

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
FACULDADE DE DIREITO  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DIREITO

**Fabício Loureiro de Carvalho Freitas**

**A INCORPORAÇÃO DE COMPANHIA CONTROLADA:  
REGIME E EFEITOS DO ARTIGO 264 DA LEI DAS S.A.**

Porto Alegre  
2016

**Fabício Loureiro de Carvalho Freitas**

**A INCORPORAÇÃO DE COMPANHIA CONTROLADA:  
REGIME E EFEITOS DO ARTIGO 264 DA LEI DAS S.A.**

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do título de mestre pelo Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

Orientador: Prof. Dr. Gerson Luiz Carlos Branco

Porto Alegre  
2016

### CIP - Catalogação na Publicação

Freitas, Fabrício Loureiro de Carvalho

A incorporação de companhia controlada: regime e efeitos do artigo 264 da Lei das S.A. / Fabrício Loureiro de Carvalho Freitas. -- 2016. 149 f.

Orientador: Gerson Luiz Carlos Branco.

Dissertação (Mestrado) -- Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade de Direito, Programa de Pós-Graduação em Direito, Porto Alegre, BR-RS, 2016.

1. Incorporação de companhia controlada. 2. Acionista minoritário. 3. Artigo 264. 4. Relação de substituição de ações. 5. Direito de recesso. I. Branco, Gerson Luiz Carlos, orient. II. Título.

**Fabrcio Loureiro de Carvalho Freitas**

**A INCORPORACAO DE COMPANHIA CONTROLADA:  
REGIME E EFEITOS DO ARTIGO 264 DA LEI DAS S.A.**

Dissertacao apresentada como requisito parcial  
para obtencao do titulo de mestre pelo  
Programa de Pos-Graduacao da Faculdade de  
Direito da Universidade Federal do Rio  
Grande do Sul.

Aprovada em: \_\_\_/\_\_\_/\_\_\_

Banca examinadora:

---

Prof. Dr. Gerson Luiz Carlos Branco  
(Orientador)

---

  

---

  

---

*Dedico ao Fernando, meu pai, e à Fátima,  
minha mãe, pelo apoio e amor incondicional.  
Sem vocês, nada seria possível.*

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço ao Professor Dr. Gerson Luiz Carlos Branco pelas orientações prestadas ao longo da pesquisa, pela disposição e dedicação com que sempre me recebeu e pelas palavras de incentivo, essenciais para a conclusão desta dissertação.

Agradeço aos membros do Programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul pela presteza com que me receberam ao longo dos mais de dois anos do programa. Agradeço aos colegas de equipe do escritório pela compreensão com o tempo dedicado à pesquisa acadêmica e as ausências no período. Meu agradecimento aos colegas bibliotecários do escritório pelo auxílio na busca do material utilizado no aprofundamento do tema escolhido.

Agradeço aos meus irmãos, Frederico e Fábio, pela forma com que sempre me apoiaram e me incentivaram no enfrentamento das dificuldades encontradas no estudo. Aos meus pais, Fernando e Fátima, por terem me acompanhado durante a dura e prazerosa jornada do mestrado, meu muito obrigado.

## RESUMO

Esta dissertação estuda os mecanismos disponibilizados pelo artigo 264 da Lei das Sociedades Anônimas para proteção adicional dos interesses e dos direitos dos acionistas minoritários na incorporação de companhia controlada. Para tanto, são abordados os dispositivos legais, os posicionamentos doutrinários e as interpretações da jurisprudência administrativa e judicial sobre o assunto no Brasil. O primeiro capítulo do estudo analisa o conceito e a natureza jurídica da incorporação, a substituição de ações e de direitos dos acionistas na operação, o procedimento de incorporação, e a relação de controle existente entre as companhias incorporadora e incorporada. O segundo capítulo analisa a evolução histórica das disposições do artigo 264, partindo do Projeto de Lei que lhe deu origem até o texto do dispositivo atualmente vigente. O terceiro capítulo analisa a proteção adicional oferecida ao acionista minoritário pelo *caput* do artigo 264, atrelada à relação de substituição de ações adotada na operação. O quarto capítulo analisa a proteção adicional conferida ao acionista minoritário pelo §3º do artigo 264, vinculada ao direito de recesso na operação. Ao final, a conclusão arremata as principais discussões identificadas ao longo do estudo.

**Palavras-chave:** Incorporação de Companhia Controlada. Controle. Acionista Minoritário. Artigo 264. Relação de Substituição de Ações. Direito de Recesso.

## ABSTRACT

This thesis studies the mechanisms provided by Article 264 of the Brazilian Corporations Law for additional protection of the interests and rights of minority shareholders in the merger of a subsidiary corporation into its parent corporation. To this end, we discuss the legal provisions, the legal literature and the interpretations of administrative and judicial case law on the subject in Brazil. The first chapter of the study analyzes the concept and the legal nature of a merger, the substitution of shares and rights of the shareholders in the transaction, the merger procedure, and the control relationship that exists between the parent corporation and its subsidiary. The second chapter analyzes the historical development of the provisions of Article 264, from the bill from which it originated to the text of the provision currently in force. The third chapter analyzes the additional protection granted to minority shareholders by the chapeau of Article 264, regarding the share exchange ratio adopted in the transaction. The fourth chapter analyzes the additional protection afforded to minority shareholders by paragraph 3 of Article 264, relating to the right to withdraw from the transaction. Finally, the conclusion finalizes the main discussions identified throughout the study.

**Keywords:** Merger of a Subsidiary Corporation into its Parent Corporation. Control. Minority Shareholder. Article 264. Share Exchange Ratio. Right to Withdraw.



## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>9</b>
-------------------------	----------

### PRIMEIRA PARTE

<b>INCORPORAÇÃO DE COMPANHIA CONTROLADA.....</b>	<b>14</b>
<b>Capítulo I – Incorporação de Sociedade .....</b>	<b>14</b>
<b>Capítulo II – Evolução Histórica do Artigo 264 .....</b>	<b>63</b>

### SEGUNDA PARTE

<b>REGIME E EFEITOS DO ARTIGO 264 .....</b>	<b>82</b>
<b>Capítulo III – Relação de Substituição de Ações na Perspectiva do Artigo 264.....</b>	<b>86</b>
<b>Capítulo IV – Direito de Recesso na Perspectiva do Artigo 264 .....</b>	<b>109</b>
<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>131</b>
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>139</b>

## INTRODUÇÃO

Os grupos de sociedades empresárias são uma realidade no Brasil e demandam cada vez mais a atenção da doutrina e do legislador. A possibilidade fática de que o acionista controlador da sociedade controladora abuse do poder que detém sobre as sociedades que integram esses grupos com a finalidade de prejudicar os interesses e direitos dos acionistas minoritários exigiu do legislador a disponibilização de mecanismos capazes de conter o desequilíbrio existente entre esses acionistas. Essa tensão é potencializada quando sociedades integrantes de mesmo grupo são submetidas à operação de incorporação. A suspeita é de que o eventual abuso do controlador nessas operações pode atingir os interesses e direitos dos acionistas minoritários tanto da sociedade incorporada quanto da sociedade incorporadora.

A incorporação de sociedade permite que a incorporadora absorva o patrimônio da incorporada, a partir da deliberação social tomada em assembleias gerais das sociedades. A operação, de acordo com a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com redação vigente (“Lei das S.A.”), pressupõe o aumento do capital social da incorporadora, a integração do quadro de acionistas de ambas as sociedades envolvidas e a extinção da sociedade incorporada.

O negócio realizado provoca a realocação dos patrimônios, das atividades empresariais e dos grupos sociais da incorporada e da incorporadora no âmbito da incorporadora remanescente e pode alterar a perspectiva que antes detinham os acionistas dessas sociedades sobre a rentabilidade das atividades empresariais, a política de distribuição de dividendos, a composição do acervo líquido, e os demais atributos lhes conferidos pelas ações de sua titularidade. Para os acionistas das duas sociedades envolvidas no negócio, tem grande relevância a relação de substituição de ações adotada pelas sociedades, isto é, as ações que são emitidas pela incorporadora em substituição às extintas ações da incorporada. É a partir dessa relação de substituição de ações que são definidos os direitos de participação dos acionistas da incorporada e da incorporadora na organização social da incorporadora ao final da operação.

Na incorporação de sociedade controlada, o acionista controlador da incorporadora tem condições de influenciar e definir a vontade social das duas sociedades envolvidas na operação sobre os termos da incorporação, inclusive, sobre a relação de substituição de ações que será adotada na operação. Essa influência do controlador na definição da vontade social das sociedades é identificada tanto na atuação dos administradores, quanto nas deliberações sociais tomadas em sede das assembleias gerais.

O pragmatismo do Direito Comercial e a constatação de conflitos no seio social decorrentes de atos abusivos do acionista controlador levaram o legislador brasileiro a estabelecer, no artigo 264<sup>1</sup> da Lei das S.A., mecanismos especiais voltados a fornecer elementos formais e materiais aos acionistas minoritários de modo que estes possam aferir e fiscalizar o poder do acionista controlador na determinação da relação de substituição de ações na incorporação de sociedade controlada e resguardar seus interesses e direitos.<sup>2</sup>

Esta dissertação é dedicada justamente à identificação dos mecanismos disponibilizados pelo artigo 264 da Lei das S.A. e à análise da forma pela qual procuram atenuar a tensão existente entre acionista controlador e acionista minoritário na definição do interesse das sociedades na incorporação.

Apesar de as disposições do artigo 264 estarem atreladas, em grande medida, a relação de substituição de ações proposta pelas sociedades para operação, o estudo não é dedicado ao exame do que seria uma relação de substituição de ações adequada para operação de incorporação de sociedade controlada, quanto menos a identificação dos limites impostos pela Lei das S.A. para sua determinação. Como é sabido, a definição da relação de substituição de ações depende das mais diversas variáveis econômicas e financeiras e, também, da interpretação subjetiva dos envolvidos no negócio, todos elementos que fogem à proposta desta pesquisa.

---

<sup>1</sup> 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.

§ 1º A avaliação dos dois patrimônios será feita por 3 (três) peritos ou empresa especializada e, no caso de companhias abertas, por empresa especializada.

§ 2º Para efeito da comparação referida neste artigo, as ações do capital da controlada de propriedade da controladora serão avaliadas, no patrimônio desta, em conformidade com o disposto no caput.

§ 3º Se as relações de substituição das ações dos acionistas não controladores, previstas no protocolo da incorporação, forem menos vantajosas que as resultantes da comparação prevista neste artigo, os acionistas dissidentes da deliberação da assembleia-geral da controlada que aprovar a operação, poderão optar, no prazo previsto no art. 230, entre o valor de reembolso fixado nos termos do art. 45 e o valor apurado em conformidade com o disposto no caput, observado o disposto no art. 137, inciso II.

§ 4º Aplicam-se as normas previstas neste artigo à incorporação de controladora por sua controlada, à fusão de companhia controladora com a controlada, à incorporação de ações de companhia controlada ou controladora, à incorporação, fusão e incorporação de ações de sociedades sob controle comum.

§ 5º O disposto neste artigo não se aplica no caso de as ações do capital da controlada terem sido adquiridas no pregão da bolsa de valores ou mediante oferta pública nos termos dos artigos 257 a 263.

<sup>2</sup> LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 249.

Sabe-se que a legislação societária brasileira disponibiliza diversas outras estratégias capazes de compor a relação entre o poder do controlador e os interesses e direitos dos acionistas minoritários na operação em comento. Trata-se tanto de normas materiais, que criam direitos e deveres, quanto de normas instrumentais, sustentadas em procedimentos específicos.<sup>3</sup> Apesar de, ao longo do estudo, as análises realizadas fazerem referência a esses outros institutos disponibilizados pela Lei das S.A., a pesquisa não se propõe a perquirir instrumentos distintos daqueles disponibilizados pelo artigo 264, dada a ampla gama de ferramentas e mecanismos que ao longo da história foram criados para proteção dos interesses dos acionistas minoritários.<sup>4</sup>

A Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), ao longo dos anos, tem procurado regulamentar a operação de incorporação de sociedade controlada a fim de equilibrar a referida tensão existente entre acionista controlador e acionista minoritário na incorporação de sociedade controlada. O estudo utiliza as suas constatações para analisar os mecanismos disponibilizados pelo artigo 264 na operação de incorporação de sociedade controlada, sem pretender esgotar as contribuições e os entendimentos externados pela autarquia sobre a operação.

Deve-se destacar, ainda, que a análise do mecanismo disponibilizado pelo artigo 264 é feita a partir das peculiaridades que envolvem a operação de incorporação de sociedade anônima controlada, não sendo objeto desta pesquisa a incorporação de outras espécies de sociedades, sejam elas empresárias ou não. A operação de incorporação objeto de estudo é aquela em que a incorporadora é direta ou indiretamente titular de ações representativas do capital social da incorporada suficientes para caracterização do controle societário. A operação de incorporação entre companhias que mantêm entre si quaisquer das espécies de controle externo ou de controle gerencial não é abrangida pela presente pesquisa, assim como aquela realizada entre companhias integrantes de grupo de direito, face ao tratamento especial conferido à matéria pelos artigos 265 e seguintes da Lei das S.A.

A análise realizada não abrange as peculiaridades que envolvem a incorporação de controladora por sua controlada, a fusão de companhia controladora com a controlada, a

---

<sup>3</sup> Para fins de exemplo, refere-se à: a) aprovação da operação pela assembleia geral; b) direito de recesso dos acionistas dissidentes; c) regras para fixação da relação de substituição de ações; e d) regras para divulgação de informações. TOMAZELLA, Carla Mosna; MARIZ, Lívia. A proteção de acionistas nas operações de fusão, incorporação e cisão no Brasil e no direito comparado. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (Coord.). *Direito societário contemporâneo I*. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 207-235.

<sup>4</sup> PARGENDLER, Mariana. *Evolução do direito societário: lições do Brasil*. São Paulo: Saraiva, 2013.

incorporação de ações de companhia controlada ou controladora e a incorporação, fusão e incorporação de ações de sociedades sob controle comum, ainda que o potencial abuso de poder do controlador e prejuízo dos interesses e direitos dos acionistas minoritários possam também ser verificados nessas operações, tendo em vista que suas peculiaridades criam distinções que escapam ao objeto da pesquisa proposta. Tais questões somente são tratadas quando indispensáveis à adequada interpretação dos mecanismos disponibilizados pelo artigo 264 diante das peculiaridades que envolvem a operação de incorporação de sociedade controlada.

A matéria está ligada com uma série de outros aspectos jurídicos que tangenciam o tema vinculados a áreas distintas do direito societário, tais como do direito tributário, financeiro, regulatório, trabalhista e outras, o que evidentemente escapam ao objeto da pesquisa e, portanto, somente são referidas quando absolutamente necessárias para análise de argumentos que digam respeito ao objeto central do estudo. Ou seja, o objeto desta dissertação é a identificação e a análise dos mecanismos disponibilizados pelo artigo 264 da Lei das S.A. aos acionistas minoritários para que estes possam fiscalizar o poder do acionista controlador e resguardar seus interesses e direitos na incorporação de sociedade controlada.

Delimitado o objeto da pesquisa, cumpre identificar que a incorporação de sociedades foi reconhecida como operação autônoma e ganhou disciplina própria a partir das disposições do Decreto Lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940 (“Decreto Lei nº 2.627/1940”), quando foram estabelecidos os parâmetros gerais do procedimento a que estavam submetidas toda e qualquer operação de incorporação, e foi com a vigência da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (“Lei nº 6.404/1976”), que a matéria recebeu disciplina pormenorizada.

Em 1976, inserido na nova sistemática oferecida pela lei societária brasileira, o procedimento da operação de incorporação recebeu novos contornos, e foram estabelecidos no artigo 264 os mecanismos especiais aplicáveis a incorporação de sociedade controlada. Os mecanismos constantes no artigo 264 sofreram ajustes e alterações ao longo dos anos. Em 1989, com as disposições da Lei nº 7.958, de 20 de dezembro de 1989 (“Lei nº 7.958/1989”); em 1997, a partir das alterações realizadas pela Lei nº 9.457, de 5 de maio de 1997 (“Lei nº 9.457/1997”), e, no ano de 2001, com novas alterações efetivadas pela Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001 (“Lei nº 10.303/2001”).

Neste cenário, importante identificar que a figura do acionista minoritário foi definida em contraposição à disciplina detalhada que recebeu a figura do acionista controlador na Lei nº 6.404/1976. Referências ao termo “acionista minoritário” foram feitas ao longo da

norma com a finalidade de identificar ora acionistas com direito de voto incapazes de definir a vontade social em razão da existência de outros acionistas com maior representatividade no capital social (artigo 161, §4º), ora, de forma ampliada, recepcionando os acionistas sem direito de voto (artigo 117, §1º, alíneas “a” e “c”). O termo “acionista minoritário”, adotado ao longo do trabalho, representa todo e qualquer acionista em contraposição ao acionista controlador, abrange, por conseguinte, tanto o acionista titular de ação ordinária, quanto o acionista titular de ação preferencial, independentemente de ter ou não direito a voto.

A análise dos mecanismos disponibilizados pelo artigo 264 para tratamento da operação de incorporação de sociedade controlada é realizada com base em pesquisa bibliográfica em livros de doutrina nacional, em pesquisa de jurisprudência e, ainda, de decisões administrativas da CVM.

O estudo da matéria está dividido em duas partes. A fim de compreender a justificativa da implantação do artigo 264 na legislação societária brasileira e o tratamento legislativo conferido à matéria desde a promulgação da Lei nº 6.404/1976, a primeira parte do estudo é dedicada à análise dos contornos da operação de incorporação de sociedade controlada e da evolução histórica do artigo 264. A segunda etapa do trabalho parte das constatações feitas na primeira etapa acerca das particularidades da operação e do tratamento legislativo conferido à matéria e analisa a sistemática dos mecanismos disponibilizados pelo artigo 264 no que concerne à relação de substituição de ações e o direito de recesso. Em outras palavras, pressupostos e efeitos.

Ao final do estudo, é possível identificar a forma pela qual os instrumentos disponibilizados pelo legislador através do artigo 264 pretendem atenuar o poder do acionista controlador da incorporadora e assegurar o atendimento dos interesses e direitos dos acionistas minoritários da incorporada e da incorporadora na operação.

## **PRIMEIRA PARTE**

### **INCORPORAÇÃO DE COMPANHIA CONTROLADA**

A análise da disciplina oferecida pelo artigo 264 à incorporação de sociedade controlada deve ser antecedida da compreensão do cenário no qual o dispositivo está inserido. Com essa finalidade, o estudo aprofunda, nesta etapa do trabalho, os contornos e as especificidades da incorporação de sociedade controlada e a evolução histórica das disposições do artigo 264 desde o Projeto de Lei que lhe deu origem até o texto atualmente vigente na Lei das S.A.

A identificação das especificidades da incorporação de sociedade controlada é realizada mediante a análise da definição e da natureza jurídica da operação de incorporação, da análise da substituição de ações e de direitos dos acionistas decorrente da operação, da identificação do procedimento que deve ser seguido para efetivação da incorporação e dos contornos que a relação de controle societário existente entre incorporadora e incorporada oferece à operação.

As constatações obtidas com a análise da incorporação de sociedade controlada são acrescidas, no momento seguinte, do estudo do tratamento conferido pelo legislador ao artigo 264 desde o Projeto de Lei nº 2.559/1976 até o texto vigente da Lei das S.A. A pesquisa perpassa pelas disposições do artigo no texto da Lei nº 6.404/1976 e pelas discussões e alterações acerca do tema que acompanharam a vigência das Leis nº 7.958/1989, nº 9.457/1997 e nº 10.303/2001.

#### **Capítulo I – Incorporação de Sociedade**

O entendimento da especificidade da operação de incorporação de sociedade controlada e da necessidade de disponibilização de mecanismo especial para compor o poder do acionista controlador e os interesses e direitos do acionista minoritário na operação exige a análise das características que são comuns a toda e qualquer operação de incorporação de sociedades, bem como o aprofundamento dos contornos que envolvem a relação de controle entre sociedade controladora e controlada em operações desse tipo.

Para tanto, nesta etapa, o estudo analisa a definição e a natureza jurídica da incorporação de sociedades, a substituição de ações e de direitos realizada na operação, o procedimento a que está submetida a operação de incorporação de sociedade controlada e os

contornos do poder de controle da sociedade controladora sobre a sociedade controlada que justificam o tratamento especial da operação.

#### A. Definição e Natureza Jurídica<sup>5</sup>

A incorporação foi regulada pela primeira vez no ordenamento jurídico brasileiro nos termos do artigo 152<sup>6</sup> do Decreto Lei nº 2.627/1940. Atualmente, a operação está regulada na Lei das S.A. e, quando envolver companhia aberta, está sujeita, também, aos instrumentos estabelecidos pela CVM (instruções normativas, pareceres de orientação, dentre outros).

