendo em vista que torna possível ao seu titular que alcance os efeitos que são cominados não importando a vontade de outrem. Desse modo, à outra parte cabe tão somente se sujeitar à vontade que fora expressa pelo titular desse direito formador, Coelho (2011).

Com o intuito de reforçar o caráter imperativo do direito de recesso, Pereira (2009, p. 329-330):

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 os valores de reembolso aos acionistas dissidentes.

Sendo assim, 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 que for tomada 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.

Contudo, no caso de fusão, incorporação ou participação da companhia em um grupo de sociedades o exercício desse importante direito é mitigado, tendo em vista que, em se tratando de companhia aberta, não se tem o direito de recesso. Isso se dá pelo fato de que, nesse cenário, o acionista poderia vir facilmente a negociar as suas ações no mercado de capital.

No Direito Comparado, o direito de recesso é acolhido atualmente em na parcela majoritária das legislações ao longo do globo, apresentando somente algumas peculiaridades conforme as economias de mercados de capitais vigentes em cada país. Contudo, existem países que não adotam esse direito em seu ordenamento jurídico. É o caso, por exemplo, da Alemanha.

Isso se dá, ainda segundo lição por ele pontuada, em razão do respeito absoluto que se dispensa aos princípios da tutela dos minoritários e da intangibilidade do capital, aliada tal postura ao adequado funcionamento do mercado de capitais. Esta atitude possibilitaria aos acionistas dissidentes o desligamento da sociedade por meio da simples alienação de suas ações.

Contudo, ainda segundo o autor, é fato que, não obstante a utilidade da experiência advinda do direito comparado nessa matéria, deve-se, contudo, avaliar a situação econômica real do país, bem como considerar um adequado funcionamento de suas instituições, que se nota, a seu ver, pelo grau alcançado de desenvolvimento no mercado de capitais, revelando-se, assim, alternativa para que, com exceção das companhias fechadas, os acionistas possam se desfazer de suas ações.

A respeito do tema faz-se necessário analisar desde primeiro código que tratou sobre o assunto no mundo, sendo este o Código de Comércio Italiano de 1882, onde previa no seu art. 158, a possibilidade de o acionista exercer o direito de recesso por meio de diversas hipóteses. Entretanto, há controvérsias a respeito deste artigo visto que este era interpretado como direito incontestável no tocante a delibe-

ração da maioria, porém seria anulável pelo estatuto originário, Ascarelli (1969, p. 399-400):

A jurisprudência italiana (interpretando o art. 158 do Cód. de Comércio de 1882) admitiu, às vezes, não poder, a maioria, derogar o direito de retirada, mas poder, o acionista, previamente renunciar a ele. Admitiu-se, conseqüentemente, que o direito de retirada não pode ser excluído por meio de uma modificação do estatuto, mas que o pode na própria constituição da sociedade, o que se dava, na Itália, com muita frequência. Admitiu-se até, na jurisprudência italiana, que o direito de retirada está implicitamente excluído quanto às modificações estatutárias previstas pelo estatuto. A despeito da divergência de Vivante (v. II, n. 517) foi essa a opinião, talvez, dominante.

Nesse período, diante da hipótese de fusão o direito de recesso era delegado aos diversos acionistas que estavam envolvidos no processo das diferentes sociedades. Já na incorporação, esse direito só era admitido àqueles que pertenciam à sociedade incorporada. Ainda nesta linha de raciocínio, também era possível que o direito de recesso fosse acionado no caso da reintegração ou aumento de capital. Havendo distinção de ambos pela doutrina, visto que no primeiro caso ocorre a redução inicial do capital social e posteriormente haveria uma nova versão de recursos, já na segunda situação surge uma nova contribuição por parte dos acionistas.

Além desses dois casos já citados, também era possível o direito de recesso perante a prorrogação do prazo de duração da sociedade e nos casos configurados como alteração do objeto social da companhia. No primeiro momento a decisão significava aumentar a responsabilidade do sócio ultrapassando o prazo determinado inicialmente. Na última hipótese, o fundamento utilizado era de que ninguém seria obrigado a contribuir com um investimento diferente do que o havia motivado.

Entretanto, com a entrada em vigor do Código Civil italiano de 1942, o direito de recesso sofreu significativas alterações. Nesse momento, apenas poderia ser exercido o direito quando a assembleia deliberasse sobre a mudança do objeto social da empresa, a transformação do tipo de sociedade e a transferência da sede para outro país. Sobre a codificação de 1942:

Se, por um lado, o Código Civil limitou, consideravelmente, o campo de aplicação do recesso, trouxe, por outro, o reconhecimento formal da natureza pública desse direito, ao fulminar, com a pena de nulidade, todo e qualquer pacto tendente a excluir ou a tornar mais oneroso o seu exercício.

Nessa mesma linha de raciocínio, o direito português com o art. 41, §3º da Lei 1901, reconhece o direito dos sócios de se retirar da companhia garantido o reembolso equivalente ao capital do último balanço aprovado pela assembleia. Tal lei foi inspirada no art. 158 do Código de Comércio da Itália, já mencionando anteriormente.

Com relação a outros países esse direito chega a inexistir como é o caso da França. Já na Alemanha, o art. 375 admite a possibilidade do recesso quando estiver diante da transformação da forma da sociedade nos casos em que a companhia compra uma parcela do capital do acionista, embora seja considerado por alguns como caráter indenitário e não um exercício do direito de recesso. Ademais, e como discorrem Berle e Means (1984), o art. 57 da *Akztiengesetz* veda a possibilidade da existência desse direito, pois o código determina que é proibido a devolução das contribuições dos sócios ao capital social.

Nos Estados Unidos é possível detectar este direito em inúmeras legislações estaduais permitindo a amplitude dele. Mas, é possível afirmar que nos casos de (a) fusão e incorporações, (b) venda de parcelas substanciais dos ativos da companhia e (c) nas alterações estatutárias, essas hipóteses estão presente em grande parte de tais legislações. A respeito do direito de recesso na cultura jurídica estadunidense, **Leães** (1980, p. 216):

Na grande maioria das legislações estaduais, limita-se o recesso às hipóteses de fusão e incorporação. É o caso da Lei de Delaware, que, como se sabe, disciplina a vida de mais de noventa por cento das companhias de mercado nos Estados Unidos (§ 262. *Payment for stock or membership of person objecting to merger or consolidation*). Cerca de metade das legislações estaduais acrescentam a esta hipótese a de recesso no caso de cessão ou permuta de todo ou parte do ativo da companhia, operada fora do curso regular dos negócios. É o caso das Lei de Nova Iorque, § 910. Em menor número, inscrevem-se as leis estaduais que acolhem o direito de recesso na hipótese de charter *amendment*, como é exemplo a Lei de Ohio (§ 1701.74). A *Texas Business Corporation Act* estende ainda o recesso às hipóteses de prorrogação (*extension*) ou novação (*revival*) do contrato social. Em contraposição, a Lei do West Virginia não contempla a hipótese de recesso na disciplina do anonimato. Consolidando essa prática multifária o *Model Business Corporation Act*, em seu § 80, disciplina os casos em que assiste ao acionista o direito de recesso, ou seja, nas fusões e incorporações e na venda ou troca de todo ou parte substancial do ativo da companhia.

Na Argentina este direito ocorre diante da hipótese de dissolução antecipada, transformação, incorporação, fusão ou cisão. Já no Uruguai, as situações que podem ser exercidas este direito se assemelham com a do Brasil, visto que a Lei acio-

nária prevê o direito de recesso no art. 363, diante da fusão, cisão, transformação, dissolução antecipada, transferência de domicílio para o Exterior e, por fim, mudança substancial do capital social.

3.5. Participação, fusão, cisão e incorporação.

O propósito de elaboração do presente tópico se pauta no objetivo de dissertar sobre aspectos pontuais relacionados às figuras jurídicas da incorporação, da fusão, da cisão e da participação, tendo as incorporações como principal forma de operação a ser analisada, principalmente no tocante aos prejuízos e vantagens relativos aos acionistas minoritários.

Inicialmente, Codorniz e Patella (2015), há que se pontuar que a concorrência acirrada verificada no mercado contemporâneo, a níveis nacional e internacional, que segue em direção à obtenção de melhorias nos resultados econômico-financeiros das empresas no dia a dia organizacional, têm ensejado a necessidade de estabelecimento de mudanças em empresas atuantes nos mais variados setores da economia brasileira.

Isso ocorre, conforme perspectiva pontuada por Cristal (2019), em função da internacionalização crescente observada na economia, bem como na alta competitividade e no aumento do fluxo de capitais. Assim, para o autor, são estes os fatores que forçam as empresas a ampliarem os seus investimentos e operações, de forma que possam acompanhar o avanço tecnológico, expandindo os seus negócios pelo mundo.

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, Brasil (1976):

Art.57. A pessoa jurídica que tiver parte ou todo o seu patrimônio absorvido em virtude de incorporação, fusão ou cisão deverá levantar balanço específico para esse fim, no qual os bens e direitos serão avaliados pelo valor contábil ou de mercado.

Segundo Rodrigues *et al* (2012), existem vários motivos para se promover uma reorganização societária. Dentre eles, os autores citam os seguintes: proteção de mercados com a redução da concorrência obtida por meio de processos de fusão, incorporação e aquisição de ativos; ampliação de mercados; garantia de fornecimento de mercadorias e de insumos; potencialização da capacidade competitiva de empresas menores no mercado diante de grandes empresas, dentre outros.

Ainda de acordo com os autores, as empresas vêm fazendo uso de tal ferramenta também com o objetivo de compensar prejuízos fiscais. Tal intento é obtido por meio da substituição das operações relacionadas à aquisição de participação societária por métodos como a fusão, cisão e incorporação, resultando, com isso, na dispensa de incidência da tributação – como no caso da aquisição de participação societária, que é de 15% de Imposto de Renda sobre os ganhos decorrentes da venda, Rodrigues *et al* (2012).

Trata-se, portanto, consoante lição que fora pontuada por Magro e Teló (2011), de decisão tomada quando se tem o intuito de realizar um planejamento tributário que possa melhorar a postura da empresa no mercado e garantir a sua sobrevivência.

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. Com isso, como explica Rodrigues *et al* (2012), 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, Brasil (1976):

§ 1º A assembleia-geral de cada companhia, se aprovar o protocolo de fusão, deverá nomear os peritos que avaliarão os patrimônios líquidos das demais sociedades.

§ 2º Apresentados os laudos, os administradores convocarão os sócios ou acionistas das sociedades para uma assembleia-geral, que deles tomará conhecimento e resolverá sobre a constituição definitiva da nova sociedade, vedado aos sócios ou acionistas votar o laudo de avaliação do patrimônio líquido da sociedade de que fazem parte.

§ 3º Constituída a nova companhia, incumbirá aos primeiros administradores promover o arquivamento e a publicação dos atos da fusão.

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).

Por tal perspectiva, é possível contemplar a existência de duas espécies distintas de cisão, quais sejam, a cisão total, com a transferência de todo o patrimônio da empresa cindida para outra, hipótese em que a primeira se extinguirá; e a cisão parcial, assim compreendida quando apenas parte do patrimônio de uma sociedade é transferida a outra. Neste caso em especial, o que se tem é que as sociedades que absorveram as parcelas do patrimônio da empresa cindida a sucederão nos direitos e obrigações que estiverem relacionados no ato da cisão, segundo 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*, Silva *et al.*, (2004, p. 10):

Em uma operação normal de compra e venda incide a tributação de 15% de Imposto de Renda sobre o ganho de capital apurado com a venda da empresa. Já na operação de incorporação tal tributação pode ser reduzida ou até mesmo eliminada através do planejamento tributário, o que torna a operação bastante atrativa às empresas.

Seja, porém, qual for o método utilizado, o fato é que, conforme Carvalhosa, 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.

Há que se ressaltar, ainda, que a incorporação também deve ser concebida como sendo um negócio plurilateral, tal como revelado em relação à fusão. A diferença que se estabelece entre as duas é que, enquanto na incorporação uma das empresas deixa de existir – ou seja, ela é extinta, sendo o seu patrimônio agregado ao da outra, na fusão isso não ocorre.

Para Carvalhosa, na incorporação, pretende-se a realocação de recursos empresariais e patrimoniais, afetando, deste modo, a personalidade jurídica de apenas uma delas. Neste tipo de reestruturação societária, ocorre uma sucessão a título universal, abrangendo todos os direitos, responsabilidades e obrigações dantes que são assumidos pela sociedade incorporada por parte da incorporadora.

Na aquisição de ativos líquidos, os procedimentos estabelecidos apontam para a manutenção das empresas combinadas como sociedades que, a seu turno, estão legalmente separadas. Ou seja, existe apenas a relação de participação acionária, como atenta Borba (2015).

Nesse tipo de reestruturação societária, ainda com base em Borba (2015), não se faz menção tão somente à aquisição de negócios; antes, a análise se pauta na combinação de ações entre a investidora e a investida, que é operado a partir da transferência das antigas ações da investidora para a entidade emissora, hipótese na qual se aplica o método *pooling*, ou, ainda, pela compra em instrumentos de crédito ou por moeda corrente do controle acionário da sociedade investida, com o uso do método *purchase*.

Em casos como os que foram aqui narrados, se torna necessário a elaboração de demonstrações consolidadas, reconhecendo-se a transação que fora efetivada na conta de Investimentos, evidenciando-a, também, no balanço patrimonial da investidora, Borba (2015).

Os procedimentos estabelecidos para a efetivação de uma combinação de negócios na forma de fusão, de incorporação e de cisão são bastante semelhantes, experimentando diferenciação entre si tão somente em alguns procedimentos específicos determinados pela lei (no caso, a Lei das Sociedades Anônimas – Lei

nº 6.404/1976). Sendo assim, o que se tem é que o processo de uma combinação de negócios é realizado por meio da observância de quatro etapas diferentes, quais sejam, as de Protocolo, de Justificação, de Avaliação e de Averbação.

A primeira etapa do procedimento de incorporação, qual seja, a de Protocolo, deve ser conduzida com a elaboração de um documento que deverá conter obrigatoriamente os requisitos elencados no art. 224 da Lei das Sociedades Anônimas, que são os seguintes, Brasil (1976):

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.

Parágrafo único. Os valores sujeitos a determinação serão indicados por estimativa.

Trata-se, pois, do documento inicial das negociações, devendo nele estar descritos aspectos pontuais e detalhados referentes ao plano estabelecido, servindo como apresentação para os acionistas na forma de um protocolo de intenções, a luz do entendimento de Rodrigues *et al* (2012).

A Justificação é a segunda etapa do processo de combinação de negócios por meio de fusão, incorporação e cisão, devendo ser apresentada juntamente com o Protocolo. Consiste, de acordo com Rodrigues et al (2012)., em uma peça complementar ao protocolo e de cunho informativo, cujos requisitos mínimos estão inseridos no artigo 225 da Lei das Sociedades Anônimas, que assim dispõe, Brasil (1976):

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.

De acordo com Borba (2012), somente serão pagos os valores previstos no inciso IV desse artigo aos dissidentes quando for efetivada a operação. Ou seja, somente quando a assembleia aprovar a operação anunciada será devido o reembolso.

A próxima etapa, dantes denominada de Formação de Capital, consiste na avaliação feita por peritos dos valores atribuídos ao patrimônio ou patrimônios líquidos para a formação do capital social. É etapa, portanto, que antecede a efetivação da fusão, cisão ou incorporação, conforme disposto no art. 226 da Lei das Sociedades Anônimas, adiante transcrito, Brasil (1976):

Art. 226 As operações de incorporação, fusão e cisão somente poderão ser efetivadas nas condições aprovadas se os peritos nomeados determinarem que o valor do patrimônio ou patrimônios líquidos a serem vertidos para a formação de capital social é, ao menos, igual ao montante do capital a realizar.

§ 1º As ações ou quotas do capital da sociedade a ser incorporada que forem de propriedade da companhia incorporadora poderão, conforme dispuser o protocolo de incorporação, ser extintas, ou substituídas

por ações em tesouraria da incorporadora, até o limite dos lucros acumulados e reservas, exceto a legal.

§ 2º O disposto no § 1º aplicar-se-á aos casos de fusão, quando uma das sociedades fundidas for proprietária de ações ou quotas de outra, e de cisão com incorporação, quando a companhia que incorporar parcela do patrimônio da cindida for proprietária de ações ou quotas do capital desta.

Conforme Rodrigues et al. (2012), a avaliação que é feita pelos peritos tem por objetivo verificar se o valor do patrimônio a ingressar na sociedade reorganizada possui realmente o valor apontado nas estimativas iniciais. Trata-se, conforme os autores, de medida tomada para proteger os acionistas contra estimativas enganosas que possam vir a prejudicá-los.

A etapa final desse procedimento é a de Averbação, e consiste na informação que será prestada nos registros públicos competentes acerca da ocorrência da sucessão na empresa, seguindo, assim, os termos definidos no artigo 234 da Lei das Sociedades Anônimas, Brasil (1976). As etapas da aquisição de ativos, de acordo com ensinamentos pontuados por Borba (2015) em sua obra, são semelhantes às de uma combinação de negócios. Contudo, existem alguns elementos que diferenciam um de outro tipo de transação.

A combinação de negócios contempla os casos nos quais é conferido ao adquirente o controle do negócio. Com isso, segundo o autor, é a ele conferido o poder de governo tanto sobre a política operacional como financeira da entidade, usufruindo de benefícios advindos desta atuação.

Ainda segundo pontuado pelo autor sob comentário, na perspectiva do negócio, deve-se fazer prevalecer a integração de ativos e de atividades capazes de serem conduzidas e gerenciadas para gerar retorno, obtido para os investidores na forma de redução de custos, dividendos ou outros benefícios econômicos, Borba (2015).

De acordo com o disposto no bojo do Pronunciamento Técnico CPC 15 (R1), a definição que se tem estabelecida para o que seja um negócio é a seguinte, CPC (2011):

Um negócio consiste em inputs e processos (os processos são aplicados aos inputs) os quais têm a capacidade de gerar outputs. Apesar de todos os negócios gerarem outputs, este último elemento não é ne-

cessário para que um conjunto integrado de atividades e ativos se qualifique como um negócio.

Verifique-se que, do conceito dado pelo CPC 15 (R1) ao negócio, é possível destacar três elementos identificadores do negócio: os *inputs*, os processos e os *outputs*.

Os *inputs*, conforme redação do item “a” do ponto B7 do CPC 15 (R1), referem-se a qualquer recurso econômico que tem a capacidade de gerar ou que gera efetivamente *outputs* quando se aplicam um ou mais processos sobre eles. Como exemplos, a norma cita os seguintes: ativos não circulantes, inclusive direitos ao uso de ativos não correntes e ativos intangíveis; direitos sobre ou a capacidade de obter acesso aos direitos, materiais e empregados; e propriedade intelectual.

Os processos, por sua vez, a teor do item “b” do ponto B7 do CPC 15 (R1), contemplam qualquer padrão, sistema, convenção, protocolo ou regra que, ao ser aplicado sobre *inputs*, têm a capacidade de gerar ou geram efetivamente *outputs*. Os exemplos apresentados pela norma são os processos operacionais, de gestão estratégica e de gestão de recursos, CPC (2011).

Tais processos, conferido texto conferido pela norma sob análise, geralmente são documentados. Contudo, uma força-tarefa organizada, com conhecimento e experiência necessários para seguir convenções e regras, pode vir a gerar os processos necessários, tendo capacidade de aplicá-los aos *inputs* para que *outputs* sejam gerados. Dispõem ainda a redação dada ao item “b” do ponto B7 do CPC 15 (R1) que termos como contabilidade, faturamento, folha de pagamento e outros sistemas administrativos geralmente não se configuram como processos que são utilizados para a criação e recursos de saída – ou seja, de *outputs*, CPC (2011).

Os *outputs* são o produto dos processos e dos *inputs* aplicados aos recursos, que têm a capacidade de gerar ou que gera efetivamente aos investidores ou aos outros membros, proprietários ou participantes retornos na forma de redução de custos, dividendos ou de outros benefícios econômicos.

Os dispositivos do CPC 15 (R1) não se aplicam a determinados casos, como os seguintes, CPC (2011):

em se tratando de empreendimentos controlados em conjunto (joint Ventures), que se sujeitam às regras contidas no Pronunciamento Técnico CPC 19 Investimento em Empreendimento Conjunto;

nos casos de aquisição de ativos ou de grupo de ativos que não constituam negócio na forma do CPC 15 (R1). Nesses casos, conforme o autor, deve o adquirente identificar e reconhecer os ativos identificáveis que foram adquiridos individualmente, abrangendo inclusive os que atendam a definição de ativo intangível, bem como o critério estabelecido pelo Pronunciamento Técnico CPC 04 Ativo Intangível para o seu reconhecimento, além dos passivos que forem assumidos. Deve-se alocar o custo de aquisição aos ativos e passivos que o compõem a partir de seus respectivos valores justos na data da compra;

em combinação de negócios ou entidades que estejam sob controle comum.

Em contrapartida, sustenta ainda o mencionado autor que os critérios contábeis estabelecidos no CPC 15 (R1) devem ser adotados em operações que envolvam a aquisição de controle de acervos líquidos, a compra de controle de participações societárias, e operações de incorporação e fusão. Aplicam-se, ainda, aos seguintes casos, CPC (2011):

identificação e mensuração de ativos identificáveis que forem adquiridos, bem como dos passivos assumidos e de participações societárias na adquirida de não controladores;

identificação e mensuração do goodwill, ou seja, do ágio por expectativa de rentabilidade futura, anteriormente denominado deságio, referente à combinação de negócios ou ao ganho que for proveniente de compra vantajosa;

determinação de quais informações serão divulgadas para tornar possível aos usuários das informações contábeis uma avaliação sobre a natureza e os efeitos financeiros advindos da combinação de negócios.

Tem-se, desse modo, que o CPC 15 (R1), que trata sobre combinação de negócios, não se aplica a toda aquisição de entidade, já que a aquisição de ativos ou de grupo de ativos, para se apresentar como elegível a sua aplicação, deve se enquadrar no conceito de negócio disposto no referido pronunciamento técnico.

Por todo o exposto, é possível afirmar, portanto, a partir do que fora aqui apresentado, que nem toda aquisição feita por uma entidade pode ser tida como um negócio, o que separa a aquisição de ativos pura e simples de uma combinação de negócios, como discorre Carvalhosa (2005). Tomando-se, ainda, a análise

técnica do CPC 15 (R1), tem-se, ainda, que, enquanto na combinação de negócios existe o *goodwill*, na aquisição de ativos ele não se faz presente, revelando-se este como mais um elemento definidor da combinação de negócios, que a separa de uma aquisição de ativos.

São estas, pois, as tratativas conferidas no direito brasileiro à incorporação, fusão, cisão e participação, tendo sido mencionados, ainda, aspectos relativos à combinação de negócios, que é uma forma, assim como as demais, de reestruturar a sociedade já estabelecida.

Como forma de introduzir as considerações a serem pontuadas no capítulo seguinte, deve-se ter em mente que o regime legal atualmente estabelecido para reger o direito de retirada dos sócios é cogente, não havendo, pois, possibilidade de ampliação ou restrição, quer pelo estatuto, quer por assembleia geral. Sendo assim, qualquer cláusula estatutária ou, ainda, deliberação assemblear que suprima ou restrinja tal direito, ou, ainda, que torne o seu exercício mais gravoso, deve ser considerada nula de pleno direito – com exceção tão somente da hipótese que se encontra prevista no inciso II do art. 137 da Lei das Sociedades Anônimas – qual seja, da ocorrência de incorporação, fusão ou participação em grupo de sociedades, quando se estiver diante de ações com dispersão e liquidez no mercado.

Diante dos apontamentos que foram aqui introduzidos, será o subcapítulo seguinte destinado a analisar pontualmente aspectos relacionados aos direitos dos sócios, dentre eles, o direito de recesso, realizando, sobre tal apontamento, uma análise à luz dos direitos do acionista minoritário.

4. O DIREITO DE RECESSO COMO MEDIDA DE PROTEÇÃO AO ACIONISTA MINORITÁRIO

A estruturação do direito empresarial no Brasil, passa a adotar a partir do Código Civil de 2002, instituído pela Lei nº 10.406, de 2002, Brasil (2002), a teoria da empresa em substituição à teoria dos atos de comércio.

Desse modo, a terminologia que passou a ser utilizada a partir de então não mais comportava o uso das expressões comerciante e ato de comércio, que foram substituídas respectivamente pelas expressões empresário e empresa. Assim, em sua redação original o referido *codex* previa, apenas, a figura de 2 (dois) institutos:

o empresário, regulado a partir do artigo 966, e a sociedade, disciplinada a partir do artigo 981, Brasil (2002).

Empresário, segundo redação do *caput* do artigo 966 do Código Civil (2002), é “(...) quem exerce profissionalmente atividade econômica organizada para a produção ou a circulação de bens ou de serviços”. Em contraposição à definição positiva de empresário, estatuída nesse dispositivo legal, tem-se a norma contida no parágrafo único desse artigo, que dispõe que, Brasil (2002):

Art. 966. (...)

Parágrafo único. Não se considera empresário quem exerce profissão intelectual, de natureza científica, literária ou artística, ainda com o concurso de auxiliares ou colaboradores, salvo se o exercício da profissão constituir elemento de empresa.

A analisar o conceito legal que se encontra inserido no dispositivo que fora acima transcrito, é possível identificar a presença dos seguintes elementos, que são considerados por ele como sendo indispensáveis à caracterização do empresário:

- a) Quem exerce profissionalmente: Conforme o mencionado autor, Teixeira (2016), só será empresário aquele que exercer determinada atividade econômica de forma profissional. Em outras palavras, o exercício da atividade deverá ser a profissão habitual do exercente, motivo pelo qual pode-se entender que aquele que exerce determinada atividade econômica de forma esporádica não será considerado empresário, não sendo possível, por isto, abrangê-lo pelo regime jurídico empresarial;
- b) Atividade econômica: A atividade deve ser exercida com intuito de lucro – ou seja, a onerosidade é característica intrínseca das relações empresariais, Teixeira (2016);
- c) Organizada: O empresário, ainda segundo Teixeira (2016), é aquele que articula os fatores de produção, que são o capital, a mão de obra, os insumos e a tecnologia; e
- d) Produção ou a circulação de bens ou de serviços: Por essa expressão, tem-se claramente que nenhuma atividade econômica está excluída, a

princípio, do âmbito de incidência do direito empresarial, Teixeira (2016).

O empresário é responsável pela "(...) prestação de um trabalho autônomo de caráter organizador", como aponta o doutrinador Ramos (2016, p. 75), sendo esse fator, em conjunto com a assunção dos riscos do empreendimento, o que justifica a possibilidade de ele auferir lucro.

Ainda sobre o empresário, dispõe o Código Civil, em seu artigo 967, sobre a obrigatoriedade da sua inscrição no Registro Público de Empresas Mercantis da respectiva sede, antes do início de sua atividade. Os habilitados ao exercício da atividade de empresário são aqueles que estiverem em pleno gozo da capacidade civil e não forem legalmente impedidos (artigo 972 do Código Civil), Brasil (2002).

A constituição do nome empresarial se dá sob firma formada pelo nome do empresário, completo ou abreviado, aditando-lhe, se quiser, designação mais precisa da sua pessoa ou do gênero de atividade. A única ressalva existente é que nome de empresário se distinga de qualquer outro já inscrito no mesmo registro, sendo necessário, em caso de nome idêntico ao de outros já inscritos, o acréscimo de designação que faça tal distinção. Inteligência dos arts 1.156 e 1.163 do Código Civil, Brasil (2002).

A sociedade, ao revés, é constituída por pessoas que reciprocamente se obrigam a contribuir, com bens ou serviços, para o exercício de atividade econômica e a partilha, entre si, dos resultados, podendo a atividade restringir-se à realização de um ou mais negócios determinados. É o conceito legal do instituto, disposto no art. 981 do Código Civil, Brasil (2002).

As sociedades se subdividem em empresárias, assim tidas as que tem por objeto o exercício de atividade própria de empresário sujeito a registro; e, simples, as demais, sendo certo que, independentemente de seu objeto, considera-se empresária a sociedade por ações; e, simples, a cooperativa. Redação do artigo 982 do Código Civil, Brasil (2002). Ao contrário do empresário, a sociedade possui várias regras quanto à formação do nome empresarial, contidas a partir do art. 1.157 do Código Civil, diferindo entre os tipos societários, podendo ser sob a forma de firma ou denominação.

Para esse estudo, interessa tão somente a sociedade anônima, tendo em vista que é em seu bojo que a análise pretendida será realizada.

Em relação à sociedade anônima, trata-se de um tipo societário que, como restou demonstrado, será sempre empresária. Desse modo, não é possível constituir uma sociedade anônima sob a base de uma sociedade simples, devendo o seu objeto ser, sempre, empresarial.

Outro aspecto de importante relevância sobre a sociedade anônima é que ela é institucional – ou seja, não é dotada de natureza contratual, ao contrário do que ocorre com a sociedade limitada. Sendo assim, seu ato constitutivo será o estatuto social, sobre o qual não incidirão os princípios contratuais, mas, sim, as regras inseridas no bojo da Lei nº 6404/1976. É, pois, a partir destas considerações que se analisará, no presente capítulo, o direito de recesso como forma de se proteger os interesses do acionista minoritário.

Conforme já exposto, o direito de recesso é uma proteção conferida ao acionista minoritário, consistente no direito de se retirar da sociedade quando o acionista discordar de deliberação, referentes a certos assuntos, ocorridas nas assembleias gerais. Importante salientarmos que essa proteção conferida ao acionista minoritário pela Lei 6.404/1976, elenca de forma objetiva quais situações ensejarão sua aplicação.

Essa proteção, garantida em casos específicos e previstos na Lei acima mencionada, qual seja, a Lei das Sociedades Anônimas, possibilita em tais casos, a possibilidade de o investidor refazer sua aplicação no mercado de capitais, mas somente nas hipóteses previstas. As hipóteses previstas na Lei, garante às empresas que nem todas as modificações ocorridas nas assembleias ensejam o direito de recesso, pois inviabilizaria a própria existência do mercado acionário.

Neste capítulo trataremos do direito de recesso como norma de proteção aos acionistas minoritários, em especial no tocante as operações de incorporação, ocorridas nas sociedades anônimas, já que é uma situação que afeta os investimentos, tendo em vista que pode obrigar o acionista minoritário a integrar uma companhia diferente daquela que a princípio adquiriu as ações.

4.1. O acionista minoritário na lei nº 6.404/1976

Para introduzir a abordagem dos direitos inerentes aos acionistas minoritários, imprescindível entender o que sejam, agora que já se compreende a natureza do poder de controle nas sociedades anônimas. Nessa toada, como salienta

Salomão Filho (2019), a noção de minoria não é meramente quantitativa, mas se estabelece por força de uma relação quantitativa de poder, que não se vincula, necessariamente, ao número de pessoas ou de ações votantes.

Sob tal perspectiva, Salomão Filho (2019) apresenta a maioria como o grupo exercente do poder controlador, entendido como aquele que, de fato, controla e dirige a sociedade, ao passo que a minoria se compreende como o grupo que, por diversas razões possíveis, está afastado do poder dentro da sociedade. Embora os controladores possam, em muitos casos, derivar seu poder de uma superioridade quantitativa no quadro acionário, noutros, como se viu no tópico anterior, isso não ocorre. Daí porque é preferível o emprego do vocábulo controlador em vez do termo maioria, a fim de evitar confusões de entendimento sobre a matéria.

Requião (2015), por sua vez, pontifica que os acionistas podem ser classificados em acionistas empresários, cuja principal preocupação é a obtenção do poder de controle da sociedade anônima, a fim de dirigir seus negócios e influir na gestão social; acionistas especuladores, os quais, assíduos nas bolsas de valores, operam onerosamente com as baixas e altas dos papéis que detêm; e acionistas rendeiros, os quais têm por objetivo precípuo o auferimento de dividendos com as ações adquiridas, não se importando em geral com a empresa.

Contudo, a proteção aos acionistas minoritários, de modo geral, é conferida a todos que nessa condição se encontrem, independentemente da motivação de sua presença no corpo societário. Nesses termos, ensina o comercialista Bulgarelli (2001, p. 33):

Minoria é afinal uma posição – eventual ou não – que o acionista atravessa; pode-se dizer que o acionista não é minoria, mas está em minoria. Situação, ademais, que pode ser eventual, pois que ele pode – por aquisição de novas ações, por acordo de votos ou mesmo por pressão contratual (fornecimentos, financiamentos etc.) tornar-se maioria ou dela participar. Protege-se assim aquele acionista que se encontra em tal posição contra os possíveis e eventuais abusos da maioria.

A proteção às minorias destina-se, portanto, à manutenção do equilíbrio na vida societária, sem o qual o cumprimento de seus objetivos e de sua função social restarão prejudicados. Para tanto, a minoria deve ser guarnecida juridicamente contra os possíveis abusos da maioria, os quais, são noticiados com profusão no universo empresarial brasileiro. Como exemplos de tais desmesuras, o autor elenca as manobras de grupos societários em favor de suas inúmeras empresas, pre-

judicando várias delas, a fim de viabilizar operações de fusão e incorporação que lhes sejam interessantes, donde decorre que, Bulgarelli (2001, p. 43):

Não pode, portanto, a minoria ficar a mercê da maioria. Daí porque alguns limites são opostos aos poderes da maioria, sem, entretanto, reitere-se, romper o princípio majoritário que é fundamental nas sociedades de capital (hoje, estendendo-se até as sociedades de pessoas). Contudo, há que se estabelecer limites ao poder da maioria a fim de preservar os direitos fundamentais da minoria, criando-se o necessário equilíbrio.

Amendolara (2013), atenta para a divergência existente no seio da doutrina pátria acerca da inclusão dos acionistas preferencialistas no conceito de minoria, uma vez que, em princípio, seu traçado semântico albergaria apenas os membros do corpo societários capazes, ainda que potencialmente, de influir na formação de sua vontade. Todavia, assim como o autor epigrafoado, o presente trabalho adota a definição ampla de minoria, também a contemplar os preferencialistas, na esteira do que dispõe a Instrução nº 361/02 da Comissão de Valores Mobiliários, em seu art. 3º, inciso. I.

A proteção jurídica das minorias nas sociedades anônimas fundamenta-se, como já se adiantou, nas disparidades inerentes às relações de poder existentes no cerne das sociedades anônimas e na constatação fática da existência de abusos por parte dos grupos dos controladores.

Assim, de um lado, tendo em vista a proteção mínima dos interesses dos minoritários diante das desmesuras verificadas no exercício do poder de controle, e, de outro, ante a função social da sociedade anônima e a imprescindibilidade da criação de um ambiente de confiança e segurança jurídica para os indivíduos ou grupos que nela queiram investir seus capitais, a salvaguarda das minorias ostenta dupla função, individual e institucional, atrelada à propriedade privada e aos objetivos de desenvolvimento econômico perseguidos pela vontade estatal. Cabe, pois, recorrer ao magistério de Bulgarelli (2001, p. 25):

Portanto, a proteção à minoria não se deve a ela mesma, mas à violação de seus direitos pela maioria. Todos os acionistas, em princípio, são iguais e têm os mesmos direitos. Maioria e minoria contribuem para a formação da vontade social; de uma só vontade jurídica. Não se conceberia, assim, um direito do grupo minoritário, sobrepondo-se à maioria ou vice-versa. Na prática, como a maioria abusa do seu poder, tem-se então a necessidade de tutelar a minoria.

Salomão Filho (2019) distingue os direitos dos acionistas, *lato sensu*, dos direitos da minoria, ambos, no entanto, integrantes do microsistema de proteção jurídica dos acionistas minoritários. Quanto aos direitos da minoria, em sentido estrito, correspondem às hipóteses em que o princípio majoritário é posto em suspenso, criando, mercê de disposição legislativa, situações em que a vontade minoritária há de ser observada. Deste modo, tem-se que a minoria é protegida tanto por preceitos destinados especificamente a ela, parametrizados por percentuais sobre o capital social, como pelos direitos individuais dos acionistas.

Sobre estes últimos, salienta Bulgarelli (2001, p. 46):

Inegavelmente, a construção dos chamados direitos essenciais dos acionistas decorreu da necessidade de se opor um limite ao poder quase absoluto das Assembleias, exercido pelas maiorias, entendendo-se que não obstante indispensável o princípio majoritário para a formação da vontade social, não poderia ir até o ponto de frustrar o “status” do acionista. Impregnada de forte cunho individualista, visou preservar certa liberdade à minoria e, conquanto esta esteja em geral sujeita às decisões da maioria, subtraiu-se uma parcela do seu poder, compreendendo certos direitos, por isso, ditos intangíveis. São, portanto, direitos que correspondem aos acionistas por sua própria condição e que são insuscetíveis de serem alterados pela Assembleia Geral ou pela Administração.

A Lei nº 6.404/1976 intitulou os direitos individuais retromencionados de direitos essenciais dos acionistas, os quais não podem ser suprimidos nem pelo estatuto, nem pela assembleia, estabilizando, por essa razão, as relações de poder em determinado grau. Conforme comenta Coelho (2019), os direitos essenciais fixam os limites das relações de poder entre controlador e minoritários, delimitando até onde o poder daquele pode crescer e impedindo que determinadas posições destes últimos possam ser subtraídas por abusos advindos da outra banda.