O Decreto nº 434, de 4 de julho de 1891 (“Decreto nº 434/1891”), vigente até a entrada em vigor do diploma legal de 1940, não fez qualquer menção à incorporação, obrigando a doutrina, no período, a determinar os contornos específicos do instituto a partir de disciplina da norma jurídica direcionada à fusão.<sup>7</sup> Não por outra razão, a incorporação era identificada no Brasil, até 1940, como espécie do gênero fusão.<sup>8</sup>

A partir do Decreto Lei nº 2.627/1940, a incorporação passou a ser identificada como a operação<sup>9</sup> por meio da qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra que lhes

<sup>5</sup> Embora o conteúdo do capítulo tenha por fundamento a pesquisa nas obras de diversos autores, tiveram importância fundamental, sob o ponto de vista metodológico para enfrentamento do tema, a sistemática e a organização apresentadas por Corradini na obra CORRADINI, Luiz Eduardo Malta. *Relação de substituição de ações em operações de incorporação e incorporação de ações*. 2014. 287f. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014.

<sup>6</sup> Art. 152. A incorporação é a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações. (Revogado pela Lei nº 6.404, de 1976)

§ 1º A sociedade anônima incorporadora deverá, em assembleia geral, na forma desta lei, aprovar as bases da operação e o projeto de reforma dos estatutos. As sociedades que houverem de ser absorvidas tomarão conhecimento desses atos e, se os aprovarem, autorizarão os administradores a praticar os atos necessários à incorporação, inclusive a subscrição em bens pelo valor que se verificar entre o ativo e o passivo. (Revogado pela Lei nº 6.404, de 1976)

§ 2º A assembleia geral da sociedade anônima incorporadora nomeará os peritos para a avaliação do patrimônio líquido das sociedades que tenham de ser incorporadas, e, aprovado o laudo da avaliação, promoverão os diretores daquela sociedade o arquivamento e a publicação dos respectivos atos. (Revogado pela Lei nº 6.404, de 1976)

<sup>7</sup> “O decr. 434 contém uma única disposição sobre a matéria, a do art. 213, que declara que a fusão de duas ou mais sociedades anônimas em uma só se considera como constituição de nova sociedade e, portanto, se realizará de conformidade com os arts. 65 e seguintes do citado decreto. [...] Na ausência, pois, de normas de direito positivo reguladoras da fusão das sociedades anônimas ou de qualquer outra espécie, a construção jurídica deve orientar-se no sentido dos princípios ou regras, que disciplinam a constituição, funcionamento, dissolução e liquidação das sociedades”. (VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades anônimas*. Rio de Janeiro: Mundo Medico, 1937. p. 393).

<sup>8</sup> VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações: comentários ao Decreto-Lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940*. Rio de Janeiro: Revista Forense, 1941. v. 2. p. 176.

<sup>9</sup> O termo é definido por Bulhões Pedreira, a partir das disposições da Lei das S.A., como “ato ou efeito de operar, fazer, realizar ou agir, e é empregada para representar conjuntos de atos interligados, processos ou



sucedem em todos os direitos e obrigações.<sup>10</sup> Em 1976, a Lei das S.A., embora disciplinando de forma pormenorizada a operação, manteve a essência da disciplina de 1940 ao estabelecer no artigo 227<sup>11</sup> que a incorporação é a operação pela qual uma ou mais sociedades (incorporadas) são absorvidas por outra (incorporadora), que lhes sucede em todos os direitos e obrigações.<sup>12</sup>

Desde 1940, a operação de incorporação tem a função de unificar as sociedades incorporada e incorporadora envolvidas na operação.<sup>13</sup> A incorporação gera três principais efeitos: a) unificação dos patrimônios das sociedades; b) a unificação dos grupos sociais das sociedades; e c) a extinção da incorporada, sem liquidação.<sup>14</sup>

A unificação dos patrimônios das sociedades envolvidas na operação é decorrência da transmissão obrigatória da totalidade do patrimônio da incorporada para incorporadora. Transmissão de patrimônio que ocorre por sucessão universal, pela qual a incorporadora passa a ocupar a posição de sujeito ativo e passivo de todos os direitos e obrigações do patrimônio da incorporada, ainda que não conhecidos por ocasião da operação.<sup>15</sup>

Em razão desse efeito, os patrimônios da incorporada e da incorporadora são realocados no âmbito da incorporadora remanescente, e o resultado dessa realocação pode alterar a situação patrimonial que cada uma das sociedades envolvidas tinha antes da operação. É possível que uma sociedade geradora de prejuízos ou com passivos ocultos quando incorporada a outra lucrativa torne a remanescente menos lucrativa ou até mesmo geradora de prejuízo. Também possível que a incorporação operada entre sociedades

---

procedimentos, que conduzem a determinado resultado”. (PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Reorganização. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. (Coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 2. p. 1737).

<sup>10</sup> Artigo 152 do Decreto Lei nº 2.627/1940.

<sup>11</sup> Art. 227. A incorporação é a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações.

§ 1º A assembleia-geral da companhia incorporadora, se aprovar o protocolo da operação, deverá autorizar o aumento de capital a ser subscrito e realizado pela incorporada mediante versão do seu patrimônio líquido, e nomear os peritos que o avaliarão.

§ 2º A sociedade que houver de ser incorporada, se aprovar o protocolo da operação, autorizará seus administradores a praticarem os atos necessários à incorporação, inclusive a subscrição do aumento de capital da incorporadora.

§ 3º Aprovados pela assembleia-geral da incorporadora o laudo de avaliação e a incorporação, extingue-se a incorporada, competindo à primeira promover o arquivamento e a publicação dos atos da incorporação.

<sup>12</sup> O artigo 227 da Lei das S.A. autoriza que a operação compreenda a absorção de mais de uma sociedade por outra.

<sup>13</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Reorganização. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. (Coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 2. p. 1798.

<sup>14</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Avaliação do patrimônio líquido de sociedade a ser incorporada. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 2. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2: Pareceres. p. 560.

<sup>15</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Reorganização. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. (Coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 2. p. 1768-1770.

lucrativas reflita, ao cabo, em uma incorporadora remanescente com maior potencial lucrativo.

Essas variantes devem refletir diretamente sobre o objeto dos direitos de participação dos acionistas das sociedades envolvidas. A perspectiva que o acionista detinha sobre a rentabilidade, a política de distribuição de dividendos e o acervo líquido antes de efetivada a operação, no âmbito da incorporada e no âmbito da incorporadora, pode ser alterada para melhor ou pior a depender da alteração da situação patrimonial das sociedades.

De acordo com o segundo efeito da operação, os sócios da incorporadora e os sócios da incorporada, que até a efetivação da incorporação formam grupos sociais distintos, cada qual ligado ao sistema jurídico particular<sup>16</sup> de cada uma das sociedades envolvidas na operação, passam, com a incorporação, a integrar o novo grupo social da incorporadora. São os acionistas da incorporada, com exceção daqueles que exerceram o direito de retirada, que passam obrigatoriamente a integrar o grupo social da incorporadora e unificam os grupos sociais das sociedades.

A unificação do grupo social na incorporadora dá-se mediante a troca das ações extintas da incorporada por ações de emissão da incorporadora e representa, ao cabo, a extinção do sistema jurídico particular da incorporada e a modificação do sistema jurídico particular da incorporadora.<sup>17</sup> Nesse aspecto, há o acréscimo de posições jurídicas de sócios na incorporadora, e, na incorporada, há a extinção do estatuto social.<sup>18</sup> Fatos que denotam a importância da relação de substituição de ações dos acionistas da incorporada, justificam a disciplina especial do artigo 264 na Lei das S.A. e alçam o instituto à posição central deste trabalho.

A organização social da incorporadora remanescente passa a comportar os acionistas da incorporada e da incorporadora, todos titulares de direitos de participação sobre a nova estrutura da sociedade. É possível que os acionistas da incorporada não encontrem no estatuto social da incorporadora os direitos que anteriormente lhes eram assegurados no estatuto da

---

<sup>16</sup> Nas palavras de Bulhões Pedreira, “Cada contrato de sociedade cria sistema jurídico particular, integrado pelas estipulações do negócio e as normas legais cogentes e supletivas do seu tipo [...]”. (PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Reorganização. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. (Coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 2. p. 1752).

<sup>17</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Reorganização. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. (Coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 2. p. 1752-1754.

<sup>18</sup> CORRADINI, Luiz Eduardo Malta. *Relação de substituição de ações em operações de incorporação e incorporação de ações*. 2014. 287f. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Direito: Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. p. 17.

extinta incorporada. A nova posição de sócio dos acionistas das duas sociedades pode implicar a perda dos direitos que lhes eram assegurados na titularidade de determinados percentuais do capital social da sociedade, bem como na perda ou na redução da capacidade que detinham de definir a vontade social da sociedade sobre determinadas matérias postas à deliberação nas assembleias gerais.

Deve-se destacar, outrossim, que nem sempre há a unificação dos grupos sociais, porque há operações de incorporação que não geram o acréscimo destas posições jurídicas, como é o caso, por exemplo, das incorporações das subsidiárias integrais e de outras que, por essa razão, não estão submetidas à disciplina do artigo 264 da Lei das S.A. e, por conseguinte, não são objeto de aprofundamento nesta pesquisa.

Ainda, quanto ao terceiro efeito da incorporação, deve-se referir que a transmissão do patrimônio e dos sócios da incorporada para incorporadora esvazia a incorporada e gera sua extinção.<sup>19</sup> É a sucessão universal do patrimônio da incorporada pela incorporadora que assegura a extinção da incorporada sem sua prévia liquidação.<sup>20</sup> São estas as disposições do artigo 219<sup>21</sup> da Lei das S.A. que inserem a incorporação na exígua lista de causas de extinção de sociedade sem liquidação.

O negócio é realizado entre sociedades; não há, dessa forma, partilha do patrimônio da incorporada entre seus acionistas. Os acionistas da incorporada recebem ações da incorporadora para integrarem o novo grupo social dessa sociedade sem que recebam qualquer parcela do patrimônio líquido da incorporada. A totalidade do patrimônio da incorporada é transferida pela própria sociedade para a incorporadora da forma como está no âmbito daquela sociedade, intacta, mantendo-se a dinâmica das atividades empresariais. A lei não determina que os bens do ativo da incorporada devam ser transformados em dinheiro e que o passivo dessa sociedade deve ser realizado para viabilização da operação. As obrigações e responsabilidades da incorporada são mantidas e integradas à incorporadora.<sup>22</sup>

---

<sup>19</sup> BULGARELLI, Waldirio. *A incorporação das sociedades anônimas*. São Paulo: Universitária de Direito, 1975. p. 117.

<sup>20</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Reorganização. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. (Coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 2. p. 1770.

<sup>21</sup> Art. 219. Extingue-se a companhia: I - pelo encerramento da liquidação; II - pela incorporação ou fusão, e pela cisão com versão de todo o patrimônio em outras sociedades.

<sup>22</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001*. 3. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2002. v. 4. t. 1. arts. 206 a 242. p. 262-263.

A incorporação, portanto, não tem a finalidade de criar vínculo jurídico entre as sociedades e terceiros, quanto menos entre as sociedades que dela participam, tem, sim, por característica essencial, a determinação de uma nova estrutura interna para aquelas sociedades que dela participam.<sup>23</sup> Os patrimônios e grupos sociais das sociedades incorporadora e incorporada passam a integrar somente a sociedade incorporadora o que, como será identificado ao longo do estudo, tem o potencial de alterar de forma significativa o sistema jurídico particular e a estrutura interna da incorporada extinta e da incorporadora remanescente.

Verificado os efeitos da incorporação, o estudo deve dirigir-se para as discussões que envolvem a definição da natureza jurídica da operação. Nesse contexto, de imediato deve-se alertar para o fato de que não há consenso na doutrina acerca da natureza jurídica da incorporação. A complexidade de atos que a envolvem subsidiam os argumentos tanto da corrente societária (influenciada pelas doutrinas italiana e francesa) quanto da corrente contratual (influenciada pela doutrina alemã) acerca do tema.<sup>24</sup>

A corrente contratual, ciente da série de atos societários de que depende a efetivação da operação e da influência do negócio sobre a estrutura interna das sociedades envolvidas, identifica a incorporação como sendo vinculada a um contrato base. Nesse sentido, o negócio seria um contrato bilateral entre sociedades, realizado a partir da declaração de consentimento dos seus representantes, ainda que essas manifestações estivessem vinculadas a procedimentos internos próprios de cada uma das sociedades envolvidas na incorporação.<sup>25</sup>

A corrente corporativa, por seu turno, entende que a teoria contratual não explica os efeitos que decorrem da operação sobre a estrutura interna das sociedades envolvidas e indica que é a formação das vontades internas de cada uma das sociedades que justifica a concretização da operação.<sup>26</sup>

No Brasil, no período em que vigoravam o Decreto nº 434/1891 e o Código Comercial de 1850, em que, portanto, não havia previsão legal acerca da incorporação,

---

<sup>23</sup> BULGARELLI, Waldirio. *A incorporação das sociedades anônimas*. São Paulo: Universitária de Direito, 1975. p. 98.

<sup>24</sup> BULGARELLI, Waldirio. *A incorporação das sociedades anônimas*. São Paulo: Universitária de Direito, 1975. p. 85.

<sup>25</sup> CORRADINI, Luiz Eduardo Malta. *Relação de substituição de ações em operações de incorporação e incorporação de ações*. 2014. 287f. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. p. 18.

<sup>26</sup> BULGARELLI, Waldirio. *A incorporação das sociedades anônimas*. São Paulo: Universitária de Direito, 1975. p. 86-87.

Carvalho de Mendonça, enfatizando a transferência do patrimônio entre as companhias incorporadora e incorporada, destaca o aspecto contratual da incorporação ao defini-la como contrato de compra e venda ou de cessão.<sup>27</sup>

De acordo com o autor, a incorporação seria realizada via aumento do capital social da incorporadora e decretação de dissolução da incorporada, onde os liquidantes desta seriam autorizados a subscrever e integralizar as participações societárias emitidas por aquela.<sup>28</sup> Nesse cenário, as ações emitidas pela incorporadora e entregues aos acionistas da extinta incorporada representariam o preço pago pelo patrimônio transferido da incorporada para incorporadora, pelo que não seria necessário dispensar tratamento especial à matéria já que as sociedades interessadas teriam a sua disposição os instrumentos contratuais de direito comum para realização da operação.<sup>29</sup>

O desenvolvimento do instituto ao longo dos anos pela doutrina e a concretização da disciplina da matéria no Brasil a partir do Decreto Lei nº 2.627/1940 não permitiram que a natureza jurídica do instituto fosse explicada com base na visão isolada dos seus aspectos contratuais. Os efeitos da operação sobre a estrutura da incorporada e da incorporadora não permitiram reduzi-la ao enquadramento de contrato de compra e venda ou de contrato de cessão.

Não há intenção de compra e nem mesmo de venda do patrimônio da incorporada; o patrimônio é transferido de uma sociedade para outra com o propósito de viabilizar a unificação dos patrimônios das sociedades. Ainda, as ações da incorporada não são repassadas aos acionistas da incorporada a título de pagamento, mais sim para viabilizar a unificação dos grupos sociais das companhias envolvidas no negócio.<sup>30</sup> Na incorporação o que se busca é a unificação das sociedades com a criação de uma nova estrutura interna, de forma que a unificação dos patrimônios, dos sócios e a extinção da incorporada são efeitos da finalidade do instituto.<sup>31</sup>

---

<sup>27</sup> MENDONÇA, José Xavier Carvalho. *Tratado de direito comercial brasileiro*. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1964. v. 4, Livro 2, Parte 3. p. 197.

<sup>28</sup> MENDONÇA, José Xavier Carvalho. *Tratado de direito comercial brasileiro*. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1964. v. 4, Livro 2, Parte 3. p. 197.

<sup>29</sup> MENDONÇA, José Xavier Carvalho. *Tratado de direito comercial brasileiro*. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1964. v. 4, Livro 2, Parte 3. p. 197.

<sup>30</sup> FERREIRA, Waldemar. *Tratado de direito comercial: o estatuto da sociedade por ações*. São Paulo: Saraiva, 1961. v. 4. p. 545.

<sup>31</sup> PAPINI, Roberto. *Incorporação da sociedade anônima*. Belo Horizonte: Del Rey, 2013. p. 18.

Valverde parece filiar-se à corrente corporativa e, sob a égide do Decreto Lei nº 2.627/1940, destaca a importância dos atos internos das sociedades participantes da operação. Ao considerar a incorporação como um ato jurídico complexo, o autor a identifica como resultado das deliberações sociais tomadas pelas assembleias gerais das sociedades, da subscrição e da integralização de ações emitidas em decorrência do aumento de capital social da incorporadora e da extinção da incorporada.<sup>32</sup> Entendimento esse corroborado por Lacerda Teixeira:

A incorporação pressupõe a existência de uma série de atos conjugados, tanto na sociedade incorporadora como na sociedade ou sociedades incorporadas. Trata-se na verdade, de um ato complexo, que na sociedade incorporadora aparece sistematizado sob a forma de aumento de capital social e que nas sociedades incorporadas se confunde com a extinção do ente jurídico.<sup>33</sup>

Waldemar Ferreira, por seu turno, parece também adotar o viés corporativo quando, sustentado na transferência do patrimônio da incorporada para a incorporadora e no consequente repasse de ações representativas do capital social da incorporadora aos acionistas então integrantes da extinta incorporada, indica tratar-se de contrato de subscrição de ações decorrente do aumento do capital social da incorporadora.<sup>34</sup>

As análises realizadas pelos adeptos da corrente corporativa caracterizam-se pela pouca importância conferida ao que, para os adeptos da corrente contratual, seria o contrato base da operação, pelo que, ao dispensá-lo, os autores passam a identificar em um ou mais atos internos das companhias a natureza do instituto.<sup>35</sup> Ocorre, porém, que institutos como o aumento de capital social, a subscrição de ações, a transferência de patrimônio, o direito de recesso, a alteração estatutária e a extinção de uma das sociedades, quando analisados separadamente, parecem não representar o cruzamento das vontades das sociedades e, por consequência, o fim visado pela incorporação (compenetração societária).

As discussões que envolveram a definição da natureza jurídica do instituto no Brasil foram desenvolvidas paralelamente à evolução da disciplina legal aplicável à matéria.<sup>36</sup>

---

<sup>32</sup> VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações*: comentários ao Decreto-Lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940. Rio de Janeiro: Revista Forense, 1941. v. 2. p. 179-180.

<sup>33</sup> TEIXEIRA, Egberto Lacerda. *Das sociedades por quotas de responsabilidade limitada*. São Paulo: Max Limonad, 1956. p. 303.

<sup>34</sup> FERREIRA, Waldemar. *Tratado de direito comercial*: o estatuto da sociedade por ações. São Paulo: Saraiva, 1961. v. 4. p. 545.

<sup>35</sup> BULGARELLI, Waldirio. *A incorporação das sociedades anônimas*. São Paulo: Universitária de Direito, 1975. p. 87.

<sup>36</sup> Conforme ensina Branco, respeitadas as diferenças entre as disciplinas, durante o século XX o direito civil foi pródigo em produzir construções doutrinárias importantes para o direito comercial. Para aprofundamento da

Diante da falta de previsão legal sobre a incorporação no período de vigência do Decreto nº 434/1891 e do Código Comercial, o instituto foi compreendido através da concepção contratual, calcado nos instrumentos de contrato de compra e venda ou de cessão de estabelecimento comercial. No passo seguinte, já sob a regulamentação do Decreto Lei nº 2.647/1940, a incorporação tornou-se objeto de disciplina legal específica, e parte da doutrina concedeu destaque ao viés corporativo da operação passando a identificá-la a partir dos atos societários exigidos para sua efetivação.

Bulgarelli, em período imediatamente anterior à promulgação da Lei nº 6.404/1976, adota posição distinta e sustenta que a incorporação tem aspecto contratual, externo, entre as sociedades, e societário, interno.<sup>37</sup> Por meio do contrato, as sociedades acordam as bases da incorporação e, através dos atos de natureza societária, o contrato é executado por cada uma delas.<sup>38</sup>

De acordo com essa concepção, o contrato de incorporação surge com a aprovação das deliberações sociais tomadas nas assembleias gerais da incorporada e da incorporadora e é seguido dos atos societários necessários para concretização dos seus efeitos, atos esses que, ao cabo, devem ser considerados como partes do instituto, ou fases da sua realização e não como elementos isolados.<sup>39</sup> Nas palavras de Bulgarelli:

No momento em que as vontades das sociedades se cruzam ou se justapõem, não há negar a existência do contrato. Decorrente ou não de um protocolo, de um tratado ou projeto, não se pode negar a existência de um contrato. Não se deve, pois, confundir a série de atos corporativos, internos, de formação da vontade social, com a relação das sociedades entre si, com sujeitos de direito.<sup>40</sup>

---

interlocação entre os institutos, recomendamos: BRANCO, Gerson Luiz Carlos. As obrigações contratuais civis e mercantis e o projeto de Código Comercial. *Revista de Direito Civil Contemporâneo*, p. 75-95, 2014.

<sup>37</sup> BULGARELLI, Waldirio. *A incorporação das sociedades anônimas*. São Paulo: Universitária de Direito, 1975. p. 88. Lamy Filho e Pedreira parecem adotar o referido entendimento, quando apontam que a incorporação é negócio jurídico entre sociedades, e não entre sócios, que deliberam como membros dos órgãos sociais. É a incorporadora, como sociedade, que aumenta o capital social e é a incorporada, como pessoa jurídica, que subscreve esse aumento. (PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Avaliação do patrimônio líquido de sociedade a ser incorporada. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 2. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2: Pareceres. p. 561).

<sup>38</sup> BULGARELLI, Waldirio. *A incorporação das sociedades anônimas*. São Paulo: Universitária de Direito, 1975. p. 89.

<sup>39</sup> BULGARELLI, Waldirio. *A incorporação das sociedades anônimas*. São Paulo: Universitária de Direito, 1975. p. 89.

<sup>40</sup> BULGARELLI, Waldirio. *A incorporação das sociedades anônimas*. São Paulo: Universitária de Direito, 1975. p. 88.

Sob essa perspectiva, o negócio fundamental da incorporação é um contrato que, como gera efeitos modificativo e extintivo das estruturas das sociedades incorporadora e incorporada, respectivamente, deve ser sancionado por atos societários.

O caráter contratual da operação ganha contorno por ocasião do cruzamento de vontades das sociedades incorporadora e incorporada e do estabelecimento dos termos em que devem ser levados a efeito a unificação dos patrimônios e dos grupos sociais das sociedades, bem como a extinção da incorporada. É nesse contrato que são identificados os resultados das tratativas que envolvem os termos da operação e, por conseguinte, a confluência de interesses das sociedades incorporada e incorporadora em torno do negócio.

Os aspectos societários, de acordo com esse entendimento, são essenciais à operação pela função instrumental que detêm.<sup>41</sup> É que os termos do contrato somente geram os efeitos extintivos-associativos<sup>42</sup> pretendidos com a operação a partir dos atos dos administradores e da aprovação das assembleias gerais da incorporada e da incorporadora. São esses atos societários que, ao cabo, produzem os efeitos internos e externos almejados pelas sociedades envolvidas na incorporação.

O entendimento de que o conjunto dos elementos contratuais e societários pode ser adotado para definição da natureza jurídica da incorporação é corroborado com a identificação de que o interesse comum das sociedades na realização da operação concorre com a existência de interesses contrastantes entre elas. É nesse sentido que se manifesta Ascarelli quando identifica a fusão entre as subcategorias do contrato plurilateral e esclarece que os atos colegiais de cada uma das sociedades para viabilizar a operação concorrem com a vontade da outra parte de integrar um contrato.<sup>43</sup>

Interesses contraditórios esses que ficariam em evidência diante da compreensão de que a incorporação tem por característica estabelecer uma nova estrutura interna nas sociedades envolvidas na operação, e cada uma das sociedades deve barganhar pelos termos que melhor atendem os seus interesses nessa nova estrutura. Bulgarelli sustenta a classificação

---

<sup>41</sup> CORRADINI, Luiz Eduardo Malta. *Relação de substituição de ações em operações de incorporação e incorporação de ações*. 2014. 287f. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. p. 20.

<sup>42</sup> Os efeitos “extintivos-associativos” fazem referência à transferência dos sócios, do patrimônio e das relações jurídicas da incorporada para incorporante. (BULGARELLI, Waldirio. *A incorporação das sociedades anônimas*. São Paulo: Universitária de Direito, 1975. p. 112).

<sup>43</sup> ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. São Paulo: Saraiva, 1945. p. 285.



do instituto como contrato plurilateral<sup>44</sup> ao perceber que a contrariedade de interesses na incorporação aparece “nítida, clara e insofismável”<sup>45</sup>, na medida em que “uma sociedade visa a se compenetrar noutra, transmitindo seu patrimônio e sócios, enquanto a outra visa à ampliação do seu quadro societário e do seu patrimônio”<sup>46</sup>.

Inegável, todavia, que a sucessão de uma das sociedades pela outra e a extinção da sociedade sucedida ensejam dúvidas sobre a natureza contratual da operação de incorporação. Ainda, a entender que o contrato de incorporação é formalizado entre as sociedades por ocasião das deliberações sociais tomadas nas assembleias gerais, poder-se-ia questionar se a teoria do contrato plurilateral não pressupõe a existência de um contrato hipotético e que, em verdade, a efetivação da incorporação continua sustentada no resultado das deliberações sociais tomadas nas assembleias gerais das duas sociedades, como sustentam os adeptos da corrente corporativa. Caso assim se entenda, afastada a natureza contratual da operação, permanecem as dúvidas se as deliberações sociais das assembleias gerais em conjunto com os demais atos de natureza societária que compõem o negócio seriam capazes de explicar o cruzamento de vontades das sociedades para realização do negócio.

Os indícios parecem evidenciar a existência de um contrato entre as sociedades envolvidas. Possível pensar, então, que a incorporação pode ser compreendida a partir da teoria do contrato organização, segundo a qual os contratos associativos deixam de ser identificados a partir da finalidade comum dos contratos plurilaterais e passam a ser analisados a partir da organização por eles criada.<sup>47</sup> A pesquisa não identificou na doutrina o estudo da temática voltada para operação de incorporação, mas a compreensão de que o fundamento do contrato organização está no melhor ordenamento dos interesses das partes envolvidas parece abrir espaço para o aprofundamento e oferecer campo para explicação dos efeitos extintivos associativos da operação.

Do analisado resta evidente que não é pacífica a definição da natureza jurídica da incorporação. Os posicionamentos identificados apontam que o instituto já fora classificado

---

<sup>44</sup> BULGARELLI, Waldirio. *A incorporação das sociedades anônimas*. São Paulo: Universitária de Direito, 1975. p. 100-101.

<sup>45</sup> BULGARELLI, Waldirio. *A incorporação das sociedades anônimas*. São Paulo: Universitária de Direito, 1975. p. 97.

<sup>46</sup> BULGARELLI, Waldirio. *A incorporação das sociedades anônimas*. São Paulo: Universitária de Direito, 1975. p. 98.

<sup>47</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 44-46.

como de natureza contratual obrigacional, de natureza societária e de natureza contratual societária, como subcategoria dos contratos plurilaterais.

Pode-se dizer, portanto, que a incorporação é negócio jurídico complexo típico, ou nominado, próprio do direito societário, que tem a função de reorganizar as sociedades, mediante sua unificação.<sup>48</sup> Operação que, conforme já referido, não deve ser confundida pelo intérprete por institutos de natureza contratual e societária isolados que guardam alguma relação com os atos que a compõem, sob pena de atentar contra os seus aspectos essenciais.

Nesse sentido, deve-se dar destaque ao potencial da operação de alterar as estruturas internas da incorporada e da incorporadora. A transferência do patrimônio e do grupo social da incorporada para incorporadora, seguida da extinção da incorporada, formam uma nova estrutura interna na incorporadora e viabilizam a integração dos acionistas em um novo organismo social.

Para melhor compreensão do estudo proposto, deve-se, ainda, esclarecer o papel assumido pelos “pactos de incorporação” na concretização da incorporação. Necessário compreender que a aprovação da incorporação por ocasião da tomada das deliberações sociais nas assembleias gerais das sociedades pressupõe que os termos do negócio tenham sido ajustados previamente. O “pacto de incorporação” representa, nesse cenário, justamente o acordo prévio dos termos do negócio firmado pelos representantes das sociedades envolvidas e que está sujeito, em momento posterior, à deliberação das assembleias gerais.<sup>49</sup>

A primeira referência ao instituto no Brasil foi feita pelo legislador de 1940 ao utilizar o termo “bases da incorporação” no Decreto Lei nº 2.647/1940, sem dispensar qualquer disciplina pormenorizada acerca da matéria. A norma legal não exigiu a forma documental do acordo prévio e não estabeleceu as informações mínimas que nele deveriam constar, pelo que as propostas apresentadas às assembleias gerais das sociedades incorporada e incorporadora eram livremente definidas pelos representantes das sociedades.

O legislador de 1976, a fim de garantir a prestação de informações mínimas a todos os acionistas das sociedades envolvidas na operação, preocupou-se em disciplinar o instituto de forma mais detalhada na Lei nº 6.404/1976 e, ao identificá-lo na forma dos instrumentos de protocolo e de justificação, definiu os termos mínimos que nele devem constar e que, por

---

<sup>48</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Reorganização. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. (Coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 2. p. 1737.

<sup>49</sup> BULGARELLI, Waldirio. *A incorporação das sociedades anônimas*. São Paulo: Universitária de Direito, 1975. p. 90-91.

consequência, devem ser apresentados à deliberação das assembleias gerais para formalização do negócio.

A natureza jurídica do protocolo e da justificação é, também, bastante controvertida, existindo aqueles que, dependendo da forma do instituto e da disciplina aplicável ao procedimento da incorporação, identificam-no ou como simples projeto sem eficácia, ou como verdadeiro contrato, ou como pré-contrato, ou, ainda, como pacto preparatório.<sup>50</sup> Entre nós há quem sustente que se trata de um contrato preliminar ou pré-contrato,<sup>51</sup> ou uma proposta de deliberação<sup>52</sup>.

No Brasil, atendidos os requisitos mínimos exigidos pela Lei das S.A., os representantes das sociedades têm liberdade para estabelecer e firmar os termos dos instrumentos de protocolo e de justificação que, ao cabo, não vinculam e não obrigam as sociedades.<sup>53</sup> Os instrumentos de protocolo e de justificação são identificados como proposta dos termos da operação e geram para os representantes das sociedades a obrigação de apresenta-los à deliberação das assembleias gerais para aprovação ou não da incorporação, a critério dos acionistas.<sup>54</sup>

Não se pode confundir o “pacto de incorporação” com a incorporação aprovada pelas sociedades. Enquanto o primeiro representa o acordo prévio dos termos da incorporação, é firmado pelos representantes das sociedades envolvidas e está sujeito à aprovação ou não das assembleias gerais, o segundo é definitivo e representa o cruzamento das vontades das sociedades tomadas nas assembleias gerais e enseja os efeitos extintivos-associativos da

---

<sup>50</sup> BULGARELLI, Waldirio. *A incorporação das sociedades anônimas*. São Paulo: Universitária de Direito, 1975. p. 91-92.

<sup>51</sup> LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas: comentários à lei (arts. 189 a 300)*. Rio de Janeiro: Renovar, 2012. v. 3. p. 478. No mesmo sentido, CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001*. 3. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2002. v. 4. t. 1. arts. 206 a 242. p. 237. Ainda, BULGARELLI, Waldirio. *Manual das sociedades anônimas: com as novas alterações da Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 9.457, de 05/05/1997)*. 11. ed. São Paulo: Atlas, 1999. p. 284. Ainda, TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. São Paulo: Bushatsky, 1979. v. 2. p. 659-660.

<sup>52</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 3. arts. 189 a 300. p. 222.

<sup>53</sup> TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. São Paulo: Bushatsky, 1979. v. 2. p. 659.

<sup>54</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Reorganização. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. (Coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 2. p. 1757. No mesmo sentido, EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 3. arts. 189 a 300. p. 222. Em sentido contrário, sustentando que essa obrigação não é absoluta, LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas: comentários à lei (arts. 189 a 300)*. Rio de Janeiro: Renovar, 2012. v. 3. p. 465.

operação. Nesse sentido, os termos do acordo prévio somente vinculam as sociedades após sua aprovação pelas respectivas assembleias gerais.

No negócio de incorporação existem dois tipos de cláusulas: de um lado, as indispensáveis e inderrogáveis que consistem na obrigação da transmissão da totalidade do patrimônio da incorporada para incorporadora, na extinção da incorporada e na obrigação da entrega de novas ações para os acionistas da incorporada; e, de outro, aquelas compreendidas como variáveis e contingentes, relativas aos interesses das sociedades interessadas.<sup>55</sup> Nesse último tipo, seriam disciplinados o método de avaliação dos patrimônios, a relação de substituição de ações e as alterações do estatuto social eventualmente necessárias, todas sujeitas às distorções em favor dos acionistas controladores.<sup>56</sup>

Esta etapa do estudo, ao cabo, evidencia que a incorporação altera as estruturas das sociedades incorporada e incorporadora quando viabiliza a unificação dos patrimônios, a unificação dos grupos sociais e a extinção da incorporada. Conforme verificado, apesar das dúvidas existentes quanto à natureza jurídica da operação, a doutrina parece suportar que se trata de negócio de natureza fundamentalmente contratual efetivada por meio de atos de natureza societária essenciais à implementação dos efeitos almejados. O protocolo e a justificação firmados pelos representantes das sociedades são reconhecidos como proposta de operação e devem ser submetidos à deliberação social das assembleias gerais das sociedades para aprovação da incorporação e início dos efeitos extintivos-associativos da operação.

Para este trabalho, merece destaque também o fato de que a transferência do grupo social da incorporada para o novo organismo social da incorporadora é efetivado mediante a substituição das ações até então detidas pelos acionistas da extinta incorporada pelas novas ações emitidas pela incorporadora, nos termos, conforme constatado, estabelecidos pelos representantes das sociedades e aprovados pelos acionistas em sede das respectivas assembleias gerais.

---

<sup>55</sup> BULGARELLI, Waldirio. *A incorporação das sociedades anônimas*. São Paulo: Universitária de Direito, 1975. p. 92. No mesmo sentido, CORRADINI, Luiz Eduardo Malta. *Relação de substituição de ações em operações de incorporação e incorporação de ações*. 2014. 287f. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. p. 25.

<sup>56</sup> BULGARELLI, Waldirio. *A incorporação das sociedades anônimas*. São Paulo: Universitária de Direito, 1975. p. 92.

## B. Substituição de Ações e Direitos dos Sócios

Para melhor compreensão dos contornos da operação de incorporação de companhia controlada que ensejaram a disciplina do artigo 264, torna-se necessário o entendimento da forma pela qual é efetivada a unificação dos acionistas das sociedades envolvidas na estrutura acionária da incorporadora resultante da operação e a compreensão dos reflexos daí advindos sobre os direitos de participação desses acionistas.

Conforme observado no item anterior, a aprovação da incorporação nas assembleias gerais das sociedades envolvidas no negócio dá início aos efeitos extintivos-associativos da operação.<sup>57</sup> São atos de natureza societária que viabilizam a integração dos patrimônios societários na incorporadora e a subsequente extinção da incorporada. De acordo com a norma legal, a compenetração dos patrimônios é efetivada via aumento do capital social da incorporadora, e as novas ações emitidas pela sociedade são subscritas e integralizadas pela incorporada mediante a versão do seu patrimônio líquido. Ocasão em que todos os direitos e obrigações da incorporada passam à incorporadora por sucessão universal. As ações subscritas e integralizadas pela incorporada são repassadas pela incorporadora diretamente aos acionistas da extinta incorporada, o que reflete a extinção da incorporada.

Por fim, os acionistas da incorporada perdem compulsoriamente a titularidade das ações de sua propriedade e, em contrapartida, recebem as novas ações emitidas pela incorporadora.<sup>58</sup> É a troca das ações da incorporada extinta pelas ações da incorporadora remanescente, integralizadas com o patrimônio líquido da incorporada, portanto, que integram os acionistas da incorporada e da incorporadora no quadro social da incorporadora e determinam a fração ideal de cada acionista sobre o patrimônio social unificado. Não por acaso a determinação dessa substituição de ações se reveste de delicadeza e complexidade.<sup>59</sup>

O aumento do número de posições de sócios no capital social da incorporadora, decorrente do ingresso dos acionistas da incorporada extinta, implica a redução natural da

---

<sup>57</sup> BULGARELLI, Waldirio. *Fusões, incorporações e cisões de sociedades*. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2000. p. 102.

<sup>58</sup> EIZIRIK, Nelson. Impossibilidade de incorporação de sociedades brasileiras por instituição financeira com sede no exterior. Impedimentos no ordenamento jurídico brasileiro. In: EIZIRIK, Nelson. *Direito societário: estudos e pareceres*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 621.

<sup>59</sup> LAMY FILHO, Alfredo. A relação de substituição de ações na incorporação de subsidiária. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 2. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2: Pareceres. p. 576.

fração ideal que cada acionista detinha antes da operação.<sup>60</sup> A quantidade de ações emitidas pela incorporadora em substituição às extintas ações da incorporada é que determinará, finalmente, a fração ideal dos acionistas da incorporada e da incorporadora sobre o capital social da incorporadora remanescente e, por consequência, a medida dos direitos de participação desses acionistas na nova organização social. Nesse cenário, apesar de a alteração da fração ideal do capital social não significar, necessariamente, a redução do valor da participação detida pelos acionistas antes da operação,<sup>61</sup> ela pode implicar a alteração dos direitos de participação que esses acionistas detinham antes do negócio no âmbito de cada uma das sociedades envolvidas.<sup>62</sup>

É a fração ideal da participação dos acionistas no capital social da incorporadora remanescente, resultado da função do número, das espécies e das classes das ações em que se divide o capital social,<sup>63</sup> que determina a medida de participação desses acionistas sobre a distribuição de dividendos, o reembolso do acervo líquido, em caso de liquidação, e a capacidade de influenciar as deliberações sociais tomadas nas assembleias gerais da incorporadora.<sup>64</sup> É essa fração ideal que certifica a capacidade de o acionista exercer os direitos de minoria conferidos pela Lei das S.A., e que, também, serve de baliza para a titularidade das posições de controlador e de minoritário na sociedade.<sup>65</sup>

O potencial alterador da incorporação sobre a organização societária das sociedades envolvidas, por conseguinte, justificam as razões que a identificam como operação capaz de

---

<sup>60</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Reorganização. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. (Coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 2. p. 1775.

<sup>61</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Reorganização. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. (Coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 2. p. 1775.

<sup>62</sup> LAMY FILHO, Alfredo. A relação de substituição de ações na incorporação de subsidiária. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 2. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2: Pareceres. p. 573.

<sup>63</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Reorganização. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. (Coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 2. p. 1762.

<sup>64</sup> CASQUET, Andréia Cristina Bezerra. *Os direitos de preferência e recesso em operações de incorporação de sociedade e incorporação de ações*. São Paulo: Almedina, 2014. p. 14-15.

<sup>65</sup> É o que se depreende dos apontados acerca da função organizativa do capital social. (FRANÇA, Erasmio Valladão Azevedo e Novaes; ADAMEK, Marcelo Vieira von. Da invalidade da deliberação assemblear contrastante com as regras de fixação de preço de emissão de ações (LSA, art. 170, §1º). *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 51, n. 161/162, p. 17-37, jan./ago. 2012. p. 20).

alterar substancialmente a organização da sociedade<sup>66</sup> e a apontam como alteradora das bases essenciais dos investimentos realizados pelos acionistas.<sup>67</sup>

Para os acionistas da incorporadora, a medida dos direitos de participação é reduzida a partir do ingresso dos acionistas da incorporada no quadro de sócios da sociedade. Nesse novo cenário, a redução da fração ideal desse acionista sobre o capital social reflete a redução da sua quota-parte sobre os dividendos distribuídos, o acervo líquido, em caso de liquidação, e pode determinar a diminuição ou a perda dos direitos conferidos pela norma legal aos titulares de determinados percentuais do capital social da sociedade.<sup>68</sup>

A depender da redução da fração ideal que detém o acionista minoritário da incorporadora sobre o capital social da sociedade, os direitos de minoria atrelados à titularidade de determinados percentuais do capital social, que até a operação lhe eram assegurados, podem, a partir de então, não mais o ser. Para fins de exemplo, veja-se que a Lei das S.A. assegura ao acionista titular de 5% do capital social da sociedade o direito de requerer judicialmente a apresentação dos livros da sociedade (artigo 105) e o direito de obter informações do Conselho Fiscal (artigo 163, §6º), quando instalado. Ainda, entre os direitos assegurados aos acionistas titulares de pelo menos 10% do capital votante: a) requerer à assembleia geral que instale o Conselho Fiscal da companhia (artigo 161, §2º); b) eleger, em separado, um dos membros do Conselho Fiscal (artigo 161, §4º); e c) requerer a adoção do sistema de votação múltipla na eleição dos membros do Conselho de Administração da companhia (artigo 141).

A lista de direitos assegurados aos acionistas minoritários pela Lei das S.A. é vasta e atende também acionistas titulares de ações sem direito a voto. Nessa perspectiva, são exemplos de direitos assegurados aqueles acionistas titulares de pelo menos 5% das ações sem direito a voto: a) convocar assembleia geral de acionistas sempre que a administração da companhia não atender, no prazo de 8 (oito) dias, a pedido de convocação de assembleia para instalação de conselho fiscal (artigo 123, parágrafo único, “d”); e b) requerer à assembleia geral a instalação do Conselho Fiscal da sociedade (artigo 161, §2º). Esses e outros direitos de

---

<sup>66</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Criação de nova classe de ações preferenciais menos favorecida. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 2. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2: Pareceres. p. 340.

<sup>67</sup> NUNES, Marcelo Guedes. Direito de recesso nas incorporações. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). *Reorganização societária*. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 269.