4.2 Direitos essenciais do acionista minoritário

Com intuito de assegurar proteção jurídica a figura do acionista, o ordenamento pátrio contempla um conjunto de direitos fixados, com o intuito de disciplinar a atuação acionária na estrutura das sociedades anônimas. Estes direitos são sistematizados a partir da divisão entre os direitos essenciais e modificáveis. Tal classificação tomou proporções sólidas com o advento da Lei nº 6.404 de 1976, tendo em vista que esta modalidade de sociedade empresarial pode ser composta por um colegiado numeroso de acionistas, principalmente, de acionista minoritários, o que de-

manda a elaboração de instrumentos legais que garantam o equilíbrio entre estes diferentes sujeitos, Oliveira (1997, p. 142-143):

O equilíbrio entre acionistas presume deles a permanente conduta de boa-fé. A destruição do equilíbrio pelo acionista minoritário ocorrerá quando a invocação de seus direitos específicos importar em obtenção de vantagem maior do que anormalmente sua participação societária permitiria, com imediatas desvantagens para a sociedade. ou, pelo ângulo de direitos instrumentais, havendo automático prejuízo do direito reflexo do controlador, impedindo-o de desenvolver em toda a extensão e quando autorizado a tanto, o poder-dever que o caracteriza.

Os direitos essenciais são aqueles conferidos em caráter obrigatório a todos os acionistas, como é o caso da participação nos lucros da sociedade anônima e de seus respectivos ativos, o poder de fiscalização – junto ao conselho fiscal, e, por fim, o direito de recesso. Os direitos modificáveis, são aqueles elencados pelo próprio regimento interno ou pelo seu estatuto, devendo manter a observância aos limites estipulados pelo ordenamento jurídico vigente.

Segundo Morettin (2006), essa logística de proporcionalidade, o acionista pode ostentar direitos de gestão e econômicos. Entende-se por direitos de gestão o voto e o de obter informação sobre as questões internas da empresa, incluindo aqui questões inerentes a contabilidade, gestão de recursos, pautas de reuniões do conselho e outras demandas. É importante ressaltar que o direito à informação está diretamente associado ao direito de voto, pois, é através do acesso à informação que o acionista pode fundamentar seu voto, ao que na sua ótica, vai repercutir positivamente no empreendimento em que investe.

No tocante aos direitos de gestão, é possível pontuar o direito de subscrever os dividendos – nos termos em que a sociedade anônima permitir, de na hipótese de dissolução da empresa, receber parte do valor de venda, e por fim, o direito de alienar plenamente suas ações por meio das instituições e mecanismos do mercado financeiro – podendo esta prerrogativa, excepcionalmente, sofrer restrições pelo regulamento interno da empresa, para evitar uma massiva saída de capital.

Como é possível se extrair da própria nomenclatura, a principal distinção entre os direitos essenciais e os modificáveis é a possibilidade ou não de promover alterações que flexibilize suas finalidades. Neste sentido, sobre a possibilidade de mitigar, cabem alguns apontamentos destacado por Ascarelli (2005, p. 408):

a) direitos individuais: aplicam-se a qualquer acionista, independentemente do percentual de ações que detenha. São prerrogativas que cabem aos acionistas na qualidade de sócios, sem qualquer distinção quanto à sua posição eventual de controladores ou de minoritários. São direitos "imutáveis que resultam de lei. São exercitáveis individual e independentemente do número de ações possuídas pelo acionista, no capital social". São inerentes à própria essência do contrato de sociedade e, portanto, intangíveis.⁹ Não constituem apenas os constantes do art. 109, como outros contidos no texto da Lei n. O 6.404/76, como já tivemos a oportunidade de comentar, inseridos nos arts. 22, 26, 36, 125, 130, 157, 159, 171 e 206; b) direitos da minoria: que não se confundem com os direitos individuais, embora como estes, sejam inderrogáveis, intangíveis, irrenunciáveis e imutáveis, também objeto de nossas considerações; c) direitos próprios de classes de acionistas: são os reservados aos titulares de ações preferenciais ou de classes diversas de ações ordinárias. Esses direitos específicos não podem ser modificados, a não ser com o assentimento dos titulares dos mesmos (arts. 16, 136 e 137).

A análise da classificação geral dos direitos dos acionistas possui a finalidade de introduzir o tema que encabeça este tópico, tendo em vista que são os direitos essenciais que recaem sobre o acionista minoritário, figura central na construção do presente trabalho. No que diz respeito aos direitos essenciais, antes mesmo de entrar no mérito de sua análise conceitual, é de suma relevância destacar o caráter de ordem pública ao qual tais direitos se investem, como atenta Ruggiero (1957, p. 64):

O Estado edita cada vez mais leis imperativas ou de ordem pública nas relações de direito privado, para proteger os mais fracos ou carentes em todas as áreas do direito privado. Para os defensores da tese publicista, onde há lei imperativa existe direito público. Mas o que existe, na verdade, é a socialização do direito privado, cuja primazia subsiste, porque o grupo, o Estado não é um fim em si, mas um meio ou instrumento para que os particulares possam manter suas relações jurídicas. Por isso o direito público não pode pretender substituir o direito privado.

A atribuição dos direitos essenciais como sendo matéria de ordem pública, representa para o acionista minoritário uma medida protetiva, sobretudo, por reforçar a sua essência imutável. Dito isto, esse conjunto de prerrogativas se tornam inderrogáveis e intangíveis, o que fundamenta sua aplicação a todo o corpo de acionista de uma sociedade anônima, como indica Coelho (2011).

Genericamente, as expressões intangível e inderrogável dizem respeito, respectivamente a algo que não pode ser alcançado ou questionado, o que remonta a imutabilidade presente neste rol de direitos. O caráter imutável que opera sobre os direitos essenciais também é um tópico relevante a ser abarcado, principalmente, por se estender ao estatuto que disciplina internamente a sociedade

anônima e as decisões proferidas pelo colegiado de sua assembleia, não podendo assim, mitigar os direitos garantidos por lei aos acionistas.

Neste sentido, os direitos essenciais do acionista são organizados dentro da seguinte lógica: (a) direito de participação nos lucros, (b) direito de preferência na subscrição de valores mobiliários, (c) direito de participar da divisão patrimonial da sociedade no caso de liquidação, (d) direito de fiscalização da gestão dos negócios, e, por fim, o (e) direito de recesso.

O (a) direito de participação dos lucros se posiciona como uma das prerrogativas basilares da dinâmica da sociedade acionária, por se tratar de uma sociedade empresarial que visa lucro. Outro ponto importante é que quando o acionista adquire as ações de uma determinada empresa, ele está fazendo um investimento com a finalidade de receber parte dos lucros obtidos pela atividade – na maioria dos casos, os dividendos.

Sobre o (b) direito de preferência na subscrição de valores mobiliários, Eizirk (2015) destaca que o ponto central deste item é a garantia do equilíbrio societário. Esta medida foi criada para evitar que a alienação das ações seja feita com o intuito de manipular a participação ou diluir a composição acionária da empresa. Portanto, a medida visa assegurar um direito de preferência de que as ações serão ofertadas primeiramente aos acionistas já vinculados aquela instituição.

Ainda a respeito dos direitos essenciais, o (c) direito de participar da divisão patrimonial da sociedade no caso de liquidação, trata-se, das prerrogativas asseguradas aos acionistas na hipótese de haver liquidação do patrimônio vinculado a empresa. Por força desta obrigação de incluir os acionistas no rateio dos recursos líquidos, a legislação pátria protege os mesmos, inclusive, de eventuais prejuízos.

O (d) direito de fiscalização da gestão dos negócios é uma ferramenta de suma importância para a atuação dos acionistas dentro da dinâmica do empreendimento, pois, é através desta atividade de controle que o acionista, sobretudo, o minoritário, tem acesso aos balanços e outros documentos que atestam os níveis de eficiência e lucratividade da sociedade anônima. Por este motivo, é por intermédio deste direito que o acionista minoritário se certifica se seus direitos estão assegurados.

4.3. Hipóteses legais de Direito de Recesso na Lei das Sociedades Anônimas

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. 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, Pedreira (2009, p. 329-330):

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 os valores de reembolso aos acionistas dissidentes.

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. Nesse sentido, também aduz Eizirik (2015, p. 207):

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.

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.

4.4. Limitações Legais ao Direito de Recesso

Como já retratado no tópico anterior, o direito de recesso é a garantia ao acionista minoritário de se retirar do quadro social de uma companhia e ter o reembolso do valor de suas ações que será fixado de acordo com os critérios dispostos na lei ou no estatuto da companhia. Entretanto, não é possível a retirada a qualquer momento, devendo ser respeitada as limitações que a lei exige para incidência deste direito.

Nos casos que diz respeito à companhia fechada, a venda das ações é muito mais difícil e por esse motivo deve-se dar ao direito de recesso ainda mais importância. Por sua vez, diante da companhia aberta também é possível que os acionistas não consigam alienar suas ações tendo em vista que estas precisam estar de acordo com os limites impostos na Lei das Sociedades Anônimas, Brasil (1976):

Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle. §2º A Comissão de Valores Mobiliários autorizará a alienação de controle de que trata o caput, desde que verificado que as condições da oferta pública atendem aos requisitos legais. §3º Compete à Comissão de Valores Mobiliários estabelecer normas a serem observadas na oferta pública de que trata o caput.

Nesse sentido, 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 (2011), trata-se de uma vedação ao direi-

to de recesso como forma de resguardar a companhia, já que se isso fosse permitido nessas situações o acionista teria facilidade para alienar suas ações. Sobre a liquidez, Ross, Westerfield e Jordam (1998, p. 40):

A liquidez, na verdade, possui duas dimensões: facilidade de conversão versus perda de valor. Qualquer ativo pode ser convertido rapidamente em dinheiro desde que se reduza o preço suficientemente. Um ativo líquido, portanto, é o que pode ser vendido rapidamente sem perda significativa de valor. Um ativo ilíquido é aquele que não pode ser convertido rapidamente em dinheiro sem redução de preço substancial.

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 detiverem menos da metade da espécie ou classe de ação (art. 137, II, b, Lei das Sociedades Anônimas). Esse tipo de critério se dar, 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.

4.5. Pedido de Retirada e Pagamento.

O pedido de retirada diz respeito ao ato pelo qual o acionista apresenta a companhia o comunicado formal do seu exercício de direito recesso e requer o reembolso das suas ações. Este ato é um direito unilateral, potestativo e receptício, o qual será aperfeiçoado pelo acionista que o exerce. Nesse caso, não é preciso à aceitação da companhia, basta que o este ato siga os requisitos estabelecidos na lei ou no estatuto social e que seja feito dentro do prazo decadencial que a lei estabelece. Importa salientar que por mais que este não necessite da concordância da companhia, a sua retratação requer que esta aconteça.

Todavia, para garantir a estabilidade da sociedade anônima, a lei se encarrega de estabelecer certas regras, Lucena (2009, p. 245):

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 a dispensa de alinhar motivos outros para o exercício do direito de retirada.

Em se tratando do prazo, este não será fixo independente de ser o termo inicial ou o final e irá variar de acordo com as hipóteses que ensejou o pedido. Assim, por exemplo, nas situações que dependem de assembleias para autorização ou ratificação do ato presente nos arts. 136, I e II, e 256 da LSA, o prazo será de 30 dias. Além disso, a assembleia de ratificação deve ocorrer dentro do prazo de um ano e será necessária para todas as hipóteses de direito de recesso. Este prazo será contado da data que o negócio é efetivado e, nesse período, o ato terá seus efeitos suspensos, Brasil (1976).

Também será de trinta dias o prazo para os casos de fusão e incorporação de ações e será contado de forma isolada para cada companhia, pois nessa situação será preciso inúmeras assembleias para que a operação seja concretizada. O termo inicial será a data da publicação na ata da companhia que aprovar o protocolo. Porém, o reembolso fica condicionado à concretização da operação.

Diante do pedido de recesso por não abertura de capital, em decorrência da incorporação, fusão ou cisão envolvendo companhia aberta o prazo para que seja apresentado o pedido de retirada será contado do primeiro dia útil subsequente ao final do prazo de 120 dias para que esta obtenha o respectivo registro ou promova a admissão de negociação no mercado secundário, Requião (2012).

Nas situações que não há assembleia para deliberar sobre o prazo, como por exemplo, os casos de transformação de companhia privada em sociedade de economia mista. O prazo será de 60 dias, que deverão ser contados a partir da publicação da primeira ata da assembleia geral realizada após a aquisição do controle, conforme artigo 236, parágrafo único, da LSA, Brasil (1976).

Sobre esse assunto, é importante ressaltar que a Lei das Sociedades Anônimas (Lei de nº 6404/76) veda o recesso parcial. Assim, o direito do acionista de se retirar da companhia e obter seu reembolso serão exercidos sobre todas as ações de determinada classe ou espécie e não apenas de uma única ação. Pois, tendo em vista que o pedido de recesso ocorre por discordância no que diz respeito ao investimento da companhia, não há como o acionista concordar e discordar simultaneamente das alterações.

Cabe reforçar, que o reembolso referente ao exercício do direito de recesso, não possui natureza indenizatória, Moritz (1996, p. 66):

O valor do reembolso não representa uma indenização aos acionistas dissidentes, mas apenas um remédio jurídico para proteger o interesse dos minoritários, sacrificados pelos interesses da maioria. Por isso o valor deve ser fixo, obedecendo critérios e cálculos determinados pelo estatuto ou pela lei, e conhecidos de todos os acionistas.

Conforme Carvalhosa (2009), após a notificação formal feito pelo acionista à companhia e decorrido o prazo para retratação, no caso dez dias, a retirada será formalizada e este estará apto a cobrar a empresa. 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.

4.5 A proteção e sua importância no mercado financeiro

Com o intuito de introduzir a importância das medidas protecionistas no mercado financeiro em favor do acionista, se faz necessário trabalhar a atuação da entidade Estatal no sentido de viabilizar um ambiente institucional e jurídico para as figuras que norteiam a dinâmica econômica, sobretudo no que diz respeito aos agentes investidos de notória vulnerabilidade, como é o caso do acionista minoritário.

Ao longo da história, o Estado se manifestou das mais variadas formas, assumindo um carácter democrático, autoritário, teocrático, secular, dentre outros. Contudo, ainda que tais características sejam conceitualmente opostas, houve, e há hipóteses nas quais o Estado apresenta elementos destes agrupamentos ideológicos concomitantemente. Sobre a concepção de Estado, Costa e Freitas (2012, p. 144):

Assim, o Estado foi constituído para atender as necessidades comunitárias na incessante busca da paz social e do bem comum, sendo que as suas finalidades demonstram a preponderância dos direitos sociais e individuais da preservação da liberdade, da segurança, do bem-estar e do desenvolvimento, alcançados pela igualdade e pela justiça, valores esses observados dentro de uma sociedade fraterna, pluralista e sem preconceitos, que busca a harmonia social e a solução pacífica dos conflitos.

Neste sentido, para equilibrar a balanças de suas muitas demandas, o Estado faz uso de diferentes ideais em face de suas competências, quando, por exemplo, adota uma perspectiva liberal frente à economia, porém, implementa medidas progressistas quando trata de questões sociais. As primeiras teses formais acerca dos limites da atividade estatal surgiram com a teoria do liberalismo econômico em meio ao século XVI, que visava romper com a perspectiva do período protagonizado pelo mercantilismo europeu. Em sua obra “A Riqueza das Nações”, Adam Smith, principal teórico da vertente econômica do liberalismo, defendeu a ideia do livre mercado e do direito à propriedade privada. Para ele, assim como para doutrinadores como David Ricardo, Jeremy Bentham e Hume, o Estado teria um papel mínimo frente aos mercados, que seriam guiados pela dinâmica da oferta e da demanda, também conhecida como “mão invisível”.

Atualmente a principal representação do liberalismo econômico se dá por meio da Escola Austríaca de Economia. Em contrapartida a corrente liberal de atuação estatal vem à tona o modelo interventivo, que como é possível induzir da própria nomenclatura, se opõe pontualmente ao que define a teoria introduzida por Adam

Smith. Dentro do raciocínio de Netto e Braz (2011), os estudiosos atribuem a expressão “dirigismo” aos processos que tem notória presença da entidade estatal. Com base nesta afirmação e em uma ligação direta com a perspectiva adotada pelo modelo estatal intervencionista, tem-se o: dirigismo econômico. No dirigismo econômico há uma maior interferência de carácter administrativo, mas principalmente de natureza regulatória na ordem econômica, esta, compreendendo o panorama econômico público e privado.

Segundo Vascolcellos (2012), Estado aqui tem competência legitimada para estipular as medidas que irão nortear a materialização do modelo econômico, assim como, fiscalizar as suas metas estão sendo cumpridas. Os primeiros países que adotaram direta e indiretamente a estrutura liberal foram os Estados Unidos, França e Inglaterra, após o contexto de suas revoluções burguesas. Contudo, com decorrer do tempo, a conjuntura liberal ao longo do globo foi sendo superada pelo modelo intervencionista, tendo em vista que o retrato liberal de gerência econômica apresentou lacunas que tornou precária a estrutural estatal, principalmente no que tange a esfera social.

O panorama contemporâneo da atuação estatal se manifesta dentro de uma lógica que prioriza um intermédio entre as questões econômicas e as de cunho social, este fenômeno é conhecido dentro de uma perspectiva histórica como: estado de bem-estar social, Moulin e Arbex (2018, p. 102):

O Estado Social surgiu no início do século XX com as promulgações da Constituição do México de 1917 e da Constituição alemã de Weimar, de 1919, as quais são consideradas como as primeiras constituições sociais do mundo e foram responsáveis pela instauração de uma nova ordem jurídica, inclusive em âmbito constitucional. A ineficiência na concretização dos direitos pelo Estado Liberal fez com que a sociedade daquela época se movimentasse para uma alteração na estrutura normativa, tendo em vista que, no Estado Liberal, inúmeros direitos eram previstos, mas quase nenhum deles era concretizado, e os poucos que obtinham essa benesse estavam relacionados com os interesses da alta burguesia daquele período. Por tais razões, a sociedade passou a buscar pela igualdade material, ou seja, a igualdade de condições, tendo em vista que o Estado Liberal era marcado pelas desigualdades. Assim, surgiram os direitos de segunda dimensão, chamados de direitos sociais, que passaram a ser inseridos nas novas Constituições, as quais foram elaboradas seguindo as concepções do Estado Social.

Com o advento do movimento conhecido como Constitucionalismo, surgiu um importante instrumento para garantir uma maior segurança jurídica para os membros da coletividade. A partir deste evento, uma série de institutos que antes se manifes-

tavam por meio meramente consuetudinário, passaram a ser positivados em códigos, e nas outras diversas formas de sistematização de dispositivos jurídicos. Inevitavelmente, os elementos de natureza jurídica que versavam a respeito dos limites da atuação estatal também foram submetidos ao *modus operandi* deste fenômeno constitucional. Dito isto, cabe menção ao caráter adaptativo imputado ao dinamismo do direito comercial, Ripert (1947, p. 8):

O Direito Comercial não possui, em si mesmo, a virtude da resistência que lhe dê um passado respeitável. Embora se gabe de origem longínqua de algumas de suas instituições, é um direito novo, porque o comércio moderno não se contentou com os processos que se bastavam ao antigo. Ele não conhece a tranquilidade que o tempo traz à discussão dos princípios, a submissão voluntária a regras que não são discutidas. Ele se cria a cada dia na prática cambiante dos negócios. Ele se transforma para seguir uma economia que muda sem cessar.

Associando este tema ao mercado acionário, observa-se que a demanda por viabilizar o cumprimento da função social dos agentes econômicos também se projeta no *modus operandi* das sociedades anônimas, França e Adamek (2008, p. 118):

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

Conforme destacado por Toscano Junior (2004), os mercados financeiros, dentre os quais se encontra inserido o mercado de capitais e de crédito, direciona recursos de investidores para situações que se apresentam como oportunidades de negócios, promovendo, com isso, o crescimento da economia, concorrendo para o desenvolvimento econômico nacional. Verifica-se, pois, grande contribuição do mercado de capitais para o desenvolvimento nacional, o que suscita estudos com vistas a buscar compreendê-lo como um instrumento para a sua efetivação.

Para iniciar as tratativas, há que se destacar que a transição de mercadoria se mostra como aspecto chave do capitalismo. Ou seja, a mercadoria, sua comercialização e circulação são fatores históricos que emergiram e emergem o capital e a luta de classe. Nesse sentido, e, retomando os aspectos historiográficos do mercado financeiro, Kashiura Jr., (2012, p. 20):

A história se inicia em época remota, o século XI, com os primórdios da vida mercantil nas cidades, prosseguindo até o triunfo da jurisprudência burguesa, no século XVIII. A ênfase é colocada no modo como o direito e as instituições jurídicas refletem os interesses da classe dominante e como eles são modificados à medida que uma nova classe social gradualmente substitui a anterior. Como história, trata-se de uma descrição absorvente. Ampliará os horizontes de todos os advogados e estudantes de direito, e eles farão muito bem em se familiarizar com o assunto.

Cumprido, ainda, destacar que, diante da sociedade, o papel do Estado, inclusive no nível analítico referente ao capital em geral, de ordem abstrato-formal, não se reduz a um pressuposto, assim compreendido como papel assumido de criador autônomo, que se põe acima das lutas classistas, sob perspectiva estruturalista, nem a de criatura passiva, cuja função é apenas refletir o poder que as classes dominantes têm, sob perspectiva instrumentalista. Tampouco se refere a uma derivação, como pretende a escola da derivação lógico-histórica, tendo em vista que a questão que o permeia revela uma tarefa concreta e histórica, posta de maneiras diferentes para cada formação social.

Desse modo, caso se adote o caminho da derivação ou do pressuposto do Estado, em seu nível estrutural, se estaria antecipando os resultados oriundos de processos políticos concretos, não se atendo às ocorrências históricas pontuais, o que dispensaria a própria pesquisa elaborada com orientação materialista, Kashiura (2012).

A partir do contexto apresentado, e concordando com Kashiura Jr. (2012), tem-se, nesse breve entrave dissertado, uma ampla significação do direito, que ora o coloca lado a lado com uma relação de poder voltada ao intuito de dominação de governo súbitos em meio à violência estruturada, ora como luta de grupos por uma sociedade melhor, ora como espelho dos costumes de uma sociedade visada desde tempos imemoriais, ora como revoluções de classe e de grupos, ora como regras elaboradas por grupos para seu governo e interesse.

Um bom conceito para o termo mercado, de um modo geral, é o seguinte, Possas (2018, p. 2):

Um mercado é definido como um produto ou um grupo de produtos e uma área geográfica na qual ele é produzido ou vendido tal que uma hipotética firma maximizadora de lucros, não sujeita a regulação de preços, que seja o único produtor ou vendedor, presente ou futuro, daqueles produtos naquela área, poderia provavelmente impor pelo menos um “pequeno, mas significativo e não transitório” aumento no preço, supondo que as condições de venda de todos os outros produtos se mantêm constantes. Um mercado relevante é um grupo de produtos e uma área geográfica que não excedem o necessário para satisfazer tal teste.

Conforme Fortuna (2005), o mercado de capitais se subdivide em mercado primário, também denominado mercado de emissão, e mercado secundário, ou mercado de circulação. No mercado primário, conforme Kümpel (2007), ocorre o primeiro lançamento de ações, debêntures e outros valores mobiliários pelas companhias para aquisição pelos investidores. Já o mercado secundário, conforme o já mencionado autor, contempla o ambiente negocial em que são transacionados os valores mobiliários anteriormente emitidos, dando-se tais negociações entre particulares (pessoas físicas ou jurídicas), correspondendo à circulação dos títulos por meio de vendas e compras repetidas. Subdivide-se em mercados de balcão e bolsa de valores. Em resumo, então, o mercado de capitais revela o local onde são feitas transações de valores mobiliários entre tomador e investidor, diretamente, sem intervenção.

No mercado de capitais, a canalização de recursos da companhia ocorre, geralmente, pela aquisição de participação acionária, assim compreendida a aquisição de ações que são admitidas à negociação em bolsa, estando, a rigor, o retorno do investimento relacionado à lucratividade da companhia e à valorização dos títulos. Conforme este autor, por esta forma, tem-se um novo sócio ao invés de um credor, ao contrário do que ocorre quando o financiamento é feito por meio da assunção de mútuos para com instituições financeiras.

No mercado de capitais, a canalização de recursos da companhia ocorre pela aquisição de participação acionária (em regra), estando o retorno do investimento relacionado à lucratividade da companhia e à valorização dos títulos. Daí, conforme Nascimento (2012), é que decorre a natureza do mercado de capitais como sendo um mercado de “risco”, tendo em vista que os investidores não têm garantia de retorno de seu investimento, o qual dependerá do resultado positivo da companhia, Coelho (2012, p. 283):

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.

Fato é que, segundo Nascimento (2012), a admissão da negociação de valores mobiliários de uma companhia no mercado de capitais apresenta uma série de vantagens à companhia, especialmente no que tange à captação de recursos, tendo em vista que, no mercado de capitais são efetuadas operações que não apresentam a natureza de negócio creditício, nas quais a empresa assume dívidas perante as instituições financeiras, obrigando-se a devolver os recursos a taxas de juros expressivas

Após elucidar os aspectos importantes sobre a importância da atuação da entidade Estatal na ordem econômica e como isto impacta no modelo de regulação imputado às sociedades anônimas, compreende-se que as considerações aqui pontuadas sobre o mercado de capitais demonstram o seu valor ao se considerar que, nesse momento da pesquisa, se buscará apresentar o direito de receso como uma proteção conferida ao acionista minoritário sobre a possibilidade de se desfazer de suas ações e reinvestir em outras frentes de negócio.

Sendo o direito uma ciência que tem como finalidade central assegurar a ordem social, é indispensável que os institutos jurídicos estejam alinhados com a realidade coletiva, para que suas demandas sejam devidamente tuteladas. Apresentado este ponto, é igualmente inevitável que algumas problemáticas estruturais tenham tratamento prioritário no tocante à edição de leis, políticas públicas, dentre outras medidas de similar relevância, como é o caso das desigualdades identificadas nos diferentes cenários com repercussão na esfera jurídica, como é o caso da própria relação dos sujeitos que compõe a estrutura das sociedades anônimas.

É neste plano em que o papel dos diretores, acionistas majoritários e minoritários, entre outras figuras, passam por uma análise profunda por parte de doutrina e conseqüentemente do ordenamento jurídico, no sentido de equilibrar a balança da distribuição de prerrogativas, tendo em vista que o acionista minoritário ostenta por ostentar um poder econômico menor, dispõe também de um poder decisório inferior, como atenta Borba (2002).

Sobre os conflitos de interesse nas sociedades anônimas, Salomão Filho (2006, p. 91):

O tratamento do tema conflito de interesses padece de uma importante ambiguidade de fundo. É importante entender que existe um problema de conflito de interesse que não se confunde com a regra de conflito entre vários interesses envolvidos pela sociedade (sócios, credores, trabalhadores, comunidade etc.), é algo conatural a ela mesma. Como se verá em breve é, em verdade, para muitos teóricos a própria função da pessoa jurídica.

A solução através da regra de conflito tem um objetivo/função complementarmente diverso. Torna-se verdadeira regra organizadora da sociedade naqueles sistemas de realidade econômica/societária mais concentrada em que é jurídica e politicamente inviável introduzir soluções organizativas ou naqueles sistemas fortemente contratuais que reduzem o interesse da sociedade ao interesse do grupo societário.

Para compreender a distribuição de poderes e deveres na dinâmica das sociedades anônimas é essencial tratar do princípio majoritário e a proteção a minoria acionária. As sociedades anônimas operam na maioria das vezes, priorizando o critério da majoritariedade, que tem como ponto referencial a quantidade de ações – e consequentemente de capital. Seguindo esta lógica, aqueles com mais participação no capital na empresa têm maiores retornos no que diz respeito a lucratividade da empresa, e, possuem o direito de participar ativamente da tomada de decisão através do voto.

O princípio majoritário, além da previsão em lei, também é reforçado pelas disposições dos estatutos e pelos variados contratos efetuados pelos integrantes das sociedades anônimas. A predominância da majoritariedade fica ainda mais evidente quando se observa o modelo de votação adotado pelas assembleias das sociedades anônimas, na qual a maioria dos votos é o que consolida a decisão. Ainda sobre este instituto, Lamy Filho e Pedreira (1997, p. 332):

O princípio majoritário é fundamental no modelo da companhia e justifique-se por motivos práticos: em qualquer organização corporativa ou órgão colegiado com mais de uma dezena de membros é raro haver consenso sobre as matérias submetidas a deliberação, e o funcionamento da companhia seria inviável se os órgãos sociais somente pudessem deliberar pelo voto unânime de seus membros. A experiência das companhias demonstrou a necessidade de reconhecer à Assembleia Geral

competência para modificar o estatuto social pelo voto da maioria dos acionistas, a fim de que a sociedade possa adaptar-se às modificações ocorridas nos seus ambientes.

Como foi fixado, o mercado acionário funciona com base no princípio majoritário, o que obriga as autoridades reguladoras a implementar medidas no sentido de proteger os acionistas minoritários, Ripert (1947, p. 100):

É por milhares que se contam os acionistas com pequeno número de ações cada um. Assim, o haver do que se chama corretamente grandes bancos, grandes companhias, não constitui propriedade de alguns gordos magnatas, mas ao revés de propriedade de milhões de pequenos indivíduos que economizaram, tostão por tostão para comprar uma ação e a quem nós devemos o dever de proteger.

A hegemonia dos principais bancos, corretoras de valores e demais instituições financeiras fazem com que a figura do acionista minoritário passe por um tratamento diferenciado, com o intuito de assegurar direitos mínimos para o proteger essa importante figura do mercado acionário, partindo, principalmente, da ideia de que sem os recursos injetados por estes acionistas, as sociedades anônimas não poderiam contar com as alocações de capital nos níveis atuais, como atesta Perin Jr. (2004).

5 ANÁLISE DAS JURISPRUDÊNCIAS DO STJ, TJDF E TJRJ NOS CASOS QUE ENVOLVAM O EXERCÍCIO DE RECESSO E REEMBOLSO DO ACIONISTA MINORITÁRIO.

O propósito dessa parte da pesquisa é analisar o direito de recesso, como de proteção que fora conferida pelo legislador ao acionista minoritário em conformidade com os preceitos contidos na Lei 6.404/1976 e sua aplicação às situações fáticas, especificamente através de decisões judiciais do STJ, TJDF e TJRJ, entre 2013 e 2019.

Conforme já mencionado, serão utilizados os acórdãos, para compreender quais os principais critérios utilizados na apuração de valores pelos Tribunais quan-

do da utilização dessa proteção por parte do acionista minoritário, tendo em vista que o direito de recesso implica o ressarcimento dos valores anteriormente investidos e ensejam reparação da aplicação.

A sua essência, pois, está baseada no direito de o acionista vir a escolher entre continuar ou não como sócio de determinada sociedade, considerando a situação atual da empresa ou, então, a ocorrência de alguma alteração relevante que tenha tido o condão de esvaziar por completo o interesse que o sócio tinha de permanecer como tal no negócio, Tomazette (2014).

Todavia, este capítulo não se destina somente a análise jurisprudencial, levando em consideração que, isoladamente, não é capaz de traduzir todos os aspectos relevantes para um cenário que passa por tanta volatilidade.

Sobre o assunto, Ramires (2010, p., 149).

Buscou a presente pesquisa analisar as decisões judiciais que enfrentam o direito de recesso como medida de proteção ao acionista minoritário segundo a lei 6.404/1976.

Embora não tenha sido objeto do presente trabalho, destacamos a importância e atuação das Câmaras Arbitrais no enfrentamento da problemática do direito de recesso como medida de proteção ao acionista minoritário, bem como, o estudo de mecanismos de gestão como a denominada governança colaborativa, que tem o condão de reunir em um mesmo sistema de gerenciamento, interesses do Estado, do mercado e do tecido social. Abaixo o quadro de decisões coletadas na presente pesquisa:

Quadro 1 – Decisões coletadas.

N.º	ÓRGÃO	PROCESSO	RELATOR	ANO
1	STJ	Agravo em Recurso Especial 140.538	João Otávio Noronha	2013
2	STJ	Agravo em Recurso Especial 752.829	Marcos Buzzi	2016
3	TJDFT	Acórdão nº 1.151.371	Flavio Rostirola	2018
4	STJ	Recurso Especial nº 1.642.118		
5	TJRJ	Apelação nº 30912-89/2011-0001	Des. Lindolpho Morais Marinho	2014
6	STJ	Recurso Especial nº 1.572.648	Min. Ricardo Villas Bôas Cueva	2017

Fonte: Autora, 2020.

Antes, porém, de adentrar a tais questões, se faz necessário compreender a interação dos tribunais brasileiros com os sistemas jurídicos, Macedo (2017, p. 67):

O direito brasileiro é tradicionalmente visto como um sistema de civil law, o que, entretanto, não parece ser exato. O Brasil, na verdade, é mestiço até mesmo no seu sistema jurídico. Realmente, conforme exposto anteriormente, com a Constituição republicana de 1891, por obra de Rui Barbosa, foi recepcionada a forma de Estado Federado, criação norte-americana, e o controle de constitucionalidade difuso, também originado no direito norte-americano – sem dúvidas com uma série de precursores – a partir do famoso caso *Marbury vs Madison*. Além disso, adotou-se o *judicial review*, ou seja, atribuiu-se ao Judiciário competência para ver tanto as relações estatais como as civis, afora a constitucionalidade das próprias leis, enquanto no velho continente há separação entre justiça comum e “justiça” administrativa, pertencente à estruturação do executivo e fundada na tripartição de poderes mais rígida. Tudo isso é somado à estrutura centralizada do Judiciário brasileiro e à existência de mecanismos que atribuem paulatinamente maior força aos precedentes judiciais, o que faz crescer a disparidade entre o direito brasileiro e as características tradicionais do civil law.

Dito isto, é notório que para analisar com profundidade um fenômeno com repercussão na ordem jurídica, é indispensável que ele seja investigado também na esfera dos Tribunais, entendendo como os órgãos jurisdicionais se posicionam sobre determinados conflitos, destacando suas divergências e pontuando quais entendimento se consolidam como majoritários em face de outros.

O direito de recesso pode ser exercido de forma extrajudicial ou judicial, procedimentos estes que se diferem pela celeridade do tramite e outras formalidades. A exclusão extrajudicial protagoniza um conflito doutrinário no atual Fonseca (2007) pontua ser necessário uma previsão contratual, na qual o acionista minoritário pode designar uma reunião em assembleia específica, enquanto Ribeiro (2005) afirma que tal prerrogativa, por ter sustentação legal, independe de qualquer clausura contratual.

É necessário esclarecer que a doutrina majoritária segue o entendimento de que as disposições que tutelam o direito de recesso no ordenamento jurídico são fundamentos suficientes para admitir que acionista minoritário possa exercer o seu direito. Tal posicionamento garante que a segurança jurídica dos direitos essenciais dos acionistas não seja flexibilizada por convenções implementadas no interior das sociedades anônimas, e que corriqueiramente tendem a priorizar os interesses dos diretores e dos acionistas majoritários, Ribeiro (2005).

Como já foi pontuado, o direito de recesso também pode ser materializado pela via judicial, inclusive, para exclusão do sócio majoritário, conforme os estudos de Restiffe (2011). Seguindo este plano introdutório, o direito de recesso também é objeto de demandas que chegam ao Poder Judiciário, fazendo com tais litígios passem por um filtro hermenêutico por parte dos magistrados, com o objetivo de que tal direito esteja alinhado com o ordenamento jurídico pátrio, Fonseca (2007, p. 41):

A interpretação do fenômeno societário em termos organizativos vai implicar que neste contrato tenha de estar presente um elemento poder. É então a própria existência de uma organização que justifica que na titularidade do ente coletivo se encontrem poderes específicos, através dos quais é possível assegurar uma disciplina na prossecução do objeto social. Já nos parece, porém, duvidoso que essa situação implique a existência de um verdadeiro poder disciplinar da sociedade sobre os sócios. Tal construção teria que assentar no reconhecimento de uma subordinação jurídica sob os sócios à autoridade da sociedade com a consequente possibilidade de lhes serem impostas sanções e não parece admitir que o elemento organizativo atinja esse conteúdo.

Segundo Aquino (2015), as demandas que tem como objeto o direito de recesso são normalmente manejadas através da denominada ação de dissolução parcial de sociedade, que é a peça processual indicada para as situações em que parte daqueles que integram a relação societária manifestam o interesse em cessar a mesma pela via judicial. Esta peça está fundamentada nos arts. 599 a 609 do Código de Processo Civil de 2015.

5.1. O direito de recesso no Supremo Tribunal Federal (STJ).

Durante algum tempo, um tema recorrente nas demandas judiciais sobre o direito de recesso era sobre as circunstâncias que legitimariam o acionista minoritário a exercer seu direito. Comumente, as discussões eram referentes ao questionamento sobre se o mero prejuízo em face dos interesses destes acionistas, nos termos da lei nº 6.404 de 1976, seria motivação suficiente para que tal prerrogativa fosse impulsionada. Questão esta que chegou ao Supremo Tribunal Federal (STF), por meio do Recurso Extraordinário (RE) 104.895, que por maioria dos votos decidiu, Brasil (1986):

SOCIEDADE ANONIMA. DIREITO DE RECESSO. NÃO EXIGE A LEI N. 6404/76, ARTIGO 136, INCISO V, QUE A ALTERAÇÃO ESTATUTÁRIA IMPORTE MUDANÇA DE OBJETO ESSENCIAL DA EMPRESA.