<sup>68</sup> RIBEIRO, Renato Ventura. Incorporação de companhia controlada. In: WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge (Coord.). *Fusão, cisão, incorporação e temas correlatos*. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 109.

participação vinculados à representatividade das ações de titularidade do acionista sobre o capital social total, capital social votante e capital social sem direito a voto estão sujeitos à redução a depender do resultado da reestruturação da organização interna da sociedade incorporadora.<sup>69</sup>

Possível, também, que a incorporação implique a alteração do controlador da incorporadora quando, em decorrência da operação, a participação do controlador sobre o capital social da incorporadora impossibilitar a preponderância desse acionista nas deliberações sociais tomadas nas assembleias gerais da sociedade e ou o atendimento dos demais pressupostos exigidos pela Lei das S.A. para sua caracterização.<sup>70</sup> De se destacar, porém, que na hipótese de incorporação de sociedade controlada, a alteração do controlador da incorporada e da incorporadora, em razão da reorganização efetivada pela operação, é remota; isto porque, as duas sociedades envolvidas na operação são, ao cabo, controladas pelo mesmo centro de poder, com capacidade de influenciar a vontade social e os administradores das sociedades envolvidas no negócio e evitar sua alteração.

Quanto aos acionistas da incorporada, importante a compreensão de que os direitos de participação que lhe foram conferidos no âmbito da incorporada são completamente extintos por ocasião da extinção das ações, sem garantia de reestabelecimento no âmbito da

---

<sup>69</sup> Aqueles garantidos aos titulares de 5% do capital social da sociedade: a) iniciar ação judicial contra os membros da administração que causarem prejuízos à companhia (artigo 159, §4º, da Lei das S.A.); b) iniciar ação judicial contra a companhia controladora visando à indenização por prejuízos causados à companhia controlada em consequência de abuso de poder de controle (artigo 246, §1º, “a”, da Lei das S.A.); c) iniciar ação judicial visando à dissolução da companhia quando seus objetivos sociais não puderem ser alcançados (artigo 206, inciso II, “b”, da Lei das S.A.); d) nas companhias abertas, requerer a membros da administração informações sobre a propriedade e negociação de ações e direitos de subscrição emitidos pela companhia e de informações relativas à remuneração e benefícios recebidos por tais membros (artigo 157, §1º, da Lei das S.A.); e e) convocar uma assembleia geral de acionistas sempre que a administração da sociedade não a convoque dentro de 8 (oito) dias contados do requerimento apresentado por esses acionistas (artigo 123, parágrafo único, “c”, da Lei das S.A.).

Aqueles garantidos aos titulares de 10% do capital social, contudo, representado por ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito, é assegurado, nas companhias abertas, eleger e destituir um membro e seu suplente do Conselho de Administração, em separado, na assembleia geral, excluído o acionista controlador (artigo 141, §4º, da Lei das S.A.).

Aqueles garantidos aos titulares de 5% do capital votante: a) convocar assembleia geral de acionistas sempre que a administração da companhia não atender, no prazo de 8 (oito) dias, a pedido de convocação de assembleia para instalação de conselho fiscal (artigo 123, parágrafo único, “d”, da Lei das S.A.); e b) requerer o funcionamento do conselho fiscal da companhia filiada ao grupo (artigo 277 da Lei das S.A.).

CASQUET, Andréia Cristina Bezerra. *Os direitos de preferência e recesso em operações de incorporação de sociedade e incorporação de ações*. São Paulo: Almedina, 2014. p. 72-74.

<sup>70</sup> RIBEIRO, Renato Ventura. Incorporação de companhia controlada. In: WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge (Coord.). *Fusão, cisão, incorporação e temas correlatos*. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 120.



incorporadora.<sup>71</sup> Não há, dessa forma, transformação dos direitos até então detidos por esses acionistas na incorporada por aqueles que os substituem na incorporadora. A extinção das ações implica a extinção dos direitos conferidos por aquelas ações e a extinção de qualquer expectativa de direito eventualmente havida no âmbito da incorporada.<sup>72</sup>

A depender das estipulações do negócio, portanto, as ações emitidas pela incorporadora podem representar número, espécie e classe diversa daquelas até então detidas pelo acionista no âmbito da incorporada.<sup>73</sup> É o caso da sociedade emissora de ações ordinárias e preferenciais que é incorporada por companhia aberta cujas ações representativas do capital social são exclusivamente ordinárias em razão de integrarem o segmento de listagem do Novo Mercado, da BM&FBOVESPA.<sup>74</sup> Nesse cenário, as ações preferenciais detidas pelos acionistas da incorporada devem ser substituídas por ações ordinárias de emissão da incorporadora. Em outras operações, é possível que as estipulações do negócio impliquem a substituição das ações preferenciais da incorporada por ações preferenciais da incorporadora com vantagens e preferências distintas, assim como a substituição de ações ordinárias da incorporada por ações preferenciais da incorporadora.<sup>75</sup>

A alteração da espécie de ação de titularidade do acionista da incorporada pode, ao cabo, determinar a perda do seu direito de voto, ou, visto de outro modo, passar a assegurar a participação desse acionista na definição da vontade social da sociedade. Ainda, a alteração das vantagens e das preferências das ações preferenciais detidas pelo acionista da incorporada pode também significar o ganho, a perda, a redução ou a ampliação de direitos que justificaram o seu investimento na companhia em momento anterior. Nesse contexto, é

---

<sup>71</sup> PAPINI, Roberto. *Incorporação da sociedade anônima*. Belo Horizonte: Del Rey, 2013. p. 43. Ainda, EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 3. arts. 189 a 300. p. 225. Ainda, CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001*. 3. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2002. v. 4. t. 1. arts. 206 a 242. p. 233.

<sup>72</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Reorganização. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. (Coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 2. p. 1765.

<sup>73</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Reorganização. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. (Coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 2. p. 1762-1765.

<sup>74</sup> O item 3.1 do Regulamento de Listagem do Novo Mercado determina que, salvo quando se tratar de caso de desestatização, o capital social da companhia aberta, listada no segmento do Novo Mercado, da BM&FBOVESPA, deve ser dividido única e exclusivamente em ações ordinárias. (BRASIL. BM&FBOVESPA. *Regulamento de listagem do novo mercado*. Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/novo-mercado/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/novo-mercado/)>. Acesso em: 20 abr. 2016).

<sup>75</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Reorganização. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. (Coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 2. p. 1765. Ainda, CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova lei das sociedades anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 375.

possível que a reestruturação implique a alteração do direito do acionista da incorporada sobre a prioridade na distribuição de dividendo, o dividendo fixo e o dividendo mínimo.<sup>76</sup>

As vantagens e as preferenciais garantidas ao acionista da incorporada através das ações preferenciais emitidas pela incorporadora podem limitar as vantagens e as preferencias que detinham até então os acionistas da incorporadora. É o caso, por exemplo, do dividendo mínimo e do dividendo fixo que quando assegurados aos acionistas ingressantes da incorporada podem garantir a preferência desses acionistas na distribuição de dividendos da incorporadora.

Ademais, conforme já referido, na medida em que o acionista da incorporada passa a integrar a incorporadora, os seus direitos de participação passam a ser medidos a partir da fração ideal por ele detida no capital social da incorporadora remanescente. O fato pode implicar a alteração da sua capacidade de usufruir os direitos de minoria que são conferidos a titulares de determinados percentuais do capital social da sociedade. Por esse ângulo, seguindo o que foi referido ao tratar dos acionistas da incorporadora, veja-se que o acionista minoritário da incorporada companhia aberta que antes da operação tinha assegurado o direito de eleger e destituir, em separado, um membro e seu suplente do Conselho de Administração (artigo 141, §4º) em razão da titularidade de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito representantes de 10% do capital social da sociedade, pode, ao final da operação, ver-se integrante de companhia fechada, com fração ideal do capital social menor e sem capacidade de exercer o direito que até então lhe era assegurado.

Há de se destacar que, assim como ocorre com a incorporadora, a operação pode implicar também a alteração do titular do poder de controle da incorporada quando a fração ideal lhe conferida sobre o capital social da incorporadora remanescente não assegurar sua preponderância nas assembleias gerais e o atendimento dos demais pressupostos exigidos pela Lei das S.A para caracterização do controle societário.

Conforme verificado até aqui, portanto, é a função do número, da espécie e da classe de ações emitidas pela incorporadora em substituição às extintas ações da incorporada que determina a fração ideal dos acionistas da incorporada e da incorporadora no capital social da incorporadora remanescente e, por consequência, os direitos de participação desses acionistas

---

<sup>76</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Reorganização. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. (Coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 2. p. 1765.

na nova organização nela implantada.<sup>77</sup> Não por outra razão, a doutrina aponta que esses fatos alçam a determinação da substituição de ações ao patamar de estipulação do negócio de incorporação mais importante do ponto de vista dos interesses e direitos de participação dos acionistas das sociedades envolvidas na operação.<sup>78</sup>

Identificado o quanto a substituição de ações decorrente da incorporação pode alterar os direitos dos acionistas da incorporada e da incorporadora, a análise deve dirigir-se às distintas teorias que buscam explicar a natureza jurídica da substituição de ações. Importante destacar-se desde já que a doutrina não é pacífica quanto à definição dessa matéria.

Nesse cenário, parte da doutrina identifica que essa substituição de ações é realizada por sub-rogação real legal na medida em que se verifica, no caso, a substituição das ações independentemente da vontade dos acionistas. De acordo com essa corrente, a substituição é realizada na incorporação por força de dispositivo legal, como efeito da operação, que não exige a convalidação direta do acionista, mas, sim, das sociedades envolvidas, via assembleias gerais.<sup>79</sup>

A crítica ao enquadramento da operação à categoria da sub-rogação real legal reside no pressuposto assumido pela classificação de que a nova ação está sujeita ao mesmo regime da ação substituída.<sup>80</sup> É que para verificação da sub-rogação legal é preciso “a substituição jurídica de um bem a outro, de modo que o adveniente [...] se submeta ao mesmo regime” do bem substituído.<sup>81</sup> E, conforme constatado, a nova ação recebida pelo acionista da incorporada está atrelada ao regime da incorporadora, diferente, por conseguinte, do regime da incorporada a que estava submetida a ação substituída. A relação, que até então existia entre acionista e incorporada passa, a partir desse momento, a ser estabelecida entre acionista e incorporadora, com direitos eventualmente diferentes daqueles anteriormente verificados no âmbito da incorporada.<sup>82</sup>

---

<sup>77</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Reorganização. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. (Coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 2. p. 1763.

<sup>78</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Reorganização. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. (Coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 2. p. 1762.

<sup>79</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Reorganização. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. (Coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 2. p. 1766. No mesmo sentido, EIZIRIK, Nelson. Incorporação de ações. Natureza jurídica e principais características. In: CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *Estudos de direito empresarial*. São Paulo: Saraiva, 2010. p. 95.

<sup>80</sup> CORRADINI, Luiz Eduardo Malta. *Relação de substituição de ações em operações de incorporação e incorporação de ações*. 2014. 287f. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. p. 49.

<sup>81</sup> MIRANDA, Pontes de. *Tratado de direito privado*: parte geral. Rio de Janeiro: Borsoi, 1954. v. 2. p. 151-153.

<sup>82</sup> KALANSKY, Daniel. *Incorporação de ações*: estudo de casos e precedentes. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 51.

De outro lado, parte da doutrina estabelece que a substituição de ações na incorporação se dá por novação e seria representada pela extinção da participação detida pelo acionista na incorporada e a aquisição, a título originário, de uma nova participação na incorporadora.<sup>83</sup> Compreendida dessa forma, a operação importaria na extinção de uma obrigação em razão da constituição de uma nova que surgiu para substituí-la.<sup>84</sup> O entendimento, ao que parece, reconhece que, em decorrência da operação, o regime dos direitos de participações dos acionistas da incorporada é extinto e pode ser substancialmente alterado no âmbito da incorporadora.<sup>85</sup>

A crítica a esse entendimento reside no fato de que a novação não está de acordo com o que se pretende com a incorporação. Ou seja, na operação a incorporada não deseja a aquisição de uma nova participação social, como ocorre na constituição de sociedade, a busca pela nova participação social se dá em decorrência do direito do acionista da incorporada de receber uma nova participação face à extinção daquela que detinha anteriormente.<sup>86</sup> Quanto mais, a substituição das ações na operação de incorporação não prescinde da manifestação expressa de cada um dos acionistas no sentido de querer receber as ações emitidas pela incorporadora.<sup>87</sup> Ainda que o acionista se manifeste de forma contrária à efetivação do negócio, pode, ao final, receber as ações emitidas pela incorporadora.

Há, ainda, uma terceira vertente que sustenta que a substituição de ações está atrelada à manutenção do *status socii* dos acionistas da incorporada.<sup>88</sup> Segundo essa teoria, a dependência entre as ações extintas e as ações emitidas enseja o caráter de continuidade da posição de sócio do acionista da incorporada. Para o entendimento, não há que se falar em

---

<sup>83</sup> GONÇALVES, Diogo Costa. *Fusão, cisão e transformação de sociedades comerciais*: a posição jurídica dos sócios e a delimitação do *statu viae*. Coimbra: Almedina, 2008. p. 157.

<sup>84</sup> MARTINS COSTA, Judith. *Comentários ao novo código civil*: do direito das obrigações, do adimplemento e da extinção das obrigações. Rio de Janeiro: Forense, 2006. v. 5. t. 1. arts. 304 a 388. p. 562.

<sup>85</sup> GONÇALVES, Diogo Costa. *Fusão, cisão e transformação de sociedades comerciais*: a posição jurídica dos sócios e a delimitação do *statu viae*. Coimbra: Almedina, 2008. p. 158.

<sup>86</sup> GONÇALVES, Diogo Costa. *Fusão, cisão e transformação de sociedades comerciais*: a posição jurídica dos sócios e a delimitação do *statu viae*. Coimbra: Almedina, 2008. p. 158-159. Ainda, CORRADINI, Luiz Eduardo Malta. *Relação de substituição de ações em operações de incorporação e incorporação de ações*. 2014. 287f. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. p. 50-51.

<sup>87</sup> GONÇALVES, Diogo Costa. *Fusão, cisão e transformação de sociedades comerciais*: a posição jurídica dos sócios e a delimitação do *statu viae*. Coimbra: Almedina, 2008. p. 158-159. Ainda, CORRADINI, Luiz Eduardo Malta. *Relação de substituição de ações em operações de incorporação e incorporação de ações*. 2014. 287f. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. p. 50-51.

<sup>88</sup> CORRADINI, Luiz Eduardo Malta. *Relação de substituição de ações em operações de incorporação e incorporação de ações*. 2014. 287f. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. p. 51.

alteração de participação ou sua extinção seguida da aquisição de outra. Há, sim, a substituição de ações efetivada com a manutenção da mesma posição de sócio que o acionista detinha na outra sociedade, modificado por conta da reestruturação natural efetivada pela incorporação.<sup>89</sup>

De acordo com esse argumento, a repercussão da aprovação da incorporação sobre a esfera dos sócios não é a finalidade da incorporação, mas, sim, efeito da compenetração dos patrimônios sociais das sociedades envolvidas. Pelo que a substituição de ações não poderia ser compreendida como o desaparecimento de uma posição jurídica para a aquisição de uma outra, senão, como manutenção da mesma posição jurídica em outra sociedade. De acordo com a doutrina, os sócios e as sociedades não reduzem o negócio de incorporação a substituição das ações, mas utilizam-na com o intuito de promover a concentração empresarial. A ideia defendida, conseqüentemente, é a de continuidade das participações societárias, onde a substituição de ações não está atrelada à contraprestação pelo acervo transferido, mas, sim, uma consequência da operação. Ao cabo, o posicionamento justificaria o fato de os acionistas receberem as ações diretamente da incorporadora enquanto a incorporada é que transmite o patrimônio à incorporadora.<sup>90</sup>

Diante desse quadro, destaca-se que a substituição das extintas ações da incorporada pelas emitidas ações da incorporadora tem o potencial de alterar a estrutura organizacional das sociedades envolvidas na operação. Os direitos de participação dos acionistas das duas sociedades estão sujeitos a profundas alterações em decorrência da operação. Além disso, a doutrina busca explicar a substituição de ações sustentada em distintos fenômenos de direito civil e de direito societário, ora não reconhecendo a alteração do sistema jurídico a que está submetida a ação, ora a reconhecendo através de instituto do direito civil e ora a reconhecendo com base em instituto do direito societário, o que evidencia a inexistência de posicionamento uniforme quanto ao tema.

---

<sup>89</sup> GONÇALVES, Diogo Costa. *Fusão, cisão e transformação de sociedades comerciais: a posição jurídica dos sócios e a delimitação do statuo viae*. Coimbra: Almedina, 2008. p. 164. Ainda, CORRADINI, Luiz Eduardo Malta. *Relação de substituição de ações em operações de incorporação e incorporação de ações*. 2014. 287f. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. p. 51.

<sup>90</sup> CORRADINI, Luiz Eduardo Malta. *Relação de substituição de ações em operações de incorporação e incorporação de ações*. 2014. 287f. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. p. 51.

### C. Procedimento de Incorporação de Sociedades

A disciplina legal da incorporação está prevista na Seção II, do Capítulo XVIII, da Lei das S.A., e é aplicada sem distinção à incorporação que envolve sociedades independentes e àquela que envolve sociedades controlada e controladora. As disposições especiais do artigo 264<sup>91</sup>, constante na Seção VIII do Capítulo XX da Lei das S.A., direcionadas às operações de incorporação entre sociedades controlada e controladora, não alteram a ordem lógica e cronológica dos atos exigidos por lei para formalização do procedimento de incorporação.

As constatações evidenciadas até esta etapa do trabalho apontam que a aprovação da incorporação de sociedades gera a transmissão total do patrimônio da incorporada para a incorporadora, a passagem dos acionistas da incorporada para incorporadora, e a extinção da incorporada.<sup>92</sup> Esses efeitos, de acordo com a norma legal, estão atrelados ao cumprimento dos procedimentos de negociação, de aprovação, de registro e de publicação de determinados atos societários.

Para melhor compreensão da análise proposta neste subcapítulo, o estudo divide o procedimento de incorporação em três fases. A primeira, de definição das estipulações do negócio; a segunda, de aprovação do negócio e a terceira, de execução do negócio.<sup>93</sup>

---

<sup>91</sup> 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.

§ 1º A avaliação dos dois patrimônios será feita por 3 (três) peritos ou empresa especializada e, no caso de companhias abertas, por empresa especializada.

§ 2º Para efeito da comparação referida neste artigo, as ações do capital da controlada de propriedade da controladora serão avaliadas, no patrimônio desta, em conformidade com o disposto no *caput*.

§ 3º Se as relações de substituição das ações dos acionistas não controladores, previstas no protocolo da incorporação, forem menos vantajosas que as resultantes da comparação prevista neste artigo, os acionistas dissidentes da deliberação da assembleia-geral da controlada que aprovar a operação, poderão optar, no prazo previsto no art. 230, entre o valor de reembolso fixado nos termos do art. 45 e o valor apurado em conformidade com o disposto no *caput*, observado o disposto no art. 137, inciso II.

§ 4º Aplicam-se as normas previstas neste artigo à incorporação de controladora por sua controlada, à fusão de companhia controladora com a controlada, à incorporação de ações de companhia controlada ou controladora, à incorporação, fusão e incorporação de ações de sociedades sob controle comum.

§ 5º O disposto neste artigo não se aplica no caso de as ações do capital da controlada terem sido adquiridas no pregão da bolsa de valores ou mediante oferta pública nos termos dos artigos 257 a 263.

<sup>92</sup> BULGARELLI, Waldirio. *Fusões, incorporações e cisões de sociedades*. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2000. p. 102. Ainda, BULGARELLI, Waldirio. *A incorporação das sociedades anônimas*. São Paulo: Universitária de Direito, 1975. p. 117.

<sup>93</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Reorganização. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. (Coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 2. p. 1799. Eizirik oferece sistematização distinta, ao apresentar a operação dividida em 4 (quatro) fases sucessivas: “(i) a preparatória, em que os

A primeira fase reserva aos representantes das sociedades, sejam eles os administradores ou os próprios acionistas, a iniciativa de negociar e definir os termos e as condições da proposta de incorporação nos instrumentos de protocolo e de justificação.<sup>94</sup> É possível encontrar na doutrina posicionamento sustentando que a competência técnica apurada requerida para a elaboração dos instrumentos justificaria a competência exclusiva dos administradores das sociedades envolvidas nessa fase da operação.<sup>95</sup>

Durante as tratativas anteriores, a formalização dos termos do protocolo e da justificação, em geral sigilosas, os representantes das companhias podem fazer uso de instrumentos diversos para atender suas pretensões com a operação.<sup>96</sup> Encontra-se nessa fase, por exemplo, a elaboração de pareceres de terceiros, de laudos de avaliação específicos e de demonstrações financeiras das companhias envolvidas na operação.

Nesse viés, Bulhões Pedreira indica que nessa ocasião as sociedades devem acordar sobre, ao menos, três aspectos essenciais da operação, quais sejam: a) a definição das posições de acionistas da incorporadora que serão assumidas pelos acionistas da incorporada, o que implica definir uma relação de substituição das ações da incorporadora pelas da incorporada; b) o valor do patrimônio líquido da incorporadora para efeito de integralizar as ações a serem atribuídas aos acionistas da incorporada; e c) o projeto de alteração do estatuto social da

---

administradores ou sócios das sociedades envolvidas negociam as bases da incorporação, as quais deverão ser descritas no protocolo [...]; (ii) a aprovação do protocolo e da justificação da operação por parte da assembleia geral de cada uma das sociedades; (iii) a implementação da operação, mediante o aumento do capital social da incorporadora, integralizado com o patrimônio da incorporada, e entrega das ações da incorporadora aos acionistas da incorporada, em substituição aos títulos que antes dela detinham; e (iv) atos complementares, praticados pela companhia, junto ao Registro Público de Empresas Mercantis, e aos registros públicos competentes quanto à sucessão, e pelos debenturistas e demais credores, assim como pelos acionistas que exercem o direito de recesso". (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 3. arts. 189 a 300. p. 246-247).

<sup>94</sup> É o que determina o artigo 224 e sustenta FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Conflito de interesses de administrador na incorporação de controlada. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Temas de direito societário, falimentar e teoria da empresa*. São Paulo: Malheiros, 2009. p. 360.

<sup>95</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001*. 3. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2002. v. 4. t. 1. arts. 206 a 242. p. 247. Nesse sentido, ARAGÃO, Paulo Cezar; LIMA, Monique M. Mavignier de. Incorporação de controlada: a disciplina do art. 264 da Lei 6.404/1976. In: PERIN JUNIOR, Ecio; KALANSKY, Daniel; PEYSER, Luis (Coord.). *Direito empresarial: aspectos atuais de direito empresarial brasileiro e comparado*. São Paulo: Método, 2005. p. 347.

<sup>96</sup> É comum nessa fase a utilização das cartas de intenção, dos memorandos de entendimento e dos processos de auditoria. Para uma visão aprofundada desses instrumentos, BOTREL, Sérgio. Fusões e aquisições: regime jurídico das negociações e sua documentação. In: BOTREL, Sérgio (Coord.). *Direito societário: análise crítica*. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 157- 185.

incorporadora com as previsões necessárias para criar as ações atribuídas aos acionistas da incorporada.<sup>97</sup>

Não por acaso, a Lei das S.A. estabelece as informações mínimas que devem constar nos instrumentos de protocolo e de justificação que, em momento posterior, devem ser submetidos ao conselho de administração, ao conselho fiscal, se houver, e às assembleias gerais das sociedades para apreciação dos acionistas.<sup>98</sup> Os instrumentos de protocolo e de justificação devem dispor de informações minuciosas acerca da operação, para que os acionistas das sociedades envolvidas na operação possam deliberar com pleno conhecimento da proposta oferecida pelas sociedades.<sup>99</sup>

Entre as informações que devem constar no instrumento de protocolo, por exigência do artigo 224<sup>100</sup> da Lei das S.A., estão: a) o número, espécie e classe das ações que serão atribuídas em substituição dos direitos dos acionistas que se extinguirão e os critérios utilizados para determinar as relações de substituição; b) os critérios de avaliação do patrimônio líquido, a data a que será referida a avaliação, e o tratamento das variações patrimoniais posteriores; c) a definição acerca das ações do capital da incorporada eventualmente possuídas pela incorporadora, se serão extintas ou substituídas por ações

---

<sup>97</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Avaliação do patrimônio líquido de sociedade a ser incorporada. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 2. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2: Pareceres. p. 561.

<sup>98</sup> Apesar de a Lei das S.A. tratar de forma distinta os documentos de protocolo e de justificação, a prática demonstra que as informações exigidas pelos artigos 224 e 225 são apresentadas às assembleias gerais das companhias envolvidas na operação em um só documento, denominado instrumento de protocolo e de justificação.

<sup>99</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 3. arts. 189 a 300. p. 230.

<sup>100</sup> 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.



representativas do capital social da incorporadora mantidas em tesouraria;<sup>101</sup> e d) o projeto de alterações estatutárias que deverá ser aprovado para efetivar a operação.

No instrumento de justificação, segundo determina o artigo 225<sup>102</sup>, devem ser divulgados: a) os motivos ou fins da operação, e o interesse da companhia na sua realização; b) as ações que os acionistas preferenciais receberão e as razões para a modificação dos seus direitos, se prevista; c) a composição, após a operação, segundo espécies e classes das ações, do capital da companhia que deverá emitir ações em substituição à que se deverá extinguir; e d) o valor do reembolso das ações a que terão direito os acionistas dissidentes da incorporada.

Ademais, no que concerne a esses aspectos, o artigo 264 complementa as disposições do artigo 225 ao determinar que, nas operações envolvendo sociedades controlada e controladora, o instrumento de justificação deve dispor, também, de cálculo da relação de substituição de ações do acionista minoritário da sociedade controlada com base no valor do patrimônio líquido das sociedades controlada e controladora, avaliados segundo os mesmos critérios e na mesma data, a preços de mercado, ou com base em outro critério aceito pela CVM, no caso de companhia aberta.

A disciplina especial do artigo 264 exige, ainda, que a justificação disponibilize o valor de reembolso alternativo do acionista dissidente da sociedade controlada, ou seja, faça referência tanto ao valor de reembolso fixado nos termos do artigo 45, quanto aquele fixado com base nos termos do *caput* artigo 264.

Ao assegurar às assembleias gerais o pleno acesso aos termos da operação, à justificação da operação, aos reflexos sobre os direitos dos acionistas e ao valor do reembolso dos acionistas dissidentes, os instrumentos de protocolo e de justificação desempenham,

---

<sup>101</sup> Caso opte-se pela manutenção das ações da incorporadora em tesouraria, o limite de lucros acumulados e reservas, excetuada a legal, mantidas pela incorporadora deve ser respeitado, conforme determina o artigo 226.

<sup>102</sup> 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.

portanto, importante função informacional para todos os acionistas das sociedades envolvidas na operação, principalmente os acionistas minoritários.<sup>103</sup>

É nessa fase, também, que são nomeados e contratados os peritos, pessoas naturais ou empresas especializadas, responsáveis pela avaliação do patrimônio líquido da incorporada.<sup>104</sup> A apresentação da proposta de operação nos termos do protocolo e da justificação às assembleias gerais encerra a primeira fase da operação.

Na segunda fase da operação, os acionistas das sociedades assumem a posição de protagonistas com competência para aprovar ou rejeitar a proposta de incorporação apresentada pela administração. Apesar de a assembleia geral não ter competência para alterar os instrumentos de protocolo e de justificação, é possível que o órgão delibere o reenvio da matéria à administração para alteração parcial dos instrumentos, sem que isso importe na vinculação da companhia para a realização futura do negócio.<sup>105</sup> Possibilidades que, ao final, reconhecem o poder das assembleias gerais sobre a efetivação da incorporação.

Nos termos da Lei das S.A., a matéria é aprovada na incorporadora por votos favoráveis da maioria simples do capital votante, e na incorporada por votos favoráveis da maioria qualificada, correspondente à metade, no mínimo, das ações com direito a voto da sociedade. Apesar do distinto tratamento conferido pela norma ser aceito pela maioria da doutrina,<sup>106</sup> o reconhecimento de que a operação pode alterar a estrutura organizacional da

---

<sup>103</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 3. arts. 189 a 300. p. 233. No mesmo sentido, LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas: comentários à lei (arts. 189 a 300)*. Rio de Janeiro: Renovar, 2012. v. 3. p. 478.

<sup>104</sup> É o que autoriza o artigo 8º da Lei das S.A. (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001*. 3. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2002. v. 4. t. 1. arts. 206 a 242. p. 270-271).

<sup>105</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001*. 3. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2002. v. 4. t. 1. arts. 206 a 242. p. 248-249. No mesmo sentido, Eizirik quando sustenta a possibilidade da assembleia geral determinar a alteração ou correção do protocolo. (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 3. arts. 189 a 300. p. 248). Caso o protocolo for rejeitado, dá-se por encerrado o procedimento de incorporação. (COUTINHO, Sérgio Mendes Botrel. *Fusões e aquisições*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2016. p. 130). Em sentido contrário, sustentando a possibilidade de a assembleia geral alterar o protocolo e indicando que, diante do fato, as alterações efetivadas devem ser submetidas às assembleias gerais de todas as sociedades envolvidas, LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas: comentários à lei (arts. 189 a 300)*. Rio de Janeiro: Renovar, 2012. v. 3. p. 477.

<sup>106</sup> PAPINI, Roberto. *Incorporação da sociedade anônima*. Belo Horizonte: Del Rey, 2013. p. 94-95. Ainda, TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. São Paulo: Bushatsky, 1979. v. 2. p. 656. Ainda, CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001*. 3. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2002. v. 4. t. 1. arts. 206 a 242. p. 269-270. Ainda, EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. São Paulo: Quartier Latin,

incorporadora sustenta o entendimento minoritário de que a deliberação social dessa sociedade também deve ser tomada por quórum qualificado.<sup>107</sup> Conforme verificado em momento anterior, apesar da incorporadora não ser extinta como é a incorporada, tanto a estrutura organizacional da incorporada quanto a estrutura organizacional da incorporadora estão sujeitas a alterações substanciais.

A divergência existente sobre o quórum deliberativo parece não existir sobre o quórum de instalação da assembleia geral. Aqueles que sustentam o quórum de deliberação distinto para as sociedades reconhecem que a operação reforma o estatuto da incorporadora e sustentam que a regular aprovação da operação na incorporadora depende da instalação da assembleia geral, em primeira convocação, com a presença de acionistas representantes de 2/3 (dois terços), no mínimo, do capital com direito a voto.<sup>108</sup> Pode, outrossim, o estatuto social das companhias fechadas exigir quórum de deliberação mais elevado do que o previsto na Lei das S.A. para aprovação da matéria pelas sociedades incorporada e incorporadora.<sup>109</sup>

No caso de operação envolvendo companhias abertas, a CVM tem competência para autorizar a redução do quórum qualificado exigido pela Lei das S.A. para aprovação da matéria na companhia incorporada. A autorização pode ser concedida quando verificado que as ações da companhia aberta estão dispersas no mercado e que as 3 (três) últimas assembleias gerais foram realizadas com a presença de acionistas representando menos da metade das ações com direito a voto.<sup>110</sup>

De acordo com o artigo 227<sup>111</sup>, a aprovação da incorporação é efetivada em três assembleias gerais, sendo: a) uma na incorporadora que, ao aprovar o protocolo, autoriza o

---

2011. v. 3. arts. 189 a 300. p. 248. Ainda, LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas: comentários à lei (arts. 189 a 300)*. Rio de Janeiro: Renovar, 2012. v. 3. p. 504.

<sup>107</sup> CASQUET, Andréia Cristina Bezerra. *Os direitos de preferência e recesso em operações de incorporação de sociedade e incorporação de ações*. São Paulo: Almedina, 2014. p. 70.

<sup>108</sup> PAPINI, Roberto. *Incorporação da sociedade anônima*. Belo Horizonte: Del Rey, 2013. p. 93. Ainda, TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. São Paulo: Bushatsky, 1979. v. 2. p. 667. Ainda, LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas: comentários à lei (arts. 189 a 300)*. Rio de Janeiro: Renovar, 2012. v. 3. p. 504.

<sup>109</sup> É o que autoriza o §1º do artigo 129 da Lei das S.A.

<sup>110</sup> É o que autoriza o §2º do artigo 136 da Lei das S.A.

<sup>111</sup> Art. 227. A incorporação é a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações.

§ 1º A assembleia-geral da companhia incorporadora, se aprovar o protocolo da operação, deverá autorizar o aumento de capital a ser subscrito e realizado pela incorporada mediante versão do seu patrimônio líquido, e nomear os peritos que o avaliarão.

§ 2º A sociedade que houver de ser incorporada, se aprovar o protocolo da operação, autorizará seus administradores a praticarem os atos necessários à incorporação, inclusive a subscrição do aumento de capital da incorporadora.

aumento de capital social a ser subscrito e realizado pela incorporada mediante versão do seu patrimônio líquido, e nomeia os peritos que o avaliarão; b) uma na incorporada que, ao aprovar o protocolo, autoriza seus administradores a praticarem os atos necessários à incorporação, inclusive a subscrição do aumento de capital da incorporadora;<sup>112</sup> e c) uma na incorporadora para aprovar o laudo de avaliação e declarar efetivada a incorporação.

Na prática, no entanto, quando uma única assembleia geral da incorporadora satisfaz os requisitos de regularidade de convocação, de instalação, de deliberação e já dispõe do laudo de avaliação da incorporada, a incorporação pode ser aprovada em apenas duas assembleias gerais, uma em cada sociedade envolvida na operação.<sup>113</sup> Tratando-se de companhia aberta, a realização de apenas uma assembleia geral evitaria a perturbação da cotação das ações no período entre a primeira e a segunda assembleia geral da incorporadora, previsto como necessário para elaboração do laudo de avaliação do patrimônio incorporado.<sup>114</sup>

Na hipótese, a assembleia geral da incorporadora, ao aprovar o protocolo, autoriza o aumento de capital a ser subscrito e realizado pela incorporada mediante versão do seu patrimônio líquido, ratifica a nomeação dos peritos e aprova o laudo de avaliação do patrimônio líquido da incorporada e declara realizada a incorporação.<sup>115</sup> Na incorporada a assembleia geral permanece com a mesma ordem do dia, de forma que, ao aprovar o

---

§ 3º Aprovados pela assembleia-geral da incorporadora o laudo de avaliação e a incorporação, extingue-se a incorporada, competindo à primeira promover o arquivamento e a publicação dos atos da incorporação.

<sup>112</sup> Apesar de o texto do artigo 227 da Lei das S.A. não estabelecer como obrigatória a aprovação do laudo de avaliação pela incorporada, parte da doutrina sustenta que tal aprovação é pressuposto para validação da incorporação. (COUTINHO, Sérgio Mendes Botrel. *Fusões e aquisições*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2016. p. 130). No mesmo sentido, CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001*. 3. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2002. v. 4. t. 1. arts. 206 a 242. p. 258-259. No mesmo sentido, LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas: comentários à lei (arts. 189 a 300)*. Rio de Janeiro: Renovar, 2012. v. 3. p. 505.

<sup>113</sup> LAMY FILHO, Alfredo. Subscrição de ações e direito de retirada na incorporação. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 2. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2: Pareceres. p. 588. Ainda, PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Reorganização. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. (Coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 2. p. 1800.

<sup>114</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 3. arts. 189 a 300. p. 249.

<sup>115</sup> Conforme estabelece o artigo 226, a operação somente pode ser realizada se os peritos nomeados pela incorporadora certificarem que o valor do patrimônio líquido da incorporada é igual ao montante do capital a realizar na incorporadora.

protocolo, autoriza seus administradores a praticarem os atos necessários à incorporação, inclusive a subscrição do aumento de capital da incorporadora.<sup>116</sup>

Interessante observar que as disposições da Lei das S.A. direcionadas à incorporação não fazem referência a obrigatoriedade de convocação de assembleia prévia dos acionistas preferencialistas para aprovação dos termos da incorporação. Parte da doutrina também não enfrenta diretamente a questão.<sup>117</sup> Ao tratar do tema, Bulhões Pedreira se detém a constatação de que as ações preferências podem ser alteradas por ações ordinárias ou por outras preferenciais com vantagens distintas.<sup>118</sup> De outro lado, Carvalhosa disserta que a lei societária não se refere à assembleia especial de classes de ações ao tratar da incorporação.<sup>119</sup>

Papini, por seu turno, dedica atenção especial à temática e sustenta que a emissão de ações preferenciais da incorporadora capaz de prejudicar as vantagens e preferências dos acionistas dessa sociedade deve ser antecedida de consulta aos acionistas prejudicados. Para o autor, em virtude de os acionistas da incorporadora não serem amparados pelo direito de recesso, a eficácia da deliberação da incorporadora depende de prévia aprovação da classe de ações preferenciais prejudicada.<sup>120</sup> Tomazella, ao tratar do tema, sustenta que a efetivação da incorporação exige a realização de assembleia especial de acionistas titulares de ações preferenciais para cada uma das classes que a operação implicar alteração de direitos. Assim, seria necessária a aprovação dos acionistas preferencialistas, em caso de incorporação, quando fossem atribuídas a eles ações ordinárias da incorporadora, salvo quando a conversão fosse previamente autorizada por previsão estatutária.<sup>121</sup>

---

<sup>116</sup> Apesar de o dispositivo 227 da Lei das S.A. prever que as assembleias gerais das companhias incorporadora e incorporada devem aprovar o instrumento de protocolo, deve-se interpretar que a norma legal faz referência a aprovação obrigatória tanto do protocolo quanto da justificação. (LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas: comentários à lei* (arts. 189 a 300). Rio de Janeiro: Renovar, 2012. v. 3. 503-506).

<sup>117</sup> De outro lado, Eizirik é categórico: “Não há necessidade de aprovação por parte dos acionistas titulares de ações preferenciais extintas, reunidos em assembleia especial, por absoluta falta de previsão. A alteração nos direitos dos preferencialistas, ainda que para pior, constitui uma consequência da operação, muitas vezes inevitável”. (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 3. arts. 189 a 300. p. 236).

<sup>118</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Reorganização. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. (Coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 2. p. 1765.

<sup>119</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001*. 3. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2002. v. 4. t. 1. arts. 206 a 242. p. 250.

<sup>120</sup> PAPINI, Roberto. *Incorporação da sociedade anônima*. Belo Horizonte: Del Rey, 2013. p. 72-73.

<sup>121</sup> TOMAZELLA, Carla Mosna. *Proteção de acionistas e credores nas operações de incorporação envolvendo sociedades anônimas*. 2011. 218f. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011. p. 62-63. Ainda, LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas: comentários à lei* (arts. 189 a 300). Rio de Janeiro: Renovar, 2012. v. 3. p. 481.

O tema é controverso. A julgar pelo potencial da operação de alterar os direitos de participação desses acionistas seria possível sustentar que a aprovação prévia da matéria em assembleia especial tanto no âmbito da incorporadora quanto no âmbito da incorporada é pertinente. Ademais disso, apesar da Lei das S.A. não dispor da hipótese ao tratar da operação de incorporação, reconhece aos acionistas preferenciais o direito de manifestação quando suas vantagens e preferências são alteradas por deliberação assemblear.<sup>122</sup>

Por fim, é nesta segunda fase da operação que ocorre, também, o exercício do direito de retirada dos acionistas dissidentes da incorporada. Assegurado às sociedades incorporada e incorporadora, nos termos do artigo 230<sup>123</sup>, a possibilidade de desistência da transação quando entendido que a obrigação de pagamento do valor de reembolso dos acionistas dissidentes pode inviabilizar o atendimento da finalidade pretendida com a operação.<sup>124</sup>

A terceira e última fase da operação contempla a implementação dos termos aprovados pelas companhias na fase anterior. O capital social da incorporadora é aumentado mediante emissão de novas ações, subscritas e integralizadas pela incorporada e posteriormente entregues diretamente aos acionistas da incorporada.

A sistemática da operação evidencia que a transação é realizada entre sociedades e que não há transferência patrimonial entre acionistas e entre acionistas e sociedades. Os administradores da incorporada são autorizados pela assembleia geral a subscrever as ações emitidas pela incorporadora e as integralizar, em nome da incorporada, mediante a versão do

---

<sup>122</sup> 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;

[...]

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

<sup>123</sup> Art. 230. Nos casos de incorporação ou fusão, o prazo para exercício do direito de retirada, previsto no art. 137, inciso II, será contado a partir da publicação da ata que aprovar o protocolo ou justificação, mas o pagamento do preço de reembolso somente será devido se a operação vier a efetivar-se.

<sup>124</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 3. arts. 189 a 300. p. 271.

seu patrimônio líquido.<sup>125</sup> Os administradores da incorporada, dessa forma, agem como órgão da sociedade autorizados por outro órgão, a assembleia geral.<sup>126</sup>

Aprovada a operação pela incorporadora, por conseguinte, as ações emitidas em decorrência do aumento do seu capital social são subscritas e integralizadas pela incorporada que, na ocasião, passa a ser considerada extinta.<sup>127</sup> As ações subscritas e integralizadas pela incorporada são entregues diretamente aos acionistas da incorporada em substituição às ações detidas por eles anteriormente.<sup>128</sup>

O patrimônio da incorporada é totalmente transferido para a incorporadora por ocasião da subscrição e da integralização das novas ações emitidas pela companhia em decorrência do aumento de capital social. Restando aos administradores da incorporadora a obrigação de promover o arquivamento e a publicação dos atos de incorporação.

Encerram a terceira fase da operação o pagamento do reembolso dos acionistas dissidentes, o arquivamento dos atos de incorporação na Junta Comercial e em outros órgãos de interesse das companhias, e a publicação destes atos nos jornais exigidos pela Lei das S.A. e usualmente utilizados pelas companhias no atendimento da obrigação legal.

Para este estudo, interessa destacar que o procedimento de incorporação evidencia, mais uma vez, a posição assumida pelos representantes das sociedades na negociação dos termos do negócio e pelos acionistas das sociedades na aprovação da incorporação. Por fim, conforme verificado, aos acionistas da incorporada e da incorporadora possuem reconhecida capacidade de definir os termos dos instrumentos de protocolo e de justificação e de aprová-los por ocasião das deliberações sociais das assembleias gerais. Evidenciado, também, as distintas posições sobre a obrigatoriedade de realização de assembleias especiais prévias quando a proposta de incorporação contemplar a alteração das vantagens e preferências de ações preferenciais de uma ou outra sociedade envolvida na operação.