BASTA QUE PREJUDIQUEM INTERESSES DE ACIONISTAS MINORITARIOS, PARA DAR ENSEJO AO RECESSO. A IRRESIGNAÇÃO COM A ALTERAÇÃO ESTATUTARIA SÓ PODE SER MANIFESTADA PELOS DISSIDENTES APÓS A PUBLICAÇÃO DA ATA DA ASSEMBLÉIA GERAL EXTRAORDINÁRIA, NO PRAZO DE TRINTA DIAS, SENDO IRRELEVANTE QUE, CONCRETAMENTE, JÁ TENHA SE VERIFICADO A MUDANÇA DO OBJETO.

Embora o julgamento acima seja do ano de 1986, esta informação é fundamental para ilustrar na prática que o direito de recesso é um instrumento que integra o ordenamento jurídico brasileiro há décadas, principalmente após a vigência da Lei das Sociedades Anônimas de 76, que ampliou a sua aplicação, o que contribui para que novas demandas cheguem aos órgãos jurisdicionais.

5.2. Análise de decisões: STJ, TJDF, TJRJ.

Outro tema de suma relevância que foi posto em debate pelo judiciário brasileiro é o procedimento denominado internacionalmente como *Initial public Offering (IPO)* – ou Oferta Pública Inicial (OPI), que consiste na abertura de capital da sociedade anônima para que suas ações possam ser adquiridas pelo público em geral. Por ser um tema que afeta o poder econômico e a influência dos acionistas minoritários na dinâmica das empresas, alguns limites são estabelecidos pela lei vigente, como foi lembrado pelo Superior Tribunal de Justiça (2008):

DIREITO COMERCIAL. AÇÕES. OFERTA PÚBLICA. ABRANGÊNCIA. AÇÕES PREFERENCIAIS. INCLUSÃO. NATUREZA. RESPONSABILIDADE EXTRA CONTRATUAL. JUROS. CONTAGEM. EVENTO DANOSO. SÚMULA 54/STJ. - A oferta pública de ações visa a assegurar o tratamento equitativo dos acionistas, devendo, necessariamente, abranger a aquisição de todas as ações que não aquelas em poder do acionista controlador, inclusive as preferenciais. O art. 255 da Lei nº 6.404/76, na sua redação original, tinha o escopo de evitar que os acionistas com poder de controle se apropriassem do valor dos bens intangíveis não contabilizados, o qual, na verdade, deveria ser rateado entre todos os acionistas da companhia. - O descumprimento da exigência de oferta pública de ações caracteriza ato ilícito de natureza extracontratual, de sorte que os juros de mora devem incidir desde o evento danoso. Inteligência da Súmula 54/STJ. Vencida, nesse ponto, a Relatora para o acórdão. Recurso especial da instituição financeira não conhecido. Recurso especial do autor parcialmente conhecido e, nessa parte, provido.

Análise das Ofertas Públicas Iniciais também tinham a função de garantir a aplicação do princípio da igualdade, que no caso dos diretores e acionistas – sejam estes majoritários ou minoritários, deve respeitar a proporcionalidade dos pa-

péis comprados, bem como, os direitos caracterizados como essenciais, como foi fixado no julgamento do Recurso Especial nº 710.648, julgado pela quarta turma do Superior Tribunal de Justiça (2007).

Em relação ao cabimento das ações que buscam solicitar o direito de recesso, nota-se uma tendência dos magistrados em exigir 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):

Ainda que se considerasse o ato que decretou o regime de administração especial temporária da instituição financeira como hipótese de mudança de objeto da empresa (art. 109, VI, Lei nº 6.404/76), não haveria que se falar em direito de recesso e, conseqüentemente, em direito de reembolso, uma vez que os autores teriam deixado transcorrer in albis o prazo de trinta dias para exercer esses direitos, previsto no art. 137, IV, da legislação em comento. Conforme se observa do documento de fl.169, o ato que decretou o regime de administração especial temporária do Banco Nacional S.A. foi publicado em 18 de novembro de 1995, meses antes do ajuizamento da presente ação.

Caso 1: Acórdão nº 1.151.371, do Tribunal de Justiça do Distrito Federal e dos Territórios-TJDFT.

O primeiro caso concreto analisado versa sobre um aspecto já analisado, inclusive neste capítulo, e trata-se da obrigação legal de observar os prazos dispostos pela lei nº 6.404 de 1976. Neste sentido, observa-se um tratamento similar entre as instituições do Poder Judiciário no que tange a duração dos efeitos das deliberações por parte dos membros das empresas acionárias, no qual a prescrição é uma questão interpretada com rigor. Como é possível analisar através do Acórdão nº 1.151.371, do Tribunal de Justiça do Distrito Federal e dos Territórios (2019):

PROCESSUAL CIVIL E EMPRESARIAL. LEI Nº 6404/76. AÇÕES PREFERENCIAIS. BESC. INCORPORAÇÃO PELO BANCO DO BRASIL. SUBSTITUIÇÃO DAS AÇÕES. IMPRESCRITIBILIDADE. NÃO OCORRÊNCIA. ARTS. 232, 286 E 287 DA LEI DAS S/A. HONORÁRIOS RECURSAIS. 1. Seguindo a sistemática legal, quando da incorporação do Banco do Estado de Santa Catarina - BESC, pelo Banco do Brasil, várias foram as assembleias gerais realizadas, inclusive dispendo sobre o modo e condições de resgates das ações existentes à época da incorporação. 2. Nesse sentido,

em 30 de setembro de 2008, os acionistas do Banco do Brasil, do BESC e da BESCRI aprovaram a incorporação do Banco do Estado de Santa Catarina S.A. e da Besc S.A. Crédito Imobiliário pelo Banco do Brasil. Na mesma oportunidade, restaram consignados os critérios para a substituição das ações do BESC e da BESCRI por ações do Banco do Brasil, conforme ali estabelecido. 3. Aos dissidentes do BESC e da BESCRI, restou assegurado o direito de reembolso por ações, que seria pago aos acionistas dissidentes no prazo de até 30 (trinta) dias contados a partir da data da aprovação, pelo Banco Central do Brasil, da incorporação do BESC e da BESCRI pelo Banco do Brasil, conforme o art. 230, da Lei nº 6.404/76. 4. Nesse passo, considerando que em 30.09.2008 houve a incorporação e a Apelante não exerceu o direito de resgate das ações no prazo estipulado (trinta dias) tampouco exerceu o direito que lhe cabia de insurgir-se quanto às alterações e operação realizadas (sessenta dias e dois ou três anos a contar de 30.09.2008), não há que se falar em direito “perpétuo” à conversão das ações, nem mesmo pelo ajuizamento da presente demanda, efetuada apenas em 06/03/2018. 5. Rejeitadas as preliminares arguidas pelo Banco do Brasil, negou-se provimento ao apelo. Honorários recursais fixados.

O presente caso trata sobre o prazo prescricional em caso de incorporação de Sociedade Anônima, para fins de aplicação de direito de recesso. Fora alegada suposta condição suspensiva do prazo prescricional previsto na Lei 6.404/1976, sob a alegação que o Banco do Brasil não teria procedido a liquidação do Banco do Estado de Santa Catarina, quando houve a incorporação deste por parte do Banco do Brasil.

Embora o art. 230, da Lei 6.404/1976, estabeleça prazo, a parte apelante neste caso, tenta comprovar que diante da causa suspensiva o certificado das ações não estaria vencido, mesmo com o decurso de prazo superior ao estipulado na legislação. Sendo, portanto, segundo essa argumentação um direito de duração indefinida e sem interrupção.

Sobre a incorporação: A apelante alega que ao incorporar o Banco do estado de Santa Catarina, O Banco do Brasil não reconheceu a incorporação de suas ações ao portador. Entendeu o relator que as deliberações da assembleia que modificavam as condições de resgate e substituição das ações eram perfeitamente possíveis e legais. Reconhecendo que fora facultado o exercício do direito de recesso, dentro dos prazos previsto na Lei da SA.

A incorporação se deu em 30 de setembro de 2008. Dentro do prazo de 30(trinta) dias sem que a parte tenha exercido o direito de resgate das suas ações, bem como deixou de insurgir-se quanto às alterações e operações realizadas na incorporação no prazo de 60(sessenta) dias, a decisão do relator foi no sentido de negar provimento a pretensão da parte apelante, sob a argumen-

tação de que não há de se falar em direito “perpétuo” à conversão das ações. A demanda em análise apenas fora impetrada em 06 de junho de 2018.

Resultado do Voto: Negou provimento.

Quadro 2 – Apelação 0705276-69.2018.8.07.0001

Órgão	TJDF
Apelação Cível	0705276-69.2018.8.07.0001
Matéria	Prescrição
Fundamentação	Art. 230, da Lei 6.404/1976
Relator	Des. Flávio Rostirola
Critério utilizado no julgamento	Aplicação do prazo do art. 230, da LSA.
Ano do julgamento	2018

Fonte: Autora, 2020.

Caso 2: Recurso Especial Nº 1.642.118, Superior Tribunal de Justiça.

Trata-se de agravo, interposto por Banco Santander Brasil S/A. Em 30 de junho de 1999 fora aprovada a incorporação do Banco Santander Noroeste S/A ("Noroeste") pelo seu controlador Banco Santander S/A, em Assembleias Gerais Extraordinárias de ambas as sociedades, com a consequente extinção do primeiro.

Sobre as condições da incorporação: Facultou-se ao acionista minoritário optar pela condição de acionistas da instituição incorporadora, recebendo novas ações equivalentes àquelas que detinham anteriormente, conforme laudo de substituição elaborado pela KPMG Corporate Finance, na ordem de 2,161 ações do Banco Santander Brasil S/A para cada ação do banco incorporado, ou exercer direito de resgate, recebendo reembolso do valor correspondente às suas ações, na proporção de R\$ 1,10 (um real e dez centavos) para cada ação. O autor optou por se tornar acionista da instituição incorporadora, recebendo, conseqüentemente, a quantidade de ações das quais era detentor, de acordo com a relação de equivalência estabelecida no citado laudo de substituição de ações.

Em 2009, o demandante propôs ação contra o banco, sob a justificativa de que a relação de substituição de ações realizada não correspondeu à realidade patrimonial e financeira das instituições participantes, bem ainda de que os acionistas minoritários foram prejudicados, também, no que tange à qualidade destas, pois receberam ações com baixa liquidez, principalmente porque não eram passíveis de negociação em bolsa.

O pedido foi julgado improcedente, em sentença fundamentada na prescrição do direito de ação, com base nos arts. 286 e 287, inciso II, alínea "b", da Lei de Sociedades Anônimas, e no art. 206, §3º, inciso V, do Código Civil.

O autor impetrou apelação junto ao Tribunal a quo, em razão de vislumbrar a ilegalidade do critério de avaliação utilizado e a nulidade absoluta do ato, afastado a prescrição prevista na Lei Societária, reconhecida em primeiro grau, entendendo estar a matéria sujeita aos prazos prescricionais do direito comum; e, considerando a aplicação do prazo prescricional decenal do art. 205 do Código Civil, julgou procedente a apelação, reconhecendo o direito à complementação de ações de emissão com base na avaliação do patrimônio das duas sociedades a preço de mercado, em fase de liquidação de sentença.

O acórdão recebeu a seguinte ementa:

SOCIEDADE ANÔNIMA - Incorporação pela controladora de companhia controlada. Avaliação do patrimônio líquido das sociedades envolvidas exclusivamente pelo método do fluxo de caixa descontado, e não pelo critério dos preços de mercado, para fins de estabelecimento das relações de substituição das ações. Deliberação que afronta a regra legal do art. 264 da Lei das Sociedades Anônimas, norma de ordem pública. Aprovação com intuitivo fim de estabelecer uma relação mais vantajosa a incorporadora, em prejuízo dos minoritários na troca das ações da companhia a ser extinta, por aquelas a serem emitidas. Prescrição bienal do art. 286 da Lei das Sociedades Anônimas. Afastamento. Direito inderrogável dos acionistas em questão. Tratando-se de ato nulo, a princípio não é alcançado pela prescrição, porém, seus efeitos ou a situação jurídica criada pode convalidar-se, sujeitando-se, entretanto, aos prazos prescricionais do direito comum. Aplicação do art. 515, §3º, do CPC.

Reconhecimento do direito do autor à complementação do número de ações segundo os patrimônios a preços de mercado, a ser apurado em liquidação, e seus efeitos. Acolhimento do pedido sucessivo de pagamento do equivalente em dinheiro às ações não transferidas, caso comprovada a impossibilidade de subscrição de novas ações. Recurso do autor acolhido, exceto apenas quanto aos danos emergentes e lucros cessantes. Inversão do ônus de sucumbência. Verba honorária fixada em 5% do valor da condenação, considerando que é inestimável. Observância, entretanto, os critérios do parágrafo terceiro do art. 20 do CPC. - RECURSO PROVIDO.

Opostos embargos de declaração pelo banco, foram acolhidos em parte para sanar erro material de digitação e suprimir omissão quanto ao termo inicial de incidência dos juros moratórios e de correção monetária, nos termos da seguinte ementa:

EMBARGOS DE DECLARAÇÃO - Incorporação pela controladora de companhia controlada.

Acolhimento em parte apenas dos embargos opostos pelo autor, acionista do banco incorporado, para sanar erro material de digitação e suprimir omissão quanto ao termo inicial de incidência dos juros moratórios e de correção monetária. Rejeição dos embargos declaratórios opostos pelo do réu, banco incorporador.

Ausência de omissão, obscuridade e contradição. Manifesto caráter infringente. Nítido descontentamento do embargante com a solução dada à lide. Menção expressa aos artigos de lei tidos por violados para fins de questionamento.

Descabimento. Caráter infringente que igualmente se revela sob tal pretexto. Matéria enfrentada no bojo do julgado. - EMBARGOS ACOLHIDOS PARCIALMENTE COM OBSERVAÇÃO.

Neste caso, o relator em seu entendimento concluiu que o recurso merecia prosperar em parte, conforme analisaremos abaixo:

A análise relacionada à prescrição/decadência do direito do autor, onde seu acolhimento enseja a prejudicialidade das demais questões aventadas no presente reclamo. O acionista impugna a deliberação tomada na AGE de junho de 1999 e os eventuais efeitos dela decorrentes, notadamente os valores das ações para a hipótese de reembolso e de substituição.

Confira-se, o trecho elucidativo do julgado:

"O autor impugna a deliberação tomada na AGE de junho de 1999, que aprovou a relação de substituição das ações que ele possuía na instituição incorporada pelo réu, já controlada por este.

E isto porque a relação foi elaborada segundo o método que avalia os patrimônios líquidos das sociedades pelo fluxo de caixa descontado, critério eminentemente contável, previsto no art. 45 da lei 6.404/76, a rigor para a hipótese de reembolso. (...)

No caso dos autos foram realizadas duas avaliações, uma para a hipótese de reembolso e outra para definição da relação de substituição, mas ambas de acordo com o critério do fluxo de caixa descontado. (...) Conforme igualmente mencionado, o pedido declaratório de ilegalidade do critério aprovado pelo incorporador para fins de elaboração as relações de substituição das ações, extrai-se pedido implícito de nulidade do respectivo ato, tomado na AGE que selou a incorporação. (...)

Não se olvida que a relação em análise é eminentemente empresarial, societária, dotada de dinâmica própria, célere, o que a princípio justifica a fixação de prazos de prescrição mais breves. (...)

A deliberação em apreço, de aprovação das avaliações em clara infringência ao critério legal, tem implicação restrita aos acionistas minoritários da sociedade incorporada, com o fim de prejudicá-los na medida em que influi na justa determinação da quantidade de ações a estes devidas." (grifos nossos).

Inegavelmente, a complementação da participação acionária no capital social da ré pressupõe a anulação da assembleia geral extraordinária, em que foram aprovados os laudos sobre os valores das ações que fundamentaram a das ações do banco incorporado pelas ações da financeira ré.

Ademais, para a eventual procedência do pedido principal da demanda (complementação de ações ou indenização correspondente), a condição de acionista é determinante para a persecução do direito reclamado, o que atrai a aplicação da legislação especial (Lei 6.404/76) em detrimento do diploma civilista, por força da aplicação do princípio da especialidade.

Nesse sentido:

RECURSO ESPECIAL - COMERCIAL - SOCIEDADE ANÔNIMA -
AÇÃO ANULATÓRIA DE ASSEMBLEIA GERAL ORDINÁRIA (AGO) - (...)

V - Nos termos do art. 1.089 do CC/2002, a sociedade anônima será regida, em regra, por lei especial (Lei n. 6.404/76) e apenas nos casos em que a legislação específica seja omissa, serão aplicadas as disposições gerais do Código Civil; (...)

XII - Recurso especial provido.

(REsp 1102424/SP, Rel. Ministro MASSAMI UYEDA, TERCEIRA
TURMA,
julgado em 18/08/2009, DJe 08/10/2009)

Com efeito, a relação entre acionistas e sociedade, em razão das peculiaridades de que se reveste, exige tratamento diferenciado.

A atividade empresarial, dada a dinâmica dos negócios que constituem a sua essência, realizados diuturnamente, envolvendo inúmeros compromissos e obrigações, requer, para que não reste ameaçada a sua viabilidade, uma determinada estabilidade, uma situação definida que possibilite um mínimo de segurança na tomada de decisões.

Assim, mesmo as deliberações contrárias aos ditames legais ou estatutários convalidam após o transcurso do lapso prescricional/decadencial, notadamente porque a deliberação encerra a vontade da maioria, sendo de pressupor-se que, não obstante eventualmente infringente das disposições normativas, foi concebida por ser considerada benéfica à sociedade e, de forma indireta e reflexa, também aos sócios.

Ciente dessa realidade, o legislador pátrio atribuiu aos sócios prazos exíguos para impugnam as deliberações assembleares, exatamente porque com esteio nelas é que atuam os órgãos diretores da empresa, internamente e nas relações contratuais com terceiros.

Dispõe o art. 286 da lei 6404/76 o seguinte:

Art. 286. A ação para anular as deliberações tomadas em assembleia-geral ou especial, irregularmente convocada ou instalada, violadoras da lei ou do estatuto, ou eivadas de erro, dolo, fraude ou simulação, prescreve em 2 (dois) anos, contados da deliberação.

Na hipótese, considerando que a assembleia geral extraordinária impugnada ocorreu em 30 de junho de 1999, na data da propositura da demanda (24 de junho de 2009), já havia decorrido o transcurso do prazo decadencial previsto na LSA.