---

<sup>125</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 3. arts. 189 a 300. p. 249-250.

<sup>126</sup> BULGARELLI, Waldirio. *Fusões, incorporações e cisões de sociedades*. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2000. p. 87.

<sup>127</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001*. 3. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2002. v. 4. t. 1. arts. 206 a 242. p. 268. No mesmo sentido, LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas: comentários à lei (arts. 189 a 300)*. Rio de Janeiro: Renovar, 2012. v. 3. p. 505.

<sup>128</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Incorporação de controladora. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 2. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2: Pareceres. p. 596. No mesmo sentido, LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas: comentários à lei (arts. 189 a 300)*. Rio de Janeiro: Renovar, 2012. v. 3. p. 505.

O estudo esclarece que o protocolo e a justificação têm reconhecida função de informar os acionistas das sociedades acerca das estipulações o negócio e que as informações exigidas pela Lei das S.A. para as incorporações entre partes independentes são complementadas naquelas operações envolvendo sociedades controlada e controladora.

#### D. Peculiaridades das Relações de Controle na Incorporação de Sociedade Controlada

O que diferencia a incorporação de sociedades objeto deste estudo das demais é o fato de que a incorporada é sociedade controlada pela incorporadora. O vínculo de controle existente entre as estruturas dessas sociedades e os reflexos daí advindos sobre as definições que envolvem operações como a de incorporação é que determinam as suas peculiaridades e exigiram a atenção especial do legislador na disponibilização da disciplina do artigo 264.

A operação de incorporação entre sociedades que mantêm entre si relação de controle está inserida na realidade das estruturas de sociedades que podem assumir forma simples, composta por apenas duas sociedades; ou formas mais complexas, compostas por três ou mais sociedades, e identificadas no formato de “cascata” ou “cadeia” quando a relação de controle entre elas é sequencial; ou no formato de “pirâmide” quando uma sociedade é titular do poder de controle de outras e estas detêm a titularidade do poder de controle de outras.<sup>129</sup>

A relação de controle entre essas sociedades é sustentada em participações societárias e permite que a sociedade controladora coordene o desempenho das atividades empresariais da sociedade controlada de forma isolada, mas, também, que as coordene de acordo com uma esfera maior, representada pelo conjunto de todas sociedades controladas pela controladora, formando os chamados grupos de fato.<sup>130</sup> A coordenação das atividades desempenhadas pelas controladas com o propósito de transformá-las em unidade econômica dando origem aos referidos grupos, porém, encontra limite no atendimento do interesse social da sociedade controlada.<sup>131</sup> A Lei das S.A. rechaça a possibilidade de que as sociedades

---

<sup>129</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Cessão de quotas de “holding” de companhia aberta. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 2. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2: Pareceres. p. 624.

<sup>130</sup> PRADO, Vivane Muller. *Conflito de interesses nos grupos societários*. São Paulo: Quartier Latin, 2006. p. 103-108.

<sup>131</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Sociedades coligadas, controladoras e controladas. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. (Coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 2. p. 1938.



agrupadas mediante relações societárias favoreçam umas às outras e estabelece que as operações entre essas sociedades devem respeitar o princípio da equivalência, mediante a realização de negócios comutativos ou com o pagamento compensatório adequado.<sup>132</sup>

A relação verificada entre incorporadora e incorporada na operação ora estudada, portanto, por escolha do pesquisador, não está inserida no âmbito dos grupos de direito constante nos artigos 265 e seguintes da Lei das S.A., em que é permitida a subordinação do interesse de uma sociedade a outra nos termos do instrumento de convenção.<sup>133</sup>

O poder de controle sobre a incorporada é exercido pela incorporadora, na qualidade de sociedade controladora, nos termos do artigo 243<sup>134</sup> da Lei das S.A., e pode ser exercido mediante a titularidade de ações do capital social da incorporada ou mediante relações societárias mantidas com outras sociedades. Isto porque, como é sabido, nas relações entre sociedades, o poder de controle é verificado nas modalidades direta e indireta, sendo controle direto aquele exercido com base na titularidade de ações da sociedade controlada e implementado diretamente sobre os órgãos da sua estrutura interna, e controle indireto aquele exercido com base em relações societárias mantidas com outras sociedades e implementado pelos órgãos sociais dessas outras sociedades sobre a estrutura interna da sociedade controlada.<sup>135</sup>

Independente da fonte do poder de controle da incorporadora sobre a incorporada (titularidade da maioria dos direitos de voto da incorporada; ou relações societárias com

<sup>132</sup> Vide o disposto no artigo 245 da Lei das S.A. Art. 245. Os administradores não podem, em prejuízo da companhia, favorecer sociedade coligada, controladora ou controlada, cumprindo-lhes zelar para que as operações entre as sociedades, se houver, observem condições estritamente comutativas, ou com pagamento compensatório adequado; e respondem perante a companhia pelas perdas e danos resultantes de atos praticados com infração ao disposto neste artigo.

<sup>133</sup> Para análise da distinção do tratamento conferido pela Lei das S.A. aos grupos de fato e de direito, recomendamos: COMPARATO, Fábio Konder. Os grupos societários na nova lei de sociedades por ações. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 23, p. 91-107, 1976.

<sup>134</sup> Art. 243. O relatório anual da administração deve relacionar os investimentos da companhia em sociedades coligadas e controladas e mencionar as modificações ocorridas durante o exercício.

§ 1º São coligadas as sociedades nas quais a investidora tenha influência significativa.

§ 2º Considera-se controlada a sociedade na qual 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 administradores.

§ 3º A companhia aberta divulgará as informações adicionais, sobre coligadas e controladas, que forem exigidas pela Comissão de Valores Mobiliários.

§ 4º Considera-se que há influência significativa quando a investidora detém ou exerce o poder de participar nas decisões das políticas financeira ou operacional da investida, sem controlá-la.

§ 5º É presumida influência significativa quando a investidora for titular de 20% (vinte por cento) ou mais do capital votante da investida, sem controlá-la.

<sup>135</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Cessão de quotas de “holding” de companhia aberta. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 2. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2: Pareceres. p. 625.

outras sociedades), ele é sempre verificado na capacidade de determinar as deliberações sociais da assembleia geral e de eleger a maioria dos administradores da incorporada.<sup>136</sup>

Nessa lógica, a exigência de parte da doutrina de que a preponderância nas deliberações sociais, estabelecida pela norma legal para caracterização da relação de controle seja permanente e não eventual, deve ser vista com cautela.<sup>137</sup> A necessidade de imputação de deveres e de responsabilidades àquele que exerce o poder de controle sobre a estrutura da sociedade, e de aplicação de instrumentos que procuram equilibrar o exercício desse poder, como o que é proposto pelo artigo 264, exigem interpretação suavizada desse pressuposto e impõem que a caracterização do poder seja verificada no curto espaço de tempo, quando as deliberações sociais dependam exclusivamente da vontade do controlador.<sup>138</sup>

Também merece atenção especial o segundo elemento exigido para caracterização da relação de controle, isto porque aquele que detém a maioria nas deliberações sociais detém, a princípio, o poder de eleger e destituir os administradores da sociedade a qualquer tempo. Poder-se-ia dizer que o fato de não deter esse poder, seja porque foi objeto de tratamento especial em acordo de acionistas, seja porque foi conferido a título de vantagem política a classes de ações, não desvirtua a caracterização do controle, haja vista que os administradores não detêm qualquer poder sobre as assembleias gerais.<sup>139</sup> Parece-nos, entretanto, que a efetividade da modalidade de controle indireto está apoiada nos órgãos sociais de outras sociedades, de forma que, nesse caso, o poder de eleger a maioria dos administradores torna-se essencial para a caracterização do controle, e não poderia ser identificado como poder potencial.

O uso efetivo do poder que detém para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da sociedade, apesar de não referido nas disposições do artigo 243,

---

<sup>136</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Sociedades coligadas, controladoras e controladas. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. (Coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 2. p. 1933. Evidenciando que a posição de sociedade controladora ocupada pela incorporadora é a última instância da estrutura em que estão inseridas as sociedades incorporada e incorporadora. (COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014. p. 72).

<sup>137</sup> PRADO, Vivane Muller. *Conflito de interesses nos grupos societários*. São Paulo: Quartier Latin, 2006. p. 97.

<sup>138</sup> COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014. p. 73.

<sup>139</sup> COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014. p. 73.

mas apenas no artigo 116<sup>140</sup>, é inerente ao desempenho da atividade empresarial da sociedade que o detém e é, portanto, característica essencial do poder de controle exercido pela incorporadora sobre a incorporada.<sup>141</sup> Ainda, atentando para as disposições constantes exclusivamente no artigo 116, deve-se referir que o controle sobre a incorporada pode ser exercido pela incorporadora de forma conjunta, seja com pessoa natural ou jurídica, fato que evidencia que a incorporadora, na posição de controladora da incorporada, pode ocupar tanto o último grau, quanto as posições intermediárias na estrutura hierárquica de sociedades em que estão inseridas incorporadora e incorporada.<sup>142</sup>

Em última análise, a pessoa ou o grupo de pessoas, naturais ou jurídicas, que é titular de direitos de sócio que lhe assegurem a capacidade de determinar as deliberações sociais da assembleia geral e de eleger os administradores da incorporadora, conforme os termos acima analisados, tem assegurado o poder de controle direto da incorporadora, e indireto da incorporada, através das relações societárias mantidas pela incorporadora.<sup>143</sup>

Na operação analisada, tanto o controle exercido sobre a assembleia geral da incorporadora, quanto aquele exercido sobre a assembleia da incorporada pode assumir as formas de controle minoritário e majoritário. Onde, conforme ensina Comparato, é majoritário o poder de controle sustentado na titularidade da maioria das ações representativas do capital

---

<sup>140</sup> Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

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

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

<sup>141</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Acordo de acionistas sobre controle de grupo de sociedades. Validade da estipulação de que os membros do Conselho de Administração de controladas devem votar em bloco segundo orientação definida pelo grupo controlador. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, São Paulo, v. 5, n. 15, p. 226-248, jan./mar. 2002. p. 234. É como parece se posicionar Muller Prado ao dissertar: “Na prática, nas relações intersocietárias, dificilmente alguém adquire a participação societária de forma a lhe conferir o controle e não o exerce”. (PRADO, Viviane Muller. *Conflito de interesses nos grupos societários*. São Paulo: Quartier Latin, 2006. p. 99).

<sup>142</sup> COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014. p. 72.

<sup>143</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Sociedades coligadas, controladoras e controladas. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. (Coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 2. p. 1933.

votante da sociedade controlada;<sup>144</sup> e é minoritário aquele exercido com base na titularidade de ações representativas de menos da metade do capital votante da sociedade controlada.<sup>145</sup>

O corte fundamenta-se não na negativa da existência de outras modalidades de controle, mas, sim, no fato de que o objeto de estudo proposto pressupõe que os quadros sociais tanto da incorporada, quanto da incorporadora sejam compostos por acionistas não integrantes do bloco de controle das sociedades.<sup>146</sup>

Em contraposição ao acionista controlador no quadro social da incorporadora e, também, em contraposição à incorporadora no quadro social da incorporada, portanto, estão os acionistas que não integram o bloco de controle acima caracterizado. São titulares de ações ordinárias que não integram o bloco de controle e titulares de ações preferenciais que não dispõem de vantagens capazes de lhes garantir a participação no controle da sociedade, todos reconhecidos como acionistas minoritários, no caso, acionistas minoritários da incorporadora, de um lado, e acionistas minoritários da incorporada, de outro.<sup>147-148</sup>

A distinção entre controlador e minoritário faz referência, portanto, a uma relação qualitativa de poder e não a uma relação quantitativa.<sup>149</sup> Até porque os acionistas minoritários podem representar maior número que o controlador, tanto em relação ao capital social votante, quanto em relação ao capital social total.

Interessante a observação de que os acionistas, de forma geral, podem ser classificados como acionistas “empresários”, “especuladores” e “rendeiros”, sendo o perfil e o

---

<sup>144</sup> COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014. p. 52.

<sup>145</sup> COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014. p. 54.

<sup>146</sup> Para identificação e compreensão de outras modalidades de controle, recomendamos a leitura de COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

<sup>147</sup> BOER, Erasmo Mendonça de. Sociedade comercial: acionista minoritário e incorporação. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 72, n. 570, p. 21-26, abr. 1983. Ainda, LOBO, Jorge. Proteção à minoria acionária. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 26, n. 105, p. 25-36, jan./mar. 1997. p. 27-28. Em sentido contrário, entendendo que acionista minoritário seria aquele acionista com direito de voto sem capacidade de determinar a vontade social: GUERREIRO, José Alexandre Tavares. O conceito de acionista minoritário e o direito das minorias. *Revista de Direito Público*, São Paulo, v. 18, n. 76, p. 259-264, out./dez. 1985.

<sup>148</sup> A CVM opta pela utilização do termo “acionistas minoritários” para identificar os acionistas titulares de ações em circulação no mercado. É o que determina a Instrução CVM nº 185/1992: “[...] I - acionistas minoritários, os titulares de ações em circulação no mercado; II - ações em circulação no mercado, todas as ações do capital da Companhia, menos as de propriedade do acionista controlador, de diretores e conselheiros e as em tesouraria”. (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Instrução CVM nº 185/1992*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst185.html>>. Acesso em: 28 abr. 2016).

<sup>149</sup> BULGARELLI, Waldirio. *Regime jurídico da proteção às minorias nas S/A*. Rio de Janeiro: Renovar, 1998. p. 33.

interesse particular de cada um os responsáveis por afastá-lo ou aproximá-lo do exercício do poder de controle das sociedades. Seriam supostamente controladores os acionistas “empresários” interessados em dirigir as atividades sociais e influir na gestão social; e minoritários aqueles “especuladores” com interesse no jogo especulativo das altas e baixas do mercado acionário; e “rendeiros” cujo objetivo seria puramente auferir os dividendos.<sup>150</sup>

Nesse cenário, enquanto o acionista controlador e a incorporadora detêm capacidade para definir a vontade social sobre todos os aspectos que envolvem o exercício das atividades sociais das sociedades, inclusive acerca da conveniência da incorporação, da eleição e destituição a qualquer tempo dos membros dos órgãos da administração, orientando o exercício das suas atribuições; os acionistas minoritários integrantes do quadro social da incorporada e aqueles integrantes do quadro social da incorporadora detêm, quando lhes assegurado pela ação de sua titularidade, capacidade para exercer o direito de voto nas assembleias gerais e participar da formação da vontade social.<sup>151</sup>

Os acionistas minoritários da incorporada controlada e da incorporadora controladora, classificados pela doutrina como rendeiros e especuladores, via de regra, não participam da negociação dos termos dos acordos preliminares que antecedem a formalização dos instrumentos de protocolo e de justificação, e não influenciam nem orientam os órgãos da administração das sociedades responsáveis pela negociação dos termos da operação. Esses acionistas acabam tendo acesso as informações sobre a proposta de incorporação somente por ocasião da tomada de deliberação nas assembleias gerais de cada uma das sociedades e formam seu juízo de convencimento sobre permanecer ou retirar-se da sociedade com base nas informações que lhe são prestadas pelos órgãos de administração e pelo conselho fiscal, quando houver.

Apesar das distintas posições jurídicas ocupadas pelos acionistas minoritário e controlador no âmbito da incorporada e da incorporadora, não há hierarquia entre esses acionistas na estrutura da sociedade anônima. O controlador não tem poderes para impor sanções e exigir obediência do acionista minoritário. Mas detém, sim, conforme identificado

---

<sup>150</sup> REQUIÃO, Rubens. O controle e a proteção dos acionistas. In: WALD, Arnaldo (Org.). *Direito empresarial: sociedade anônima*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. v. 3. p. 1007.

<sup>151</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões; LAMY FILHO, Alfredo. Estrutura da companhia. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. (Coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 1. p. 834.

no item anterior, poder suficiente para dispor dos bens da empresa e produzir efeitos sobre a esfera patrimonial e política de todos os acionistas.<sup>152</sup>

A norma possibilita que o próprio acionista controlador negocie em que termos os recursos patrimoniais e empresariais da incorporadora serão realocados a partir da operação.<sup>153</sup> Além de lhe conferir o poder de influenciar a negociação dos termos da incorporação de que eventualmente não participe, mediante o estabelecimento de diretrizes e orientações à administração acerca da matéria, inclusive decidindo acerca da composição dos órgãos da administração da sociedade.<sup>154</sup>

A relação de controle, verificada entre as sociedades, torna possível que o acionista controlador determine por meio dos administradores da incorporadora a posição que deve ser adotada pela incorporadora no âmbito da assembleia geral da incorporada acerca da proposta de incorporação submetida a deliberação. A definição do posicionamento da incorporadora pode e normalmente é realizada fora do âmbito da assembleia geral, diretamente aos administradores da sociedade, conforme autoriza a Lei das S.A., ao determinar que cabe ao acionista controlador dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos de administração.<sup>155</sup>

É o claro reconhecimento de que os poderes conferidos ao acionista controlador transcendem os limites das assembleias gerais e lhe conferem o direito de influenciar diretamente o funcionamento do dia a dia dos órgãos de administração e de participar de forma efetiva e direta das decisões estratégicas que envolvem as atividades empresárias desempenhadas pela sociedade.

A depender da representatividade das ações do capital votante da incorporada, detidas direta ou indiretamente pela incorporadora, o quórum da maioria qualificada exigido pela Lei das S.A. para aprovação da matéria no âmbito da incorporada pode obstaculizar a

---

<sup>152</sup> COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014. p. 114.

<sup>153</sup> É o que dispõe o *caput* do artigo 224 da Lei das S.A.

<sup>154</sup> É o que reconhece as disposições dos artigos 116, alínea “b”; 122, inciso II; e 140, todos da Lei das S.A.

<sup>155</sup> Não é outra a posição de Tavares Guerreiro: “No que tange ao poder do acionista controlador, tem ele foro próprio, que vem a ser a assembleia geral, em que seu voto prepondera, mas é inegável que o exercício daquele poder se verifica também fora da assembleia geral, mediante a utilização de uma força informal, insuficientemente normatizada, que se traduz na fórmula legislada de ‘dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia’”. (GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Sociologia do poder na sociedade anônima*. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 29, n. 77, p. 50-56, jan./mar. 1990. p. 52).

aprovação da operação nos termos pretendidos pelo controlador da incorporadora.<sup>156</sup> Nessa hipótese, o controlador passa a depender dos votos favoráveis dos demais acionistas com direito a voto, ressalvada a hipótese de tratar-se de companhia de capital aberto e do atendimento dos pré-requisitos que autorizam a CVM a reduzir o quórum exigido por lei, conforme referido em momento anterior no estudo.<sup>157</sup>

Ainda, caso entendido que os acionistas titulares de ações preferenciais de cada uma das sociedades envolvidas na operação devem aprovar previamente a operação quando os termos da proposta implicarem a alteração das vantagens e preferenciais que detinham até então, a aprovação da matéria em assembleia geral extraordinária nos termos pretendidos pelo controlador da incorporadora pode ser obstaculizada.<sup>158</sup> Na hipótese, o acionista controlador dependeria da aprovação dos acionistas preferencialistas em sede de assembleia especial.

Neste contexto, importante a compreensão que a doutrina reconhece que a incorporadora controladora participa da determinação da vontade social da incorporada sobre a proposta de incorporação.<sup>159</sup> O quórum da maioria qualificada exigido para tomada da deliberação, o fato de tratar-se de ato de reorganização patrimonial societária das sociedades e a existência de disciplina especial no artigo 264 direcionada ao tratamento da operação

---

<sup>156</sup> É o que determina o artigo 136, inciso IV, da Lei das S.A.

<sup>157</sup> É o que disciplina o artigo 136, §2º, da Lei das S.A.

<sup>158</sup> É o posicionamento de Papini e de Tomazella, verificado no item anterior do trabalho. PAPINI, Roberto. *Incorporação da sociedade anônima*. Belo Horizonte: Del Rey, 2013. p. 72-73. AINDA, TOMAZELLA, Carla Mosna. *Proteção de acionistas e credores nas operações de incorporação envolvendo sociedades anônimas*. 2011. 218f. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011. p. 62-63.

<sup>159</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 3. arts. 189 a 300. p. 500. AINDA, CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001*. 2. ed. atual. São Paulo: Saraiva, 2003. v. 4. t. 2. arts. 243 a 300. p. 275. AINDA, RIBEIRO, Renato Ventura. *Incorporação de companhia controlada*. In: WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge (Coord.). *Fusão, cisão, incorporação e temas correlatos*. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 112. AINDA, KALANSKY, Daniel. *Incorporação de ações: estudo de casos e precedentes*. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 100-101. AINDA, RODRIGUES, Ana Carolina. *A incorporação de companhia controlada pela companhia controladora em face do art. 264 da Lei n. 6404/76 e o parecer de orientação CVM n. 35*. In: PRADO, Viviane Muller; CARMO, Lie Uema do (Org.). *Estudos empíricos sobre temas de direito societário*. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 124-126. AINDA, ARAGÃO, Paulo Cezar; LIMA, Monique M. Mavignier de. *Incorporação de controlada: a disciplina do art. 264 da Lei 6.404/1976*. In: PERIN JUNIOR, Ecio; KALANSKY, Daniel; PEYSER, Luis (Coord.). *Direito empresarial: aspectos atuais de direito empresarial brasileiro e comparado*. São Paulo: Método, 2005. p. 349-350. AINDA, COUTINHO, Sérgio Mendes Botrel. *Fusões e aquisições*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2016. p. 140. AINDA, PAPINI, Roberto. *Incorporação da sociedade anônima*. Belo Horizonte: Del Rey, 2013. p. 110. AINDA, LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas: comentários à lei (arts. 189 a 300)*. Rio de Janeiro: Renovar, 2012. v. 3. p. 978. AINDA, CASQUET, Andréia Cristina Bezerra. *Os direitos de preferência e recesso em operações de incorporação de sociedade e incorporação de ações*. São Paulo: Almedina, 2014. p. 29. AINDA, LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Incorporação de companhia controlada*. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 33, n. 94, p. 87-96, abr./jun. 1994. p. 93-94.

justificam a participação da incorporadora na operação e na definição da vontade social da incorporada.

De acordo com Tomazella e Mariz, outorgar aos acionistas minoritários o poder de definir a vontade social das sociedades em negócio que implica a reestruturação da sociedade seria o mesmo que tornar letra morta o princípio majoritário, segundo o qual cabe a maioria definir à vontade social.<sup>160</sup> Bulhões Pedreira, ao tratar da operação em comento fazendo referência a sistemática do artigo 264, arremata: “A LSA adotou a orientação doutrinária de admitir o exercício do direito de voto pela controladora na Assembleia da controlada, mas submeteu a operação a algumas normas especiais, para proteção dos acionistas minoritários da controlada”.<sup>161</sup>

A CVM, ao disciplinar as operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo a sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum, por meio do Parecer de Orientação nº 35 (“P.O. 35”), ainda no ano de 2008, reconheceu o direito de voto da incorporadora na operação.

É pacífico na CVM o entendimento de que o art. 264 da Lei nº 6.404, de 1976, criou um regime especial para as operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo a sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum, deixando claro que o controlador pode, via de regra, exercer seu direito de voto nessas operações.<sup>162</sup>

O posicionamento da autarquia já era verificado nos precedentes anteriores a 2008. Ao analisar operação de incorporação de ações entre companhias abertas, ainda em 2001, envolvendo discussão acerca da necessidade de realização de oferta pública em razão da extinção da companhia incorporada, a autarquia reconheceu que o regime especial imposto pelo artigo 264 assegura a participação da incorporadora controladora na definição da vontade social da incorporada.

---

<sup>160</sup> TOMAZELLA, Carla Mosna; MARIZ, Livia. A proteção de acionistas nas operações de fusão, incorporação e cisão no Brasil e no direito comparado. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (Coord.). *Direito societário contemporâneo I*. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 230.

<sup>161</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Sociedades coligadas, controladoras e controladas. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. (Coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 2. p. 2047.

<sup>162</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Parecer de orientação nº 35*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 20 abr. 2016.



Exigir-se, então, a realização de uma oferta pública como condição à realização de uma operação de incorporação, seja a clássica ou de ações, significa: (i) *afastar o direito de voto do acionista controlador, o que claramente a Lei nº 6.404/76 não pretendeu, ao revés, entendeu ser conveniente, conforme se verifica do artigo 264, da exposição de motivos e da opinião do Prof. Lamy (ob.cit., pág. 327)*; (ii) atribuir aos acionistas minoritários, titulares de ações ordinárias ou preferenciais, o direito de vetar estas operações; (iii) afastar da discussão e destas manifestações a proteção do interesse social. (Grifo nosso).<sup>163</sup>

Apesar das discussões envolvendo os mecanismos disponibilizados pela Lei das S.A. para controle da legitimidade do exercício do direito de voto dos acionistas nas assembleias gerais não fazerem parte do escopo deste trabalho, não passa despercebido o fato de que a autarquia reconhece o impedimento de voto da incorporadora controladora na assembleia geral da incorporada controlada quando a proposta de operação envolver a atribuição de diferentes valores para as ações de companhia envolvida na operação, ou seja, quando, para fins da definição da relação de substituição de ações, é atribuído valor diferente (e maior) às ações de emissão da incorporada que sejam de propriedade da incorporadora.<sup>164</sup>

Ademais disso, a influência do acionista controlador da incorporadora no âmbito da incorporada é verificada, ainda, sobre os órgãos de administração da sociedade controlada, na medida em que esse acionista tem condições de, através dos administradores da incorporadora, e, se for o caso, dos órgãos sociais de outras sociedades controladas, determinar as diretrizes que devem ser seguidas pelos administradores da incorporada na negociação e definição dos termos em que serão realocados os recursos patrimoniais e empresariais da incorporada.<sup>165</sup> Há quem diga que, nesse cenário, poderia o acionista

---

<sup>163</sup> Apesar do Processo CVM RJ nº 2001/11663 tratar de operação de incorporação de ações (incorporação das ações da Bunge Fertilizantes S.A. e da Bunge Alimentos S.A. pela Serrana S.A.) o caso é citado pela Comissão de Valores Mobiliários no texto do P.O. nº 35 como referência para demonstrar que a autarquia já no ano de 2001 reconhecia o exercício do direito de voto da incorporadora controladora na assembleia geral da incorporada controlada. (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo CVM RJ nº 2001/11663*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/index.html>>. Acesso em: 17 abr. 2016).

<sup>164</sup> É o que determina o Parecer de Orientação nº 34, de 18 de agosto de 2006, da autarquia com o propósito de disciplinar o “Impedimento de voto em casos de benefício particular em operações de incorporação e incorporação de ações em que sejam atribuídos diferentes valores para as ações de emissão de companhia envolvida na operação, conforme sua espécie, classe ou titularidade. Interpretação do §1º do art. 115 da Lei 6.404/76”. (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Parecer de orientação nº 34*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 19 abr. 2016).

<sup>165</sup> Evidencia Bulhões Pedreira: “O controle indireto é exercido através dos órgãos das controladas. O exemplo mais simples é o grupo em que a controladora A detém a maioria dos votos da controlada B, a qual, por sua vez, detém a maioria dos votos da controlada C. A exerce poder sobre C através dos órgãos de administração de B, pois são os diretores desta que a representam na assembleia geral de C e elegem os respectivos administradores”. (PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Acordo de acionistas sobre controle de grupo de sociedades*. Validade da estipulação de que os membros do Conselho de Administração de controladas devem

controlador ultrapassar as formalidades impostas pela hierarquia organizacional das sociedades que integram a estrutura de controle indireto e determinar, ele próprio, as diretrizes que devem ser seguidas pelos administradores da sociedade controlada, já que tem garantida a ratificação da assembleia geral.<sup>166</sup>

Imprescindível, nessas operações, dessa maneira, que o titular do controle da incorporadora e a própria incorporadora, quando controladora indireta da incorporada, tenham poder para fazer com que os membros da administração da incorporadora e das outras sociedades controladas cumpram suas determinações. Não por acaso, os cargos da administração das sociedades controladas são preenchidos com pessoas de confiança do acionista controlador, e o eventual controle compartilhado de sociedade controlada é disciplinado em acordo de acionistas, com apontamentos acerca da eleição e da destituição dos conselheiros de administração e da forma como devem votar esses conselheiros.<sup>167</sup>

Ao final, o que se verifica na incorporação de controlada por controladora é que as duas sociedades envolvidas na operação estão sujeitas a um único centro de poder: aquele originado na estrutura interna da incorporadora.<sup>168</sup> A relação estabelecida entre incorporadora e incorporada possibilita que o poder de controle exercido sobre a incorporadora se sobreponha à estrutura hierárquica da incorporada e que, ao cabo, a proposta de incorporação apresentada às assembleias gerais das sociedades incorporadora e incorporada seja definida sob influência desse único centro de poder, bem como que a vontade social da incorporadora e da incorporada formada no âmbito das assembleias gerais de cada uma das sociedades sobre os termos da incorporação reflita a vontade desse acionista controlador.

O poder do acionista controlador sobre a determinação dos termos em que é efetivada a incorporação de sociedade controlada é potencializado com o fato de que a Lei das S.A. deixa à livre escolha das sociedades envolvidas na operação a definição do critério de

---

votar em bloco segundo orientação definida pelo grupo controlador. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, São Paulo, v. 5, n. 15, p. 226-248, jan./mar. 2002. p. 244).

<sup>166</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões; LAMY FILHO, Alfredo. Estrutura da companhia. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. (Coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 1. p. 830.

<sup>167</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Acordo de acionistas sobre controle de grupo de sociedades. Validade da estipulação de que os membros do Conselho de Administração de controladas devem votar em bloco segundo orientação definida pelo grupo controlador. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, São Paulo, v. 5, n. 15, p. 226-248, jan./mar. 2002. p. 237-245.

<sup>168</sup> RIBEIRO, Renato Ventura. Incorporação de companhia controlada. In: WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge (Coord.). *Fusão, cisão, incorporação e temas correlatos*. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 111.

cálculo da relação de substituição de ações.<sup>169</sup> Significa dizer que o controlador tem reconhecida capacidade de definir o parâmetro que será utilizado para substituição de ações; e, se optar pela avaliação do patrimônio das sociedades, cabe a ele definir o critério que será adotado para avaliação do patrimônio de cada uma das sociedades.<sup>170</sup>

Finalmente, a sistemática da Lei das S.A. reconhece ao único centro de poder da operação a capacidade de influenciar a determinação dos direitos de participação dos acionistas da incorporada e da incorporadora após a efetivação da operação.<sup>171</sup> Conforme já evidenciado pela pesquisa, a compenetração societária, efetivada a partir da emissão de novas ações pela incorporadora em substituição às extintas ações da incorporada, tem o potencial de alterar os direitos políticos e patrimoniais dos acionistas de ambas as sociedades envolvidas na operação, modificando, desse modo, as bases essenciais dos investimentos então realizados.

O fato de o poder de controle das duas sociedades envolvidas na operação estar centralizado em um único centro de poder, com reconhecida capacidade de determinar os termos do negócio, insere a incorporação de controlada no que é reconhecido pelo direito norte-americano como *self dealing transaction*.<sup>172</sup> Nas operações assim classificadas, é

---

<sup>169</sup> ARAGÃO, Paulo Cezar; LIMA, Monique M. Mavignier de. Incorporação de controlada: a disciplina do art. 264 da Lei 6.404/1976. In: PERIN JUNIOR, Ecio; KALANSKY, Daniel; PEYSER, Luis (Coord.). *Direito empresarial: aspectos atuais de direito empresarial brasileiro e comparado*. São Paulo: Método, 2005. p. 355.

<sup>170</sup> LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Incorporação de ações de companhia aberta controlada. In: LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Pareceres*. São Paulo: Singular, 2004. v. 2. p. 1414.

<sup>171</sup> CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova lei das sociedades anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 375.

<sup>172</sup> ARAGÃO, Paulo Cezar; LIMA, Monique M. Mavignier de. Incorporação de controlada: a disciplina do art. 264 da Lei 6.404/1976. In: PERIN JUNIOR, Ecio; KALANSKY, Daniel; PEYSER, Luis (Coord.). *Direito empresarial: aspectos atuais de direito empresarial brasileiro e comparado*. São Paulo: Método, 2005. p. 348. AINDA, LAMY FILHO, Alfredo. A relação de substituição de ações na incorporação de subsidiária. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 2. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2: Pareceres. p. 574. AINDA, CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001*. 2. ed. atual. São Paulo: Saraiva, 2003. v. 4. t. 2. arts. 243 a 300. p. 275. AINDA, EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 3. arts. 189 a 300. p. 503. De acordo com Clark, os seguintes atos podem ser classificados como *self dealing transaction*: “(i) Atos ou operações realizados entre uma sociedade e seus administradores; (ii) Operações entre duas companhias, de maneira que um indivíduo desempenhe a função de administrador de uma, apesar de ter interesse econômico na outra; (iii) Operações entre sociedades matrizes e subordinadas nas quais quem desempenhe a função de administrador das primeiras tenha participação de capital nas segundas, e (iv) Atos ou operações cumpridos entre sociedades que compartilhem os mesmos administradores”. Nas palavras do autor, “Basic self-dealing, as I use the term, includes four things: (1) transactions between a corporation and its directors or officers; (2) transactions between a corporation and a business entity in which the directors or officers have a significant direct or indirect financial interest; (3) transactions between a partially owned subsidiary corporation and its parent Corporation; and (4) transactions between a Corporation and another one with common or “interlocking” directors or officers”. (CLARK,

reconhecido o risco de o controlador utilizar o poder que detém sobre a tomada de decisões das sociedades de forma oportuna, com o propósito de extrair ganhos particulares em prejuízo dos demais acionistas.<sup>173</sup>

O acionista controlador tem reconhecido poder de dominação sobre a estrutura hierárquica da sociedade que controla e é através dele que define a vontade social da incorporadora e da incorporada. Não por outra razão, nessas estruturas e na operação de incorporação, em específico, a preocupação está voltada para os acionistas minoritários da incorporadora e da incorporada e para as possíveis consequências do exercício do poder de controle sobre os direitos dos acionistas minoritários. Sobre esse viés é que se dedica a presente análise da operação de incorporação, e é nesse sentido que apontam as normas da Lei das S.A. acerca da matéria.

Nesse cenário, cabe ao acionista controlador e à incorporadora ao exercerem o direito de voto no âmbito da assembleia geral da incorporadora e da incorporada, respectivamente; e ao exercerem o poder de controle fora das assembleias, por ocasião da definição da política empresarial e do estabelecimento das diretrizes e orientações aos órgãos de administração, atenderem o interesse social. Interesse social que, como reconhece a doutrina, é de difícil definição quando diante da diversidade de interesses dos acionistas que compõe as companhias de capital aberto e de capital fechado e do reconhecimento de que as empresas representam um conjunto de interesses que devem ser atendidos.<sup>174</sup>

De todo modo, os deveres genéricos que detém o acionista controlador com relação aos acionistas minoritários, aos trabalhadores e à comunidade em que atua, estabelecidos no artigo 116, parágrafo único, autorizam a leitura do interesse social vinculada a uma perspectiva institucional da companhia. Nessa perspectiva, o acionista controlador da

---

Robert Charles. *Corporate Law*. [Boston]: Aspen Law and Business, 1986. p. 159. Tradução de REYES, Francisco. *Direito societário americano: estudo comparativo*. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 238). CLARK arremata ao dissertar, “[...] a *parent-subsidiary merger* pode ser caracterizada como uma *self-dealing transaction*. É verdade, no óbvio senso institucional, que a companhia controladora controla ambos os lados da transação e unilateralmente estabelece os termos do negócio”. Nas palavras do autor, “[...] a *parent-subsidiary merger* can be properly characterized as a *self-dealing transaction*. This is true in the obvious institutional sense that the parent corporation controls both sides of the transaction and unilaterally sets the terms of the deal.” (CLARK, Robert Charles. *Corporate Law*. [Boston]: Aspen Law and Business, 1986. p. 472. Grifo nosso. Tradução nossa).

<sup>173</sup> HERTIG, Gerard; KANDA, Hideki. Related Party Transactions. In: Kraakman, Reinier R. et al. *The anatomy of corporate law a comparative and functional approach*. New York: Oxford University, 2004. p. 118. Ainda, REYES, Francisco. *Direito societário americano: estudo comparativo*. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 219-220.

<sup>174</sup> ZANINI, Carlos Klein. *A dissolução judicial da sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Forense, 2005. p. 107-108.

incorporadora e da incorporada, no exercício da função que detém, deve observar o interesse concebido como compatível e comum entre os interesses dos distintos tipos de acionistas, dos trabalhadores e das comunidades em que atuam essas sociedades. O interesse social, sob essa perspectiva, representa a harmonia entre o interesse comum dos acionistas e o interesse geral da coletividade sobre o exercício da atividade empresarial.<sup>175</sup> E traduz, ao cabo, a obrigação do acionista controlador de buscar atingir os objetivos da empresa durante as tratativas do negócio e a apreciação dos termos apresentados para deliberação nas assembleias gerais das sociedades envolvidas na operação.<sup>176</sup>

A perspectiva contratualista, por outro lado, sustenta a compreensão que o acionista controlador deve exercer o poder que detém dentro e fora da assembleia geral buscando atender o interesse que representa o que há de comum a todos os sócios (o interesse *uti socii*), isto é, o interesse que não é redutível a qualquer interesse do controlador, mas, sim, que reflete o interesse comum dos sócios.<sup>177</sup> Nesse contexto, é o interesse comum dos sócios que deve conduzir o acionista controlador e a incorporadora na negociação e na definição da vontade social das sociedades sobre a relação de substituição de ações. Segundo doutrina Lamy Filho, o conflito eventual e o dano emergente na definição da matéria são apenas dos acionistas e não das sociedades participantes do negócio.<sup>178</sup>

No âmbito da assembleia geral, segundo disciplina o artigo 115<sup>179</sup>, o controlador tem o dever de exercer o direito de voto na assembleia geral no interesse da sociedade,

---

<sup>175</sup> FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Conflito de interesses nas assembleias de S.A.: e outros escritos sobre conflito de interesses*. São Paulo: Malheiros, 2014. p. 62-63.

<sup>176</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 36-38. Ainda, é o que ensina Zanini quando disserta “Exercer a administração ou o voto no interesse da companhia significa, há de convir, exercê-lo em consonância com os objetivos da empresa, ou seja, de acordo com seus fins. Ainda que se discuta qual o significado desse interesse da companhia face às teorias institucionalistas e contratualistas – se correspondente ao interesse coletivo dos sócios (contratualista) ou a um interesse transcendente (institucionalista) –, fato é que a expressão ‘interesse’ vem empregada como equivalente à noção de fim”. ZANINI, Carlos Klein. *A dissolução judicial da sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Forense, 2005. p. 101.

<sup>177</sup> COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014. p. 330. Ainda, ARAGÃO, Paulo Cezar; LIMA, Monique M. Mavignier de. Incorporação de controlada: a disciplina do art. 264 da Lei 6.404/1976. In: PERIN JUNIOR, Ecio; KALANSKY, Daniel; PEYSER, Luis. (Coord.). *Direito empresarial: aspectos atuais de direito empresarial brasileiro e comparado*. São Paulo: Método, 2005. p. 349.

<sup>178</sup> LAMY FILHO, Alfredo. A relação de substituição de ações na incorporação de subsidiária. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 2. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2: Pareceres. p. 576. COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014. p. 330.

<sup>179</sup> Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

considerando-se abusivo o voto exercido com o fim de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a sociedade ou para outros acionistas. Respondendo o controlador e a incorporadora pelos danos causados aos minoritários pelo exercício abusivo do direito de voto.

Determinam os artigos 246<sup>180</sup> e 116 da norma legal que o acionista controlador e a sociedade controladora devem exercer os poderes que detêm, atendendo e respeitando os direitos dos demais acionistas da sociedade que controla. Pelo que respondem esses acionistas por perdas e danos, segundo determina o elenco exemplificativo de modalidades de abuso de poder do artigo 117<sup>181</sup>, quando exercerem o poder de controle com a finalidade de levar a

§ 1º o acionista não poderá votar nas deliberações da assembleia-geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador, nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia.

§ 2º Se todos os subscritores forem condôminos de bem com que concorreram para a formação do capital social, poderão aprovar o laudo, sem prejuízo da responsabilidade de que trata o § 6º do artigo 8º.

§ 3º o acionista responde pelos danos causados pelo exercício abusivo do direito de voto, ainda que seu voto não haja prevalecido.

§ 4º A deliberação tomada em decorrência do voto de acionista que tem interesse conflitante com o da companhia é anulável; o acionista responderá pelos danos causados e será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que tiver auferido.

<sup>180</sup> Art. 246. A sociedade controladora será obrigada a reparar os danos que causar à companhia por atos praticados com infração ao disposto nos artigos 116 e 117.

§ 1º A ação para haver reparação cabe:

- a) a acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social;
- b) a qualquer acionista, desde que preste caução pelas custas e honorários de advogado devidos no caso de vir a ação ser julgada improcedente.

§ 2º A sociedade controladora, se condenada, além de reparar o dano e arcar com as custas, pagará honorários de advogado de 20% (vinte por cento) e prêmio de 5% (cinco por cento) ao autor da ação, calculados sobre o valor da indenização.

<sup>181</sup> Art. 117. O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder.