Apenas para corroborar, a situação dos autos é absolutamente diversa daquelas nas quais os contratantes litigam em busca de reparação decorrente de alegado descumprimento contratual firmado com sociedade anônima no qual a contraprestação pelo investimento/adesão a linhas telefônicas ou eletrificação seria mediante subscrição de ações da companhia. No caso, o autor litiga na qualidade de acionista tanto da companhia incorporada como da sociedade incorporadora, sendo a preminentemente societária, motivo pelo qual inviável a aplicação do entendimento de que o prazo prescricional seria o das ações pessoais, disposto no art. 177 do Código Civil de 1916 (atual 205 do Código Civil), pois como dito, a pretensão à complementação de ações, aqui, não possui natureza obrigacional.

Assim, estabelecido que o autor/acionista pretende, com a propositura da demanda, a complementação de ações decorrente da inadequação dos critérios eleitos pela assembleia em que fixados os valores para substituição de ações pela companhia incorporadora, imprescindível a subsunção do caso à regra do art. 286 da Lei nº 6.404/76 (A ação para anular as deliberações tomadas em assembleia-geral ou especial, irregularmente convocada ou instalada, violadoras da lei ou do estatuto, ou eivadas de erro, dolo, fraude ou simulação, prescreve em 2 (dois) anos, contados da deliberação), o que, aliás, está em consonância com a jurisprudência deste Superior Tribunal de Justiça.

Confira-se, a propósito, o seguinte precedente:

DIREITO COMERCIAL. SOCIEDADE ANONIMA. EMPRESA DE RADIODIFUSÃO E TELECOMUNICAÇÃO. EXIGENCIA DO ORGÃO PUBLICO FISCALIZADOR. COMPROVAÇÃO DA NACIONALIDADE BRASILEIRA DOS ACIONISTAS. CONVOCAÇÃO EDITALICIA DOS SOCIOS, MARCANDO PRAZO PARA APRESENTAÇÃO DE CERTIDÃO DE NASCIMENTO OU CASAMENTO. DELIBERAÇÃO ASSEMBLEAR DE VENDA DAS AÇÕES DOS QUE NÃO ATENDERAM A CONVOCAÇÃO. ILEGALIDADE. LAPSO PRESCRICIONAL ESPECÍFICO (ARTS. 156 DO DL 2.627/40 E 286 DA LEI 6.404/76). AUSENCIA DE IMPUGNAÇÃO TEMPESTIVA. CONVALIDAÇÃO. PRESCRIÇÃO TAMBEM DO DIREITO A HA-

VER DIVIDENDOS DISTRIBUIDOS SOB A FORMA DE BONIFICAÇÃO (ART. 287, II, "A", DA LEI 6.404/76). INAPLICABILIDADE DA TEORIA GERAL DAS NULIDADES. RECURSO PROVIDO.

- EM FACE DAS PECULIARIDADES DE QUE SE REVESTE A RELAÇÃO ACIONISTAS "VERSUS" SOCIEDADE ANONIMA, NÃO HA QUE SE COGITAR DA APLICAÇÃO, EM TODA A SUA EXTENSÃO, NO AMBITO DO DIREITO SOCIETARIO, DA TEORIA GERAL DAS NULIDADES, TAL COMO CONCEBIDA PELAS DOCTRINA DOGMATICA CIVILISTAS.

- EM FACE DISSO, O DIREITO DE IMPUGNAR AS DELIBERAÇÕES TOMADAS EM ASSEMBLEIA, MESMO AQUELAS CONTRARIAS A ORDEM LEGAL OU ESTATUTARIA, SUJEITA-SE A PRESCRIÇÃO, SOMENTE PODENDO SER EXERCIDO NO EXIGUO PRAZO PREVISTO NA LEI DAS SOCIEDADES POR AÇÕES (ART. 156 DO DL 2.627/40 ART. 286 DA LEI 6.404/76). (...)

(REsp 35.230/SP, Rel. Ministro SÁLVIO DE FIGUEIREDO TEIXEIRA, QUARTA TURMA, julgado em 10/04/1995, DJ 20/11/1995, p. 39597) - grifo nosso

Neste caso, conhecido o agravo no sentido de conhecer em parte o recurso especial, estabelecendo-se a sentença que julgou improcedente o pedido de aplicação da regra do art. 269, IV, do CPC. Sendo aplicado os prazos previstos na Lei 6.404/1976.

Quadro 3 – Apelação 0705276-69.2018.8.07.0001

Órgão	STJ
Agravo em recurso especial	752.829
Matéria	Prescrição/ anulação da assembleia geral extraordinária
Fundamentação	arts. 286 e 287, inciso II, alínea "b"
Relator	Min. Marcos Buzzi
Critério utilizado no julgamento	Aplicação dos prazos prescricionais da LSA.
Ano do julgamento	2018

Fonte: Autora, 2020.

Caso 3: Apelação nº 30912-89/2011-0001, Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro.

Trata-se de ação promovida por Maringá S.A e Portland Ponte Alta em face da Lafarge S.A e seu presidente Thierry Metro. Sob a alegação de vício de convocação, requerem a nulidade da assembleia que deliberou sobre a incorporação da La-

farge pela controladora Lacim. Sucessivamente, requerem o reembolso das ações que eram titulares (acionistas minoritários da Lafarge).

Fundamentação utilizada para requerimento de nulidade: falta de convocação das sociedades autoras por carta, conforme art. 124, § 3º, da Lei 6.404/1976.

Abaixo a sentença quanto ao pedido de anulação:

“Embora existente o vício formal diante da ausência de regular convocação dos sócios minoritários, matéria não contestada, entendo não ser ele capaz de anular a AGE realizada, isso porque sua presença ao ato em nada modificaria o resultado obtido, em razão do mínimo capital social. Não se sustenta a alegação dos autores de que, caso ali estivessem presentes o resultado poderia ser outro, pois se assim fosse, não existiria a presente li-de, chegando todos os sócios a uma solução negociada, o que não ocorreu.

Além do mais, é incompatível com o presente pedido o exercício do direito de retirada dos autores o que somente poderia ocorrer através da via judicial cabível.”

No caso em estudo, o protocolo de incorporação adotou o critério de avaliação do valor justo de mercado para a relação de substituição das ações da incorporada pela incorporadora.

Houve apelação interposta pela Lafarge Brasil S/A e Thiery Marie Georges Metro em face de sentença em ação ordinária interposta por Maringá S/A Cimento e Companhia Portland Ponte Alta, que julgou a nulidade da assembleia que promoveu o ato de incorporação da Companhia Lafarge. Na referida ação havia pedido sucessivo de reembolso de valores do acervo acionário das autoras, fundamentadas no art. 136, IV, da Lei 6.404/1976. O pedido de reembolso não fora apreciado na sentença, ensejando a impetração de embargos de declaração, que resultou na sentença monocrática 1307, que deu provimento ao pedido sucessivo de reembolso pelo exercício do direito de recesso, nos seguintes termos:

“Assim, para cálculo de valor de reembolso devido aos embargantes, deve-se utilizar o critério e o valor que serviu de base para troca de ações no protocolo de incorporação. “

A apelação em análise traz os seguintes pedidos: a) seja reconhecido que o pagamento do direito de reembolso efetuado às apeladas utilizou o critério legalmente adequado, nada sendo devido às Apeladas em virtude do exercício do direito de retirada; e b) sejam as apeladas condenadas ao pagamento dos honorários de sucumbência e pelas custas e despesas processuais.

O direito de recesso ou de retirada da sociedade pode ser exercido pelo sócio dissidente na forma do artigo 137, seus incisos e parágrafos da Lei 6404/76, aliás, fato incontroverso nos autos.

O recesso dá ao sócio dissidente o direito de ser reembolsado do valor do seu acervo acionário, segundo regras da Leidas Sociedades Anônimas, em especial os artigos 45 e caput combinado com o artigo 264 e parágrafo 3º.

O artigo 45 preceitua:

Art. 45 - 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 das suas ações.

Parágrafo 1º - O Estatuto pode estabelecer normas para determinação do valor do reembolso, que, entretanto, somente poderá ser inferior ao valor do 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.

Vejamos o que diz o art. 264 da Lei 6.404/1976:

Art. 264: Na incorporação, pela controladora, de companhia controlada, a justificação, apresentada à assembleia-geral da controlada, deverá conter, além das informações previstas nos arts. 224 e 225, o cálculo das relações de substituição das ações dos acionistas não controladores da controlada com base no valor do patrimônio líquido das ações da controladora e da controlada, avaliados os dois patrimônios segundo os mesmos critérios e na mesma data, a preços de mercado, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, no caso de companhias abertas. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001).

No caso em análise, as apeladas insurgiram-se e contestaram o critério usado para pagamento do reembolso de suas ações, que terminou por impor-lhes o valor unitário da ação calculado através do critério do patrimônio líquido contábil, previsto no § 1º do art. 45, supramencionado.

Ao estabelecer a relação de contradição é concernente a aplicação do artigo 264 e seus parágrafos em face do método de interpretação finalístico ou teleológico desta norma legal, Lei 6404/76, que regula o direito do sócio de se retirar da sociedade segundo o artigo 137 da mesma.

O critério de avaliação das ações de companhia controladora e controlada é o do patrimônio líquido a preço de mercado, porém o critério foi diferenciado e nominado AVALIAÇÃO PREÇO JUSTO DE MERCADO.

De acordo com o § 1º, art. 45, da LSA o estatuto da empresa deve estabelecer normas e critérios para determinar o valor do reembolso e a avaliação da ação. Pelos elementos trazidos aos autos, o estatuto da apelante não estabelece qualquer regra relativa a tais procedimentos, passando esse ponto também a ser incontroverso no presente caso.

As normas relativas ao recesso ou retirada dos sócios minoritários, subsistem como norma de proteção contra as atitudes dos controladores em relação aos minoritários.

Nesse caso, o protocolo de incorporação foi apresentado a assembleia e aprovado, não sem antes estabelecer o valor do reembolso das ações dos dissidentes em face do último balanço da incorporada, pelo critério de avaliação do patrimônio líquido contábil.

Segundo voto do relator o critério líquido contábil não é regra para cálculo do reembolso dos dissidentes, nas circunstâncias os apelantes perderam a oportunidade do cumprimento dos direitos dos dissidentes e que o critério que deve ser aplicado é o do valor econômico, conforme laudo, a justo preço.

Resp. 51.655, teve a seguinte ementa:

Sociedade anônima. Direito de retirada. Valor das ações.

Não é juridicamente aceitável, nem moralmente justificável, seja o acionista dissidente compelido a aceitar a oferta da maioria, mormente em se tratando de oferta irrisória. “Se o direito de recesso for exercido numa situação de absoluta iniquidade, como referido nos autos, não há o exercício desse direito, senão na abstração da fórmula”.

A jurisprudência citada acima, entre outra não reproduzidas aqui, traz semelhança com o caso ora examinado, posto pretender a incorporação face à igualdade da relação de substituição das ações da incorporada e da incorporadora a preço justo de mercado e impor às recedentes o valor do patrimônio líquido contábil com ativos inteiramente defasado, inflacionado, desvalorizado e desproporcional ao justo ou real valor de mercado.

O relator ainda questiona:

O critério de valor justo de mercado, diz a apelação, não está previsto em lei, mas foi através dele, ocupando o espaço do valor de mercado, o qualitativo é irrelevante, pontuado no mesmo art. 264, que serviu para o cumprimento legal da relação de troca de ações da incorporada pelas da incorporadora, que, em muito boa hora, os administradores estabeleceram dita relação em uma por uma, segundo eles com vantagem para todos.

O que é verdadeiro, mas que também comprova que a companhia incorporada era tão valiosa quanto a incorporadora.

E se não está na lei o tal critério, não tem sentido agora, depois da sua aplicação ao caso, para se beneficiar, os apelantes contestarem a solução da sentença, em verdadeiro *venire contra factum* próprio.

Desse modo, segundo a análise o voto, a situação macula o princípio da isonomia e o princípio da liberdade de livre associação, com a seguinte imposição: ou ficar com o que lhe foi pago e sossegar ou então permanecer na sociedade, pois não lhe pagarei mais nada.

Segundo o relator a sentença descurou do ensinamento supra, haja vista a interpretação da norma jurídica aplicável, Lei 6404/76, que induz pelo método teleológico a proteção do acionista minoritário contra os desmandos, através da isonomia como meio de interpretação, que podem fazer, como fizeram os apelantes, com o intuito exclusivo de se beneficiar em detrimento daqueles(minoritários), a ponto de pretendercoartar o direito de retirada dos mesmos, o qual é essencial e potestativo (Art. 109, inc. V da LSA), para dizer o menos, mediante o chamado critério do valor justo de mercado.

Em verdade o valor das ações de propriedade dos retirantes não tem e não podem ter valor menor do que as de propriedade daqueles acionistas remanescentes. Não há motivos legais para que assim seja.

Resta assim que o artigo 264 e parágrafos, diante das circunstâncias de superioridade dos majoritários, deveria ser interpretado como temperamento.

No seu relatório não visualiza nenhuma injustiça no valor justo a ser pago aos recedentes, haja vista o valor estabelecido para o acervo acionário da empresa incorporada em face da avaliação pelo preço justo de mercado. Aliás, é a própria lei e os próprios elementos dos autos que afirmam a justeza do valor atribuído às ações em caso de reembolso. E se aoacervo acionário dos sócios retirantes são iguais e da mesma classe dos sócios remanescentes, não há como ser-lhes pago valor diverso daquele

devidamente atribuído, a não ser como mácula ao princípio do enriquecimento sem causa.

Voto do Relator:

Assim, em virtude do recesso, o que resta de tudo que foi analisado é o reembolso da diferença das ações dos acionistas minoritários na proporção do valor da base para a promoção de troca das ações estabelecido no protocolo apresentado a assembleia geral e por ela aprovado, através do laudo de avaliação do preço justo de mercado e decidido na sentença recorrida.

Isto posto, voto no sentido de negar provimento ao primeiro recurso de apelação para manter a sentença recorrida no que se refere à condenação do pagamento da diferença de reembolso do valor de troca das ações de propriedade das segundas recorrentes, com base no laudo de avaliação justo de mercado da incorporada, mais juros e correção e custas processuais, e de dar parcial provimento ao recurso adesivo para condenar os réus, ora primeiros apelantes, ao pagamento dos honorários advocatícios na proporção de 10% cento, calculado sobre o valor da condenação acrescida de juros e correção monetária, nos termos do que acima fundamentado.

O relator nega provimento a apelação para manter a sentença recorrida, no que se refere à condenação do pagamento da diferença de reembolso do valor de troca das ações, com base no laudo de avaliação justo de mercado da incorporada, mais juros e correção e custas processuais, conforme ementa abaixo:

DIREITO EMPRESARIAL. INCORPORAÇÃO DE COMPANHIA. DIREITO DE RECESSO. POSSIBILIDADE. DIREITO ESSENCIAL E POTESTATIVO. REEMBOLSO. ACERVO AÇIONÁRIO DOS RECEDENTES. VALOR DA AÇÃO. VALOR DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO. ÚLTIMO BALANÇETE. IMPOSSIBILIDADE. RELAÇÃO DE VANTAJOSA. PAGAMENTO A MENOR. IMPOSSIBILIDADE. MÁCULA AO PRINCÍPIO DA ISONOMIA E DA LIBERDADE DE ASSOCIAÇÃO. CONFIGURAÇÃO. AÇÃO PROCEDENTE. SENTENÇA CONDENATÓRIA MANTIDA. SUCUMBÊNCIA RECÍPROCA. INEXISTÊNCIA. HONORÁRIOS SOBRE O VALOR DA CONDENAÇÃO. LEGALIDADE.

Em caso de incorporação de uma companhia por outra, os sócios que não concordarem tem o direito de se retirarem da sociedade, porque se trata de direito essencial e potestativo com a submissão dos remanescentes.

É indevido e ilógico o pagamento do valor das ações pela avaliação do patrimônio líquido da companhia pelo último balanço realizado, por não observar o valor das ações ou o valor do justo mercado (art. da LSA).

A relação de troca das ações vantajosa para os acionistas determina o pagamento das ações aos sócios com base nesta relação, inclusive os sócios retirantes.

Se tal não ocorrer, estará proscrito o princípio da igualdade entre os acionistas e ainda o princípio da liberdade de associação face ao impedimento o exercício do direito potestativo.

Ação procedente em primeiro grau. Sentença mantida.

Inexistência de sucumbência recíproca em razão do decaimento mínimo dos demandantes.

Os honorários de advogados devem ser equitativos à pretensão econômica da parte, pela mesma noção semântica do art. 20, § 3º, do CPC.

Improvemento do primeiro apelo. Provimento parcial do segundo recurso" (e-STJ fls. 1.507-1.508).

Quadro 4 – Apelação 0030912-89.2011.8.19.0001

Análise	Caso 3
Órgão	TJRJ
Apelação Cível	0030912-89.2011.8.19.0001
Matéria	Reembolso de ações
Fundamentação	Arts. 45 e 264 da LSA

Relator	Des. Lindolpho Morais Marinho
Critério utilizado no julgamento	Aplicação do Justo valor de mercado
Ano do julgamento	2014

Fonte: Autora, 2020.

Caso 4: Recurso Especial 1.572.648- RJ (2015/0235988-5) - Superior tribunal de Justiça (Recurso interposto no processo da apelação analisada no caso 3).

Trata-se de recurso especial interposto pela Lafarge Brasil S.A., contra acórdão proferido pelo Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro (ementa acima transcrita).

Abaixo, os fatos considerados relevantes para o deslinde do presente recurso:

- i) Nas avaliações realizadas, foi adotado o critério mais vantajoso para fins de substituição das ações da companhia incorporada pelas da incorporadora, qual seja o valor justo de mercado, correspondente a R\$ 39,56(trinta e nove reais e cinquenta e seis centavos) por ação (e- STJ fls. 1.514).
- ii) No cálculo do valor das ações para fins de reembolso dos acionistas minoritários retirantes foi utilizado o critério do patrimônio líquido contábil constante do último balanço da incorporada, que corresponde a R\$ 11,89(onze reais e oitenta e nove centavos) por ação (e- STJ fls. 1.513-1.514).
- iii) O valor de troca das ações constante no protocolo de incorporação teve valor cerca de três vezes maior que o ofertado e pago aos acionistas minoritários a título de reembolso pelo exercício do direito de retirada (e- STJ fls. 1.310).

O relator ao analisar o recurso ora analisado, concluiu que o valor calculado com base no patrimônio líquido contábil não refletia o valor real das ações e era irrisório se comparado com o valor de troca calculado com base no valor justo de mercado, quase quatro vezes maior. Nesse sentido, afirma não ser possível afirmar que o acórdão recorrido, ao eleger o valor justo de mercado como critério a ser utilizado para pagamento do valor de reembolso das ações do acionista dissidente retirante por ocasião da incorporação da companhia controlada, tenha infringido o disposto no art. 45, § 1º, da Lei 6.404/1976.

Quadro 5 – Recurso Especial 1.572.648- RJ (2015/0235988-5)

Análise	Caso 4
Órgão	STJ
Recurso Especial	1.572.648- RJ (2015/0235988-5)
Matéria	Reembolso de ações
Fundamentação	Art. 45 da Lei 6.404/1976
Relator	Min. Ricardo Villas Bôas Cueva
Critério utilizado no julgamento	Aplicação do Justo valor de mercado
Ano do julgamento	

Fonte: Autora, 2020.

Assim como foi estudado ao longo do presente trabalho, o principal conflito que resulta do exercício do direito de recesso, é que o seu exercício pode acarrear em prejuízos a saúde financeira da empresa, o que em termos práticos torna oneroso o pagamento do reembolso ao acionista minoritário, sendo necessário requerê-lo de forma litigiosa. Todavia, o posicionamento do Poder Judiciário no que tange ao valor de reembolso que deve ser pago pela sociedade anônima aos seus acionistas no ato de retirada, é de que mesmo obrigatoriamente será contabilizado como o valor justo de mercado.

O cenário jurisprudencial sobre os temas que envolvem as Sociedades Anônimas, seja o tema em questão ou outras lides, passa por uma obstrução ocasionada pelo aumento do uso da arbitragem como metodologia de resolução de conflitos, seguindo uma tendência global dos mercados de capitais.

Sendo os conflitos inevitáveis, a instituição que operam no mercado de capitais precisam cada vez mais buscar sistemas de resolução das lides que não necessariamente estejam associados aos órgãos jurisdicionais para que atinjam um nível de satisfação e celeridade compatíveis com a suas demandas. Necessidades estas que veem sendo supridas por meio das Câmaras de Arbitragem.

Segundo Cappelletti e Garth (2002), os benefícios oriundos do tratamento Arbitral são observados há muitos anos, o que impulsionou a Lei nº 6.404/76, alterada

pela Lei nº 10.303/01, que incorporou ao ordenamento o § 3º do art. 109 com a seguinte redação, Brasil (2001):

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.

Somada a esta disposição, ainda deve ser mencionado o Estatuto da Micro e Pequena Empresa, instituída pela Lei Complementar nº 123/06 que em seu art. 75 faz um estímulo direto ao uso da Conciliação Prévia, a Mediação e a Arbitragem como uso de resolução, Brasil (2006):

Art. 75. As microempresas e empresas de pequeno porte deverão ser estimuladas a utilizar os institutos de conciliação prévia, mediação e arbitragem para solução dos seus conflitos.

§ 1º Serão reconhecidos de pleno direito os acordos celebrados no âmbito das comissões de conciliação prévia.

§ 2º O estímulo a que se refere o caput deste artigo compreenderá campanhas de divulgação, serviços de esclarecimento e tratamento diferenciado, simplificado e favorecido no tocante aos custos administrativos e honorários cobrados.

Neste sentido, diante da necessidade de resolver os conflitos entre os acionistas, sobretudo, os minoritários, garantir o cumprimento dos deveres de todos os sujeitos que compõe a Sociedade Anônima, partindo da lógica de que o procedimento arbitral, com comportar um tramite diferencial, propicia o caminho mais adequado para tratar de tema que necessitem de um diálogo, mesmo em ambiente mais complexos como nos litígios que envolvem acionistas, controladores e outros.

Como já foi mencionado, a sociedade globalizada exige que os empreendimentos que compõe o mercado de capitais tenham capacidade ao mesmo tempo que tratam de questões aliadas a produtividade, credibilidade, ética, dentre outros aspectos, para que possam competir entre si.

Segundo, João Bosco Lodi (2010), a governança corporativa nas Sociedades Anônimas consiste na representação de objetivos traçados pela Assembleia Geral, visando tratar de questões que afetam indiretamente a saúde financeiro e produtividade das companhias, dentre os quais se destacam os conflitos que envolvem os acionistas. Feitas estas breves ponderações, como a dinâmica acionária é influenciada por fatores das mais variadas natureza, as possíveis soluções, inevitavelmente, também parte de diferentes espectros.

Em um cenário no qual o capital social de uma determinada companhia esteja fracionado entre acionistas, que por sua vez estão submetidas a uma estrutura hierárquica, que consistem em um controle societário gerencial, há uma notória propensão a conflitos que versem sobre os interesses entre os acionistas e a administração da companhia.

Problema que é ampliado pelo fato de no Brasil, mais de um diploma regular esta atividade, o qual também está submetido aos regimentos, Estatutos, regulações administrativas, dentre outros elementos oriundos da atividade da própria Assembleia Geral e do mercado de capitais.

Em uma ótica socioeconômica, é de suma importância destacar que a relação entre os acionistas e a Sociedade de capital aberto não se restringe apenas as questões de cunho meramente financeiro, devendo se estender também satisfação dos acionistas ou sócios por meio da observância de suas prerrogativas, garantidas por lei e pelo Estatuto de cada companhia.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A presente dissertação teve por escopo a análise do instituto do direito de recesso, previsto na lei das Sociedades Anônimas e como esse instituto vem sendo aplicado como norma de proteção ao acionista minoritário, em especial quando da ocorrência de incorporação. Nesse contexto é relevante a compreensão e conhecimento de como os tribunais vem se posicionando no tocante ao reembolso das ações das companhias envolvidas.

A partir da introdução, observou-se a necessidade de aprofundar-se no tema das Sociedades Anônimas, e o direito de recesso, eleitos como objeto dessa análise os acórdãos pertinentes ao tema do Superior Tribunal de Justiça, Tribunal de Justiça do Distrito Federal e dos Territórios, Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro e Tribunal de Justiça do Rio Grande do Sul, delimitando-se o lapso temporal de 2013 a 2018.

Antes, porém, procedeu-se ao desenvolvimento de fundamentação teórica, com base nos objetivos específicos estabelecidos.

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.

O Capítulo 2 teve como objetivo estudar alguns conceitos históricos do mercado acionário, indispensáveis para a compreensão das bases do sistema financeiro e do desenvolvimento das sociedades anônimas.

Originalmente, como foi devidamente abordado ao longo do trabalho, o mercado financeiro é objeto de um complexo processo evolutivo ao longo do tempo, e se beneficiou o desenvolvimento do sistema bancário, financeiro e outros, na qual uma das principais inovações consiste na transição em um modelo que atuava por meio de negociações pessoalmente e por títulos físicos e o atual ambiente digitalizado, no qual a compra e venda de produtos ocorrer por meio de plataformas digitais.

Neste sentido, mercado financeiro surge com a finalidade de gerenciar e dar estabilidade a economia, em seu sentido global e particular de cada Nação, se debruçando não somente na figura do lucro, e tratando de questões de interesse social. Nacionalmente, a atividade financeira passou por um tardio fenômeno de modernização, entretanto, após o protagonismo da Globalização, o Brasil pode enfim es-

truturar sistemicamente a sua ordem econômica, instituindo órgãos e diplomas normativos competentes a impulsionar as finanças e tornar o país um importante integrante da comunidade internacional.

O mercado acionário opera dentro de uma lógica que está condicionada a diferentes fatores, sejam estes de natureza econômica, jurídica ou de outros segmentos, e é com base nesta premissa que o estudo do mesmo é de fato uma atividade complexa, que demanda uma a investigação de uma série de fenômenos com repercussão direta e indireta. Portanto, e, com base no que abarcado no tópico anterior, o direito de recesso é uma das garantias essenciais asseguradas a todos os acionistas, promovendo uma relação equilibrada de tratamento entre os integrantes do mercado acionário.

No que diz respeito aos direitos essenciais, antes mesmo de entrar no mérito de sua análise conceitual, é de suma relevância destacar o caráter de ordem pública ao qual tais direitos se investem, como atenta Ruggiero (1957, p. 64):

Com o Capítulo 3, objetivou-se estudar de forma mais aprofundada as sociedades anônimas e o direito de recesso.

A Lei das Sociedades Anônimas permite ao acionista, diante de determinadas situações previstas em lei, a faculdade de se retirar da companhia e de ter o reembolso de suas ações. Esta prerrogativa é denominada de direito de recesso ou retirada, conforme estabelece a norma. Sendo este direito essencial ao sócio, não poderá o estatuto social ou a convocação da Assembleia Geral para diminuir ou extinguí-lo. Nesse mesmo sentido, a Lei de nº 6404/76 determina que o acionista não tenha a obrigação de exercê-lo, porém este não poderá renunciar.

A possibilidade da incidência de tal direito parte da situação em que estando reunidos os acionistas em Assembleia Geral e estes aprovem qualquer matéria prevista nos incisos do artigo 136 da LSA, resta ao sócio que contrariar tal decisão se retirar da sociedade. As hipóteses presentes neste artigo tem a finalidade de provocar mudanças significativas na estrutura da companhia, então seria abusivo fazer com que um sócio permaneça nesta empresa se este discordar de tais atos.

No ordenamento brasileiro a LSA não é a única que dispõe sobre o assunto, como também o código civil já que adota a teoria do contrato plurilateral visto que nesse caso não é necessário limitar a quantidade de partes diante da celebração de um contrato. Nesse sentido, o artigo 981 do CC conceitua a sociedade a partir da

celebração de um contrato, onde as pessoas se obrigam a contribuir com bens ou serviços para o exercício da atividade, partilhando os resultados desta.

Assim, se a sociedade é formada a partir de um contrato plurilateral, ou seja, que não há limitação para o número de partes. É admitida a entrada e saída dos sócios sem que tenha a extinção do contrato, possibilitando ao legislador tipificar as hipóteses em que é possível a retirada do acionista. Tais conjecturas estão presentes tanto na Lei das Sociedades Anônimas, como no Código Civil ao trazer a possibilidade da retirada do sócio por meio da livre cessão ou não das quotas na sociedade limitada.

Dentro dessas possibilidades, não se pode negar a incidência dos princípios constitucionais nas relações empresariais visto que o regime capitalista também é norteado por princípios e valores fundamentais advindos da Constituição. Assim, dispõe o artigo 5º, XX, da CF que ninguém poderá ser compelido a associar-se ou a permanecer associado, portanto, a retirada do sócio da companhia é perfeitamente possível e legal. Além disso, o §1º do mesmo dispositivo estabelece a aplicação imediata, visto que na óptica da hierarquia a Carta Magna é revestida de superioridade dentro do ordenamento jurídico.

As sociedades anônimas exercessem a atividade empresarial no mercado acionário e faz-se necessário compreender suas características e importância. Nesse capítulo buscou-se compreender o conceito do direito de recesso e sua ligação com as sociedades anônimas, tendo em vista que a previsão legal de aplicação do deste direito está prevista na Lei das Sociedades Anônimas.

No Capítulo 4 estudamos os direitos essenciais do acionista minoritário, o direito de recesso como medida de proteção ao acionista minoritário, com base nos ditames da Lei 6.404/1976, as hipóteses legais, o pedido de retirada e pagamento (reembolso) e como essa norma protetiva é importante no mercado financeiro e acionário.

O direito de recesso, o seu titular tão somente comunica à sociedade que deseja dela se retirar, sendo os efeitos de tal declaração alcançados não importando qualquer tipo de atuação da companhia, devendo esta, pois, suportar os efeitos oriundos de tal declaração, como o pagamento do valor de reembolso do valor investido na sociedade, a ser calculado conforme critérios estabelecidos em

lei; ou reconsiderar a deliberação que teria enseja o exercício do direito de retirada.

Entre o pedido de retirada e o pagamento existe um lapso temporal e a respeito disso existem duas doutrinas que tentam justificar a figura do acionista nessa situação. A primeira defende que ao apresentar o pedido de retirada, o acionista perdera seu status de sócio e se tornará um credor da companhia. Já a segunda, entende que o acionista só deixará de ser sócio quando for reembolsado de suas ações. Nesse sentido, a primeira corrente se mostra mais eficaz tendo em vista que para que ocorra a cobrança do reembolso, é preciso que a relação contratual do acionista para com a companhia seja acabada.

Os litígios pertinentes ao direito de retirada das sociedades anônimas chegam ao âmbito dos Tribunais brasileiros, em uma parcela considerável das ações, para que os magistrados verifiquem a legalidade do procedimento, situação ao qual também ser averiguados os possíveis abusos por parte daquelas que ostentam maior poder econômico – e conseqüentemente decisório, na estrutura interna destas instituições.

É indispensável mencionar que muito embora o tema do direito de recesso seja apreciado por instrumentos legais específicos, que em alguns aspectos detalham com profundidade as etapas pertinentes ao exercício desta prerrogativa, a tutela efetuada pelo Poder Judiciário tem a importante função de garantir que o ordenamento jurídico seja devidamente cumprido, bem como, alinhar a interpretação dele ao novo paradigma jurídico e a dinâmica volátil do mercado acionário.

Na contemporaneidade, a legislação vigente que disciplina, bem como, a doutrina que estuda o direito acionário, tende a manifestar um viés protecionista em favor do acionista minoritário, alinhando-se ao novo paradigma jurídico que enfatiza a vulnerabilidade que desequilibra as diferentes relações sociais. Fragilidade esta materializada pela concentração de influência decisória dos membros das sociedades anônimas com direito de voto, o que impulsionou a implementação de medidas legais que deem tratamento diferenciado aos acionistas minoritários.

No que diz respeito a atividade dos Tribunais, é possível identificar que as decisões seguem no sentido de garantir os direitos essenciais dos acionistas minoritários, com fundamento, principalmente na Lei nº 6.404 de 1976.

Nos casos de incorporação de uma companhia por outra, em que os sócios minoritários não concordarem com as deliberações da assembleia que causem prejuízos, os acionistas tem o direito de se retirarem da sociedade.

As decisões analisadas no capítulo 5, apontam que os tribunais vêm reconhecendo o direito de recesso como essencial e potestativo.

Percebe-se que a matéria ainda suscita dúvida em relação a ocorrência de prescrição no exercício de tal direito, tendo em vista que se tem buscado nas demandas a aplicação dos prazos prescricionais do CPC. Nas decisões aqui analisadas, as decisões foram no sentido de aplicação dos prazos da Lei 6.404/1976 em detrimento da previsão do Código de Processo Civil.

No tocante ao valor de reembolso das ações dos dissidentes, a análise das decisões tem sido no sentido que para cálculo do valor do reembolso, deve-se utilizar os mesmos critérios que serviram de base para as trocas de ações nas incorporações.

Importante destacar que nas decisões analisadas observa-se uma predominância no entendimento de que o critério de avaliação do valor de reembolso aos dissidentes pelo valor do patrimônio líquido contábil não é regra, optando os julgados pelo critério de valor econômico das ações como medida de proteção ao acionista minoritário.

Ademais, as decisões dos órgãos jurisdicionados brasileiro tendo de forma majoritária a exigir o cumprimento dos prazos legais que norteiam o exercício do direito de recesso, sob pena de prescrição, independente da inercia partir por parte do acionista minoritário ou de outro membro da sociedade anônima.

A cada ano o Mercado de Capitais atinge um protagonismo consideravelmente elevado, o que comprova que com a ampliação da educação financeira observada nos últimos anos e com a democratização do acesso ao mercado de capitais, o número de investires ativos atingiu um patamar históricos. O espectro econômico é protagonizado por agentes que vislumbram um poder de influência com capacidade de manipular as políticas governamentais, bem como, as pautas da comunidade internacional. Cabe ressaltar que este crescimento também é incentivado por tais medidas protetivas, que incentivam a captação de novos interessados.

REFERÊNCIAS

ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Responsabilidade civil dos administradores de S/A: e as ações correlatas**. São Paulo: Saraiva, 2009.

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.

AMENDOLARA, Leslie. **Direito dos Acionistas Minoritários**. 3.ed. São Paulo: Quartier Latin. 2012.

AMENDOLARA, Leslie. **O direito dos acionistas minoritários**. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

AQUINO, Leonardo Gomes de. **Curso de Direito Empresarial: Teoria Geral e Direito Societário**: Brasília: Kiron, 2015.

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

BARDIN, Laurence. **Análise de conteúdo**. 7. Ed. São Paulo: Atlas, 2011, p. 47.

BARROS, Aidil J. S.; LEHFELD, Neide Aparecida de S. **Fundamentos da metodologia científica**. São Paulo: Prentice Hall, 2007.

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

BORBA, José Edwaldo Tavres. **Direito societário**. 17. ed. São Paulo: Atlas, 2015.

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 jan. 2021.

BRASIL. **Decreto nº 21.536, de 15 de junho de 1932**. Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/legin/fed/decret/1930-1939/decreto-21536-15-junho-1932-517361-publicacaooriginal.com>. Acesso em: 4 fev. 2021.

BRASIL. STF, **RE 104895**, rel. Min. Carlos Madeira, Segunda Turma, j. 17/06/86. Disponível em: <https://jurisprudencia.stf.jus.br/pages/search/sjur66540/false>. Acesso em: 12 fev. 2021.

BRASIL. STJ, **AREsp 140.538**, rel. Min. João Otávio de Noronha, Quarta Truma, j. 28/05/2013. Disponível em: https://processo.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ITA&sequencial=1253510&num_registro=201202314391&data=20130826&peticao_numero=201300224250&formato=HTML. Acesso em: 12 fev. 2021.

BRASIL. STJ, **AREsp 531.981**, rel. Min. Maria Isabel Gallotti, Quarta Truma, j. 01/10/2019. Disponível em: <https://scon.stj.jus.br/SCON/deciso/es/toc.jsp?processo=531.981&b=DTXT&p=true>. Acesso em: 11 fev. 2021.

BRASIL. STJ, **AREsp 752.829**, rel. Min. Marco Buzzi, Quarta Truma, j. 26/02/2016. Disponível em: https://www.stj.jus.br/docs_internet/revista/electronica/stj-revista-electronica-2011_222_capQuartaTurma.pdf. Acesso em: 11 fev. 2021.

BRASIL. STJ, **Resp 1.572.648**, rel. Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, j. em 12.09.2017. Disponível em: https://www.stj.jus.br/docs_internet/informativos/PDF/Inf0611.pdf. Acesso em: 11 fev. 2021.

BRASIL. STJ, **REsp 1.642.118**, rel. Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, Terceira Turma, j. 20/02/2018. Disponível em: https://www.stj.jus.br/webstj/processo/justica/jurisprudencia.asp?origemPesquisa=informativo&tipo=num_pro&valor=REsp1642118. Acesso em: 15 fev. 2021.

BRASIL. STJ, **REsp 710.648**, rel. Min. Massami Uyeda, Quarta Truma, j. 26/06/2007. Disponível em: <http://www.stj.jus.br/SCON/infojur/doc.jsp>. Acesso em: 11 fev. 2021.