§ 1º São modalidades de exercício abusivo de poder:

- a) orientar a companhia para fim estranho ao objeto social ou lesivo ao interesse nacional, ou levá-la a favorecer outra sociedade, brasileira ou estrangeira, em prejuízo da participação dos acionistas minoritários nos lucros ou no acervo da companhia, ou da economia nacional;
- b) promover a liquidação de companhia próspera, ou a transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia, com o fim de obter, para si ou para outrem, vantagem indevida, em prejuízo dos demais acionistas, dos que trabalham na empresa ou dos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia;
- c) promover alteração estatutária, emissão de valores mobiliários ou adoção de políticas ou decisões que não tenham por fim o interesse da companhia e visem a causar prejuízo a acionistas minoritários, aos que trabalham na empresa ou aos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia;
- d) eleger administrador ou fiscal que sabe inapto, moral ou tecnicamente;
- e) induzir, ou tentar induzir, administrador ou fiscal a praticar ato ilegal, ou, descumprindo seus deveres definidos nesta Lei e no estatuto, promover, contra o interesse da companhia, sua ratificação pela assembleia-geral;
- f) contratar com a companhia, diretamente ou através de outrem, ou de sociedade na qual tenha interesse, em condições de favorecimento ou não equitativas;
- g) aprovar ou fazer aprovar contas irregulares de administradores, por favorecimento pessoal, ou deixar de apurar denúncia que saiba ou devesse saber procedente, ou que justifique fundada suspeita de irregularidade.

sociedade a favorecer outra sociedade em detrimento da participação dos acionistas minoritários nos lucros ou no acervo da sociedade; e, ainda, promoverem a incorporação da sociedade com o fim de obter, para si ou para outrem, vantagem indevida, em prejuízo dos demais acionistas da sociedade.<sup>182</sup> A CVM complementa esse rol evidenciando, na Instrução CVM nº 319/1999, outras formas de abuso de poder em operações de reorganização societária.<sup>183</sup>

Os administradores, da mesma forma, têm o dever de exercer as suas atribuições na operação para lograr os fins e o interesse da sociedade que administra, seja ela incorporadora ou incorporada, não podendo privilegiar os interesses daqueles que o elegeram em prejuízo do interesse social.<sup>184</sup> Ainda, determina o artigo 245<sup>185</sup> que não podem os administradores, em prejuízo da companhia administrada, favorecer sociedade controladora ou controlada, cumprindo-lhes zelar para que as operações entre elas observem condições estritamente comutativas, ou com pagamento compensatório adequado, sob pena de responder pelos prejuízos resultantes dos atos praticados.

Evidentemente, não se esgota nessas disposições a sistemática de proteção dos acionistas minoritários na operação de incorporação de sociedade controlada por controladora. São diversos os mecanismos oferecidos pela Lei das S.A., de caráter material e instrumental, voltados para o atendimento dos direitos dos acionistas nessas operações, englobando, inclusive, aqueles também direcionados às operações entre partes independentes.<sup>186</sup> Todavia, de acordo com a proposta da pesquisa, para compreensão da composição do poder do

h) subscrever ações, para os fins do disposto no art. 170, com a realização em bens estranhos ao objeto social da companhia. (Incluída dada pela Lei nº 9.457, de 1997)

§ 2º No caso da alínea e do § 1º, o administrador ou fiscal que praticar o ato ilegal responde solidariamente com o acionista controlador.

§ 3º O acionista controlador que exerce cargo de administrador ou fiscal tem também os deveres e responsabilidades próprios do cargo.

<sup>182</sup> É o que determinam os artigos 246 e 117, §1º, alíneas “a” e “b”, ambos da Lei das S.A.

<sup>183</sup> Remete-se: BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Instrução CVM nº 319/1999*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst319.html>>. Acesso em: 20 abr. 2016.

<sup>184</sup> É o que determina o artigo 154, *caput* e §1º, da Lei das S.A.

<sup>185</sup> Art. 245. Os administradores não podem, em prejuízo da companhia, favorecer sociedade coligada, controladora ou controlada, cumprindo-lhes zelar para que as operações entre as sociedades, se houver, observem condições estritamente comutativas, ou com pagamento compensatório adequado; e respondem perante a companhia pelas perdas e danos resultantes de atos praticados com infração ao disposto neste artigo.

<sup>186</sup> Para melhor compreensão das disciplinas constantes na Lei das S.A. direcionadas à proteção dos acionistas na operação de incorporação, recomendamos: TOMAZELLA, Carla Mosna. *Proteção de acionistas e credores nas operações de incorporação envolvendo sociedades anônimas*. 2011. 218f. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011. Ainda, TOMAZELLA, Carla Mosna; MARIZ, Lívia. A proteção de acionistas nas operações de fusão, incorporação e cisão no Brasil e no direito comparado. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (Coord.). *Direito societário contemporâneo I*. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 207-235.

acionista controlador da incorporadora e os interesses e direitos do acionista minoritário das sociedades incorporada e incorporadora na operação, a atenção do estudo deve voltar-se para os mecanismos disponibilizados pela disciplina especial prevista no artigo 264 da Lei das S.A. para matéria. É para esse sentido que a análise das próximas etapas do trabalho é direcionada.

## Capítulo II – Evolução Histórica do Artigo 264

A incorporação de sociedade controlada recebeu tratamento especial, pela primeira vez, na década de 70 do século passado, com a Lei nº 6.404/1976. Até então, a operação era submetida às normas gerais do Decreto Lei nº 2.627/1940, direcionadas à incorporação de sociedades independentes. Os problemas vivenciados na época demonstravam a necessidade de disponibilização de dispositivos especiais, tanto para aquela operação realizada entre sociedades independentes, quanto para aquela efetivada entre sociedades controlada e controladora.<sup>187</sup>

Tem-se constatado na prática que, através das chamadas manobras financeiras pré-concentracionistas, sobretudo nas incorporações, os detentores do patrimônio da absorvida e os que controlam a sociedade absorvente, não raro usam do seu poder para se reservar certas situações vantajosas em relação aos acionistas minoritários, em geral prejudicados ou pela sua própria condição de minoria, ou pelo seu absenteísmo necessitando, assim, de uma espécie de proteção especial [...].<sup>188</sup>

O legislador de 1976 preocupou-se em dedicar disciplina pormenorizada à incorporação de sociedades e conferir tratamento específico àquela operação realizada entre sociedades controlada e controladora. O artigo 264 da Lei das S.A., nesse sentido, contempla o tratamento específico conferido pela norma à operação envolvendo sociedades integrantes de mesmo grupo. As disposições do artigo 264 da Lei das S.A. foram definidas no Projeto de

---

<sup>187</sup> Bulgarelli apontava, na década de 70, que os seguintes pontos deveriam ser objeto de atenção especial do legislador: “a) Levantamento de balanços especiais para incorporação; b) Regulamentação do projeto de fusão, com a indicação dos objetivos finalidades, características; métodos de avaliação das ações e critérios de paridade; c) Amplas informações aos acionistas sobre o negócio; d) Adoção do critério para remuneração das ações dos dissidentes, quando cotadas na Bolsa, com base na média dos últimos três anos; e) A participação de auditores independentes; e f) A criação de uma Comissão, nos moldes, da SEC norte-americana, evidentemente que adaptada às condições do nosso meio, que em muitos aspectos, parece ser resistente às formulas do direito anglo-saxônico.” (BULGARELLI, Waldirio. *A incorporação das sociedades anônimas*. São Paulo: Universitária de Direito, 1975. p. 221-222).

<sup>188</sup> BULGARELLI, Waldirio. *Fusões, incorporações e cisões de sociedades*. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2000. p. 161



Lei nº 2.559/1976 e, posteriormente, estabelecidas, alteradas e adaptadas pelas Leis nº 6.404/1976, nº Lei nº 7.958/1989, nº 9.457/1997, e nº 10.303/2001, conforme a seguir apontado e analisado.

#### A. Projeto de Lei nº 2.559/1976

O Projeto de Lei nº 2.559/1976, que dispôs sobre as sociedades por ações e que, posteriormente, foi convertido na Lei nº 6.404/1976, dedicou o artigo 265<sup>189</sup> à disciplina adicional e especial da operação de incorporação de sociedade controlada. A “Exposição Justificativa” que acompanhou o texto da proposta sustentou que a incorporação de sociedade controlada exige normas especiais para proteção dos acionistas minoritários, “por isso não existem, na hipótese, duas maiorias acionárias distintas, que deliberem separadamente sobre a operação, defendendo os interesses de cada companhia”.<sup>190</sup>

O modelo de proteção adotado pelo Projeto de Lei nº 2.559/1976 estava dividido em dois planos. O primeiro, previsto no *caput* do artigo 265, vinculado à justificativa da operação que, na espécie, deveria ser apresentada à assembleia geral da incorporada, acompanhada do cálculo das relações de substituição de ações dos acionistas minoritários da incorporada, realizado com base no patrimônio líquido das duas sociedades envolvidas na operação,

---

<sup>189</sup> Art. 265. Na incorporação, pela controladora, de companhia controlada, a justificação, apresentada à Assembleia Geral da controlada deverá conter, além das informações previstas nos artigos 225 e 226, o cálculo das relações de substituição das ações dos *acionistas minoritários* da controlada com base no valor de patrimônio líquido das ações da controladora e da controlada, avaliados os dois patrimônios segundo o mesmo critério e na mesma data, a preços de mercado.

§1º A avaliação dos dois patrimônios será feita por três peritos ou empresa especializada.

§2º Para efeito da comparação referida neste artigo, as ações do capital da controlada de propriedade da controladora serão avaliadas, no patrimônio desta, com base no valor de patrimônio líquido da controlada a preços de mercado.

§3º Se as relações de substituição das ações dos *acionistas minoritários*, previstas no protocolo da incorporação, forem menos vantajosas que as resultantes da comparação prevista neste artigo, os acionistas dissidentes da deliberação da Assembleia Geral da controlada que aprovar a operação terão direito de escolher entre o valor de reembolso fixado nos termos do artigo 137 ou:

a) No caso de companhia aberta, pela cotação média das ações na bolsa de valores ou no mercado de balcão, durante os trinta dias anteriores à data da assembleia que deliberar sobre a incorporação;

b) No caso de companhia fechada, pelo valor de patrimônio líquido a preços de mercado.

§4º Aplicam-se à fusão de companhia controladora e controlada as normas especiais previstas neste artigo.

§5º O disposto neste artigo não se aplica no caso de as ações de capital da controlada terem sido adquiridas no pregão da bolsa de valores ou mediante oferta pública nos termos dos artigos 258 a 264. (Grifo nosso). (Redação dada pelo Projeto de Lei nº 2.559/76).

<sup>190</sup> LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 249.

avaliados a preços de mercado<sup>191</sup>, e teria a função de prestar informação adicional ao acionista minoritário da incorporada.<sup>192</sup>

E o segundo, previsto no §3º do mesmo artigo, relacionado ao exercício do direito de recesso do acionista minoritário da incorporada. Na espécie, caso as bases da incorporação aprovadas pela assembleia geral fossem menos vantajosas para os acionistas minoritários da incorporada do que o resultado da comparação efetivada nos termos do *caput* do referido artigo 265, os acionistas dissidentes da incorporada teriam direito de recesso e, no caso, poderiam optar por receber o valor do reembolso, calculado com base na cotação de mercado<sup>193</sup>, caso a incorporada fosse companhia aberta, ou pelo valor de patrimônio líquido a preços de mercado, caso a incorporada fosse companhia fechada.<sup>194</sup>

As disposições do artigo 265 não seriam aplicadas caso as ações da sociedade incorporada controlada, de titularidade da incorporadora, tivessem sido adquiridas no pregão da bolsa de valores, ou mediante oferta pública, caso em que a operação estaria sujeita a outra disciplina legal.

O legislador de 1976 alterou as disposições do Projeto de Lei nº 2.559/1976 direcionadas à matéria, de forma que a expressão “acionista minoritário”, constante na

---

<sup>191</sup> Segundo ensina Carvalhosa, “o valor apurado será o do ativo, subtraído o passivo, mas de cada *bem* constante do ativo e do passivo, avaliado *individualmente*, a preços de mercado”. (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. 2. ed. atual. São Paulo: Saraiva, 2003. v. 4. t. 2. arts. 243 a 300. p. 288). Eizirik complementa: “Na avaliação a preços de mercado, cada item do patrimônio social é mensurado individualmente, por seu possível valor de venda ou reposição, como ocorreria na liquidação da companhia. [...] A finalidade do laudo é simular o valor que seria obtido pela companhia em liquidação ordenada, não em situação de venda forçada. O *goodwill* não entra na avaliação a preços de mercado, somente devendo ser considerados intangíveis individuais e ativos não físicos que tenham valor de mercado, como patentes, direitos e contratos”. (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 3. arts. 189 a 300. p. 506-507).

<sup>192</sup> A exposição justificativa do Projeto de Lei refere, somente, que, para fins de proteção dos acionistas minoritários, a justificação da operação deve apresentar a comparação do patrimônio das duas companhias com base no valor do patrimônio líquido, a preços de mercado. Nesse sentido, ficou a carga do texto do artigo 265 do Projeto de Lei estabelecer que a justificação da operação deveria apresentar a relação de substituição das ações dos acionistas minoritários da companhia controlada, calculada com base no patrimônio líquido das duas companhias avaliado a preços de mercado.

<sup>193</sup> De acordo com Eizirik, o valor da cotação de mercado é auferido com base na cotação média das ações durante um período determinado. (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 2. arts. 121 a 188. p. 502). No caso, o Projeto de Lei determinava que a média fosse apurada com base nos trinta dias anteriores à data da assembleia que deliberasse sobre a incorporação.

<sup>194</sup> LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 249.

redação do *caput* e do §3º do proposto artigo 265, acabou substituída pela expressão “acionistas controladores”.<sup>195</sup> O texto alterado foi convertido na Lei nº 6.404/1976.

#### B. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976

A disciplina especial, constante no artigo 265 do Projeto de Lei anteriormente referido, foi inserida nas disposições do artigo 264<sup>196</sup> do texto da Lei nº 6.404/1976. As disposições do *caput* e do §3º do artigo 264 no texto originário da Lei das S.A. revelam que a alteração da expressão “acionista minoritário” pela expressão “acionista controlador” deu nova roupagem ao mecanismo de proteção dos acionistas minoritários.

Com a alteração das expressões do artigo 264, a relação de substituição, calculada a partir da avaliação dos patrimônios das companhias a preço de mercado, passou a tomar como

---

<sup>195</sup> De acordo com Lamy Filho e Bulhões Pedreira, a Emenda nº 71 da Câmara dos Deputados do Deputado Joel Ferreira solicitava a substituição do termo “acionista minoritário” por “acionista não controlador”, e, por ocasião da redação final, a palavra “não” teria sido omitida. (LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 275). De acordo com os documentos constantes no dossiê do Projeto de Lei nº 2.559/76, porém, a referida Emenda nº 71, de autoria do Deputado Joel Ferreira, determina a substituição da expressão “acionista minoritário” por “acionista controlador”. A justificativa apresentada pela Emenda limitou-se a sustentar que o termo “acionista controlador” tem como reverso o “acionista não controlador”. O texto ainda foi objeto da proposta de Emenda nº 206, apresentada pelo então deputado Marcelo Linhares, que sustentava a alteração do disposto no §1º do artigo 265 para que a avaliação dos patrimônios das companhias envolvidas na incorporação fosse realizada por profissional de economia. A proposta da emenda 206 foi rejeitada pela Comissão de Economia da Câmara dos Deputados, pelo que não foi implementada. (BRASIL. Câmara dos Deputados. *Projeto de lei nº 2.559/76*. Disponível em <<http://www2.camara.leg.br/>>. Acesso em: 10 nov. 2015. p. 460 e p. 505).

<sup>196</sup> Art. 264. Na incorporação, pela controladora, de companhia controlada, a justificação, apresentada à assembleia-geral da controlada deverá conter, além das informações previstas nos artigos 224 e 225, o cálculo das relações de substituição das ações *dos acionistas controladores* da controlada com base no valor de 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.

§ 1º A avaliação dos dois patrimônios será feita por 3 (três) peritos ou empresa especializada.

§ 2º Para efeito da comparação referida neste artigo, as ações do capital da controlada de propriedade da controladora serão avaliadas, no patrimônio desta, com base no valor de patrimônio líquido da controlada a preços de mercado.

§ 3º Se as relações de substituição das ações dos *acionistas controladores*, previstas no protocolo da incorporação, forem menos vantajosas que as resultantes da comparação prevista neste artigo, os acionistas dissidentes da deliberação da assembleia-geral da controlada que aprovar a operação terão direito de escolher entre o valor de reembolso fixado nos termos do artigo 137 ou: a) no caso de companhia aberta, pela cotação média das ações em bolsa de valores ou no mercado de balcão, durante os 30 (trinta) dias anteriores à data da assembleia que deliberar sobre a incorporação; b) no caso de companhia fechada, pelo valor de patrimônio líquido a preços de mercado.

§ 4º Aplicam-se à fusão de companhia controladora e controlada as normas especiais previstas neste artigo.

§ 5º O disposto neste artigo não se aplica no caso de as ações do capital da controlada terem sido adquiridas no pregão da bolsa de valores ou mediante oferta pública nos termos dos artigos 257 a 263. (Grifo nosso). (Redação dada pela Lei nº 6.404, de 1976).

base as ações do acionista controlador e não as ações dos acionistas minoritários da incorporada, como pretendido pelos autores do Projeto de Lei nº 2.559/1976.

Alteradas, portanto, as informações que, de acordo com o Projeto de Lei nº 2.559/1976, seriam apresentadas à assembleia geral da sociedade incorporada para informar e viabilizar a comparação da relação de substituição das ações do acionista minoritário proposta pelas sociedades. E, também, o parâmetro que, segundo o 3º do artigo 264, determinaria o direito de reembolso dos acionistas dissidentes.

A doutrina divergiu acerca da sistemática apresentada pelo artigo. Parte acolhendo a substituição das expressões e procurando equilibrá-las com o objetivo do legislador de fornecer proteção ao acionista minoritário da sociedade incorporada. E parte afastando a referência feita ao acionista controlador e sustentando a aplicação do 264 nos moldes apresentados no Projeto de Lei nº 2.559/1976.

Para Campos Batalha, a equidade no tratamento do acionista minoritário da companhia controlada incorporada seria verificada a partir da comparação entre a relação de substituição de ações dos acionistas controladores negociada pelas sociedades, e a relação de substituição das mesmas ações calculada com base no valor dos patrimônios das sociedades avaliados a preço de mercado.<sup>197</sup> Caso esta mesma comparação, segundo o autor, certifica-se que o tratamento conferido à relação de substituição das ações dos acionistas minoritários era desvantajoso, seria assegurado aos acionistas dissidentes da companhia incorporada o direito de reembolso nos termos do §3º do artigo 264.<sup>198</sup>

Fran Martins, por sua vez, seguindo a linha apresentada no Projeto de Lei nº 2.559/1976, sustentava devida a apresentação do cálculo da relação de substituição das ações dos acionistas minoritários calculada com base na avaliação dos patrimônios das sociedades a preço de mercado.<sup>199</sup> Essa era a informação que serviria de parâmetro de comparação da relação de substituição proposta pelas sociedades e, ao final, tornaria possível a verificação da desvantagem no tratamento conferido aos acionistas minoritários para o fim de assegurar aos acionistas o direito de reembolso nos termos do §3º do artigo 264.<sup>200</sup>

---

<sup>197</sup> BATALHA, Wilson de Souza Campos. *Comentários à lei das sociedades anônimas*: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Rio de Janeiro: Forense, 1977. v. 3. arts. 189 a 300. p. 1.140-1.141.

<sup>198</sup> BATALHA, Wilson de Souza Campos. *Comentários à lei das sociedades anônimas*: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Rio de Janeiro: Forense, 1977. v. 3. arts. 189 a 300. p. 1.141.

<sup>199</sup> MARTINS, Fran. *Comentários à lei das sociedades anônimas*: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Rio de Janeiro: Forense, 1978. v. 3. artigos 206 a 300. p. 423-424.

<sup>200</sup> MARTINS, Fran. *Comentários à lei das sociedades anônimas*: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Rio de Janeiro: Forense, 1978. v. 3. artigos 206 a 300. p. 424.

O lapso do legislador de 1976 foi identificado pela doutrina:

Se o que está em jogo na hipótese em exame, é a proteção das minorias, a expressão não controladores é que deveria constar do texto, que reclama, sem dúvida, urgente correção legislativa. Ao acionista controlador pouco importa a avaliação comparativa e, menos ainda, o recurso a preços de mercado para determinação do valor patrimonial de incorporadora e incorporada, ambas sujeitas a sua dominação. Mas para as minorias acionárias, a solução do art. 264 é vital, a fim de que as ações resultantes de incorporação para elas signifiquem valores reais, consentâneos com a realidade econômica, justos e equitativos. Da maneira como terminou por vir à lume o dispositivo, apenas se garante aos controladores razoáveis relações de substituição, ficando desprotegidos, senão até mesmo mais prejudicados, os interesses dos demais acionistas da incorporada.<sup>201</sup>

Nesse período, portanto, foram oferecidas diferentes interpretações ao dispositivo da Lei, todas com o objetivo de proteger os interesses dos acionistas minoritários da sociedade incorporada. As análises feitas à época demonstravam que o funcionamento do mecanismo, de acordo com a intenção dos autores do Projeto de Lei nº 2.559/1976, dependia da correção legislativa das disposições do artigo 264.

C. Lei nº 7.958, de 20 de dezembro de 1989

A Lei nº 7.958/1989, também conhecida como Lei Lobão, em alusão ao sobrenome do autor do Projeto