BRASIL. STJ, **REsp 901260**, rel. Min. Carlos Alberto Menezes Direito, Terceira Truma, j. 13/11/2008. Disponível em: <http://www.stj.jus.br/SCON/infojur/doc.jsp>. Acesso em: 11 fev. 2021.

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

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários ao Código Civil: Parte Especial do direito de empresa**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2005.

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

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

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

COELHO, Fábio Ulhôa. **A sociedade limitada no novo Código Civil**. São Paulo: Saraiva, 2003

COELHO, Fábio Ulhôa. **Curso de Direito Comercial**. Vol. 2. 21. ed. São Paulo: Saraiva, 2018.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS – CPC. **CPC 15: Combinação de negócios**. Brasília, 2011. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=46>>. Acesso em: 17 jan. 2021.

COMPARATO, Fábio Konder. **Função social da propriedade dos bens de produção**. São Paulo: Revista de Direito Mercantil, 1986.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 6. ed. rev. atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 19-20.

COSTA, Ilton Garcia. FREITAS, Paulo Henrique de Souza. **Terceiro Setor, ONGs: Questões Críticas**. São Paulo: Editora Verbatim, 2012, p. 144.

COSTA, João Paulo Oliveira e. **A formação do aparelho central da administração ultramarina no século XV**. São Paulo: Atlas, 2001, p. 89.

DISTRITO FEDERAL.TJDFT, **Acórdão 1.151.371**, rel. Flávio Rostirola, Terceira Trama Cível, j. 08/03/2019. Disponível em: <https://www.tjdft.jus.br/consultas/jurisprudencia/informativos/2019/informativo-de-jurisprudencia-n-388/incorporacao-de-sociedade-anonima-2013-direitos-a-substituicao-de-acoes-e-ao-reembolso-2013-inercia-do-acionista>. Acesso em: 15 fev. 2021.

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

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

FONSECA, Priscila Corrêa da. **Dissolução parcial, retirada e exclusão de sócio**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro: produtos e serviços**. 17. ed. Rio

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; ADAMEK, Marcelo Vieira Von. “**Afectio Societatis**”: um conceito jurídico superado no moderno direito societário pelo conceito de fim social. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2008, p. 118.

FURTADO, Ana Lilian. **Acordo da Basiléia: Um Estudo Sobre as Suas Influências e Implementação no Sistema Financeiro Brasileiro**. Florianópolis: UFSC, 2005.

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

GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

GITMAN, Lawrence J. JOEHNK, Michael D. **Princípios de Investimentos**. 8. ed. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2005, p. 133.

HABERLER, Gottfried. **Crescimento Econômico e Estabilidade: uma análise da evolução e das políticas econômicas**. 1. ed. Rio de Janeiro: Zahar, 1976, p. 271.

INOVARSE, **2011**, p. 20. Disponível em:
https://www.inovarse.org/sites/default/files/T14_0143_13.pdf. Acesso em: 17 jan. 2021.

INVESTING. **Índices Mundiais e Setoriais**. Disponível em:
<https://br.investing.com/indices/world-indices>. Acesso em: 21 jan. 2021.

IUDÍCIBUS, Sérgio de; et al. **Manual de contabilidade societária**. São Paulo: Atlas, 2013.

KASHIURA JR., Celso Naoto. **Sujeito de direito e capitalismo**. Tese (Doutor em Filosofia e Teoria Geral do Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012.

KUWABARA, Kleber. **Societário e Mercado de Capitais: Briefing de Operações**. 2. ed. São Paulo: Giz Editorial, 2008, p. 269.

LAKATOS, Eva Maria; MARCONI, Marina de Andrade. **Metodologia científica**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2011.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A lei das S.A. (Pareceres)**. 3. ed. Rio Janeiro: Renovar, 1997, p. 331.

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

LORIA, Eli; KALANSKY, Daniel. **Processo Sancionador e Mercado de Capitais**. s IV: Estudo de Casos e Tendências; Julgamentos da CVM. São Paulo: Quartier Latin, 2019. MACÊDO, Lucas Buriel de. **Precedentes judiciais e o direito processual civil**. 2. ed. Salvador: Juspodivm, 2017, p. 67.

MAGRO, Luciana; TELÓ, Admir Roque. **As mudanças organizacionais em fusões e incorporações de empresas**. Manaus: a

MARQUES, Rogério; SEVALLI, Roberto Paulino. **Preparatório para Exame de Certificação**. São Paulo: Mac, 2007.

MATA, Henrique Tomé da Costa. **Macroeconomia**. Salvador: 2018.

MELLO, Pedro Carvalho. **Mercado de Capitais e Desenvolvimento Econômico**. Rio de Janeiro: IBEMEC, 1979.

MINAYO, Maria Cecília de Souza (Org.). **Pesquisa social: teoria, método e criatividade**. 29. ed. Petrópolis: Vozes, 2010.

MORETTIN, Pedro. **Econometria Financeira: um curso em séries temporais financeiras**. São Paulo: Atlas, 2006.

MORITZ, Renata Brandão. **As hipóteses de recesso na Lei das sociedades anônimas**. São Paulo, Atlas, 1996, p. 66.

MOULIN, Darlan Alves; SILVA, Daisy Rafaela da. **A tributação sobre o consumo e as desigualdades sociais no estado de crise socioeconômica**. Revista DIREITO UFMS, Campo Grande, MS, v. 3, n. 1, p. 211-232, jan./jul. 2017. Disponível em: <<http://seer.ufms.br/index.php/revdir/article/view/2978>>. Acesso em: 07 fev. 2021.

NAKAYAMA, Wilson Kasumi. **Divulgação de informações sobre operações de combinação de negócios na vigência do pronunciamento técnico CPC 15**. 2012. 153 f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012.

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

NEVES, Vanessa Ramalhete Santos. **Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas**. Rio de Janeiro: Lúmen Júris, 2002.

OLIVEIRA, Fernão Justen de. **Abuso de Direito do Acionista Minoritário**. Curitiba: UFPA, 1997, p. 142-143.

PADOVEZE, Luiz Clóvis; BERTOLUCCI, Ricardo Galinri. **Gerenciamento do risco corporativo em controladoria**. 2. ed. São Paulo: Cengage Learning, 2008, p. 144.

PARAÍSO, Anna Luiza Prisco. **O direito de retirada na sociedade anônima**. 2. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2000.

PERIN JUNIOR, Ecio. **A Lei 10303/2001 e a proteção do acionista minoritário**. São Paulo: Saraiva, 2004.

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

RAMOS, André Luiz Santa Cruz. **Direito empresarial esquematizado**. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2016. p. 75.

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

RESTIFFE, Paulo Sérgio. **Dissolução de sociedades**. São Paulo: Saraiva, 2011.

RESTIFFE, Paulo Sérgio. **Manual do novo direito comercial**. São Paulo: Dialética, 2006.

RIBEIRO, Renato Ventura. **Exclusão de sócios nas sociedades anônimas**. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

RIO DE JANEIRO. TJRJ, **Apelação nº 30912-89/2011-0001**, rel. Lindolpho Morais Marinho, Décima Sexta Câmara Cível, j. 02/12/2014. Disponível em: <http://www1.tjrj.jus.br/gedcacheweb/default.aspx?UZIP=1&GEDID=00046B4FA908792864EA5C479C7570BCF0DFC50340263918&USER>. Acesso em: 15 fev. 2021.

RIO GRANDE DO SUL. TJRS, **AG 587055419**, rel. Vanir Perin, Quarta Câmara Cível, j. 17/06/1987. Disponível em: <https://tj-rs.jusbrasil.com.br/jurisprudencia/8803097/agravo-de-instrumento-ag-587055419-rs-tjrs>. Acesso em: 12 fev. 2021.

RIO GRANDE DO SUL.TJRS, **AC 588008680**, rel. Sérgio Pilla da Silva, Quinta Câmara Cível, j. 29/03/1988. Disponível em: <https://tj-rs.jusbrasil.com.br/jurisprudencia/5262521/apelacao-civel-ac-588008680-rs-tjrs>. Acesso em: 12 fev. 2021.

RIPERT, Georges. **Aspectos jurídicos do capitalismo moderno**. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1947, p. 8.

ROCHA, Fernando Alberto Sampaio. **Evolução da Concentração Bancária no Brasil**. Brasília: Positivo, 2006.

RODRIGUES, Aldenir Ortiz et al. **Planejamento Contábil e Reorganização Societária**. 1. ed. São Paulo: IOB, 2012, p. 647.

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

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

SEVERINO, Antônio Joaquim. **Metodologia do trabalho científico**. 23. ed. São Paulo: Cortez, 2007, p. 304.

SILVA, Daniel Henrique Ferreira da. et al. **As operações de fusão, incorporação e cisão e o planejamento tributário**. 2004. Disponível em: <https://congressosp.fipecafi.org/>. Acesso em: 01 fev. 2021.

SILVA, De Plácido e. **Vocabulário Jurídico**. 27. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2006.

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

TOSCANO JUNIOR, Luiz Carlos. **Guia de referência para o mercado financeiro**. São Paulo: EI-Edições Inteligentes, 2004.

VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedades por ações: comentários ao decreto-lei n. 2.627, de 26 de setembro de 1940**. 3. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 1959, p. 43.

VASCONCELLOS, Marco Antônio Sandoval de. **Fundamentos da economia**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 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->

0.pdf>. Acesso em: 19 nov. 2017.

APÊNDICE - APOSTILA



CARTILHA DO ACIONISTA

Das noções sobre mercado acionário, sociedades anônimas e o direito de recesso e proteção ao acionista minoritário.

Juazeiro do Norte – CE / Brasil – 2021

Apresentação da Cartilha:

A complexidade dos conceitos sobre mercado acionário, sociedade por ações, acionistas e seus direitos, podem também ser considerados um dos entraves para um melhor entendimento e participação das pessoas a esse tipo de negociação que envolve ativos financeiros de empresas. A presente cartilha é produto de dissertação a ser apresentada em banca do Curso de Mestrado Profissional em Direito da Empresa e dos Negócios pela Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS. Este trabalho não se propõe a esgotar o tema, mas discorrer sobre os principais aspectos que envolvem o mercado de ações e principalmente sobre o direito de receso do acionista minoritário, entender os direitos e deveres destes também em casos de incorporação de uma sociedade por outra, não podemos olvidar que esta cartilha também se objetiva a trazer de forma didática e acessível uma apresentação do tema estudado.

Gilbene Calixto Pereira Claudino

Advogada, Especialista em Direito Civil e Processo Civil pela Unileão, Mestranda em Direito da Empresa e dos Negócios pela Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS.

gilbenecalixto@gmail.com

Sumário:

- 1** – O que é o mercado financeiro?
- 2** – Conceito de ações e acionista.
- 3** – O que é uma Sociedade Anônima?
 - 3.1** – Características.
 - 3.2** – Classificação.
 - 3.3** – Disciplina Legal
- 4** – Conceito de Acionista Minoritário.
 - 4.1** – Direitos do acionista minoritário.
 - 4.2** – Direito de recesso.
- 5** – Referências.
- 6** – Referências das imagens.



1 | O que é o mercado financeiro?

O mercado financeiro, como é possível extrair de sua própria nomenclatura, é oficialmente o espaço no qual ocorrem as principais operações de cunho financeiro. Em meio as diferentes espécies de transações, destaca-se a compra e venda de produtos financeiros – popularmente denominado de papéis. É neste mesmo cenário em que funciona a Bolsa de Valores e instituições de similar relevância. A incorporação de plataformas digitais a dinâmica do mercado acionário foi responsável pela popularização do comércio de ações, tendo em vista que mais pessoas passaram a ter acesso.

(FURTADO, Ana Lilian. Acordo da Basiléia: Um Estudo Sobre as Suas Influências e Implementação no Sistema Financeiro Brasileiro. Florianópolis: UFSC, 2005)

2 | Conceito de ações e acionista.

Ações são títulos que representam uma fração do valor das companhias ou sociedades anônimas. Ou seja, uma ação é como se fosse um pedaço de uma empresa. Quando uma instituição decide expandir seu negócio, muitas vezes necessita buscar mais dinheiro para isso. Portanto, muitas delas se tornam companhias de capital aberto e ofertam suas ações — chamadas também de papéis — no mercado para obter recursos. Dessa forma, qualquer pessoa devidamente registrada na Bolsa de Valores pode adquirir esses títulos, passando a integrar o grupo de acionistas da companhia.

Ações ordinárias (ON): Esse tipo garante a quem investiu o direito a voto e à participação nas decisões da companhia. Essa participação, mais próxima da administração do negócio depende da quantidade de ações ordinárias que um investidor possui. Desse modo, os grandes acionistas conseguem influenciar muito mais os direcionamentos da empresa do que os pequenos investidores.

Ações Preferenciais (PN): Se você se perguntou o que são ações preferenciais, eis aqui a resposta. Diferentemente da ON, uma ação PN não permite o direito a voto nas assembleias. No entanto, quem investe — e tem esses papéis — tem preferência na hora de receber a distribuição de lucros, como pagamento de dividendos, e compensações, no caso de falência, por exemplo.

(<https://blog.toroinvestimentos.com.br/o-que-sao-acoes-ordinaria-preferencial>. Acesso em 01/12/2021 às 14h24min)

Acionista é a pessoa, física ou jurídica, que possui uma ou mais ações em uma empresa de Sociedade Anônima (S.A).

Um acionista pode ser somente uma pessoa, ou um grupo de pessoas reunidas para investir numa ação da sociedade. Existe também a possibilidade de outras empresas serem acionistas de uma companhia.

Dentro desse contexto, existem três tipos de acionista:

- **Acionista controlador:** escolhido por meio de votação na assembleia geral, é quem possui o controle da empresa. Além de ser titular de direitos de sócio, o acionista controlador tem a maioria dos votos nas decisões da assembleia geral, e seu objetivo é orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.
- **Acionista majoritário:** é o investidor que possui mais de 50% de ações de uma companhia. Com isso, tem direito a voto e controle acionário (ou seja, controle da empresa).
- **Acionista minoritário:** este tipo de acionista não detém a maior parte das ações da empresa, mas possui informações sobre ela e pode votar em decisões importantes.

(<https://warren.com.br/blog/o-que-e-acionista/>. Acesso em 01/12/2021 às 14h34min)



3 | O que é uma Sociedade Anônima?

As sociedades anônimas exercem a atividade empresarial no mercado acionário, por meio da abertura de capital para obter investimentos. Neste sentido, operam com seu capital fracionado por meio de ações, que são comercializadas e adquiridas por aqueles que posteriormente vão se integrar a estrutura desta sociedade empresarial como acionista, comportando na proporção dos papéis que possuem, direitos essenciais e não essenciais.

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

3.1 | Características.

ATipo de sociedade empresarial na 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, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. V. 1. 7. ed. São Paulo: Saraiva, 2013).



3.2 | Classificação.

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).

As 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.

(MARQUES, Rogério; SEVALLI, Roberto Paulino. Preparatório para Exame de Certificação. São Paulo: Mac, 2007).

3.3 | Disciplina Legal.

As Sociedades Anônimas ou por Ações são regidas pela Lei nº 6.404/1976



4 | Conceito de Acionista Minoritário.

Acionista minoritário é aquele que possui ações de uma determinada empresa, com ou sem direito a voto dependendo do tipo de ação que possui, porém, que não detém o controle acionário.

Normalmente, o acionista minoritário é o investidor que compra ações de uma empresa, visando a obtenção de ganhos com a valorização de suas ações ou de proventos, conforme o caso. Ainda assim, ele assume o risco de perda, quando ocorre a desvalorização da empresa.

Dessa forma, temos que o sócio minoritário é aquele que participa dos lucros e dos prejuízos de uma sociedade empresarial, seja ela de capital aberto ou fechado, mas que tem pouca (como veremos mais adiante) ou nenhuma influência sobre o destino da companhia.

(<https://www.alfm.adv.br/acionista-minoritario/>. Acesso em 01/12/2021 às 18h22min)

4.1 | Direitos do acionista minoritário.

a) direto de participação nos lucros, no momento em que o acionista adquire as ações de uma determinada empresa, o mesmo está fazendo um investimento com a finalidade de receber parte dos lucros obtidos pela atividade;

b) direito de preferência na subscrição de valores mobiliários, a medida visa assegurar um direito de preferência de que as ações serão ofertas primeiramente aos acionistas já vinculados aquela instituição.

c) direito de participar da divisão patrimonial da sociedade no caso de liquidação, obrigação de incluir os acionistas no rateio dos recursos líquidos, a legislação pátria protege os mesmos, inclusive, de eventuais prejuízos.

d) direito de fiscalização da gestão dos negócios, é através desta atividade de controle que o acionista, sobretudo, o minoritário, tem acesso aos balanços e outros documentos que atestam os níveis de eficiência e lucratividade da sociedade anônima.

e) direito de recesso ou de retirada, é proteção conferida ao acionista minoritário de se retirar da sociedade quando discordar de deliberação sobre certas matérias que for tomada pela assembleia geral.

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

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

4.2 | **Direito de recesso.**

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. Nesse caso, o acionista receberá o reembolso do valor de suas ações, conforme artigo 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.



5 | Referências.

(FURTADO, Ana Lilian. Acordo da Basiléia: Um Estudo Sobre as Suas Influências e Implementação no Sistema Financeiro Brasileiro. Florianópolis: UFSC, 2005)

(<https://blog.toroinvestimentos.com.br/o-que-sao-acoes-ordinaria-preferencial>. Acesso em 01/12/2021 às 14h24min)

(<https://warren.com.br/blog/o-que-e-acionista/>. Acesso em 01/12/2021 às 14h34min)

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

(CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. V. 1. 7. ed. São Paulo: Saraiva, 2013).

Lei nº 6.404/1976.

(MARQUES, Rogério; SEVALLI, Roberto Paulino. Preparatório para Exame de Certificação. São Paulo: Mac, 2007).

(<https://www.alfm.adv.br/acionista-minoritario/>. Acesso em 01/12/2021 às 18h22min)

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

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



6 | Referências das imagens.

https://www.univeritas.com/sites/ung.br/files/fields/imagemTopo/noticias/2017/09/books-1245690_1920.jpg

<https://oempregoeseucom.files.wordpress.com/2020/05/1bd6b-sociedade-anonima.jpg>

https://br.freepik.com/vetores-gratis/aplicativo-da-bolsa-de-valores-pagina-de-destino_8968973.htm#page=1&query=bolsa%20de%20valores&position=0&from_view=search

<https://definicion.de/poligono-de-frecuencia/>

<https://www.pexels.com/photo/businesspeople-talking-4427612/>

<https://portaldeauditoria.com.br/auditoria-interna-em-logistica/group-of-people-working-out-business-plan-in-an-office/>

<https://articainvest.com.br/2021/11/05/bom-momento-para-investir-no-fundo-artica/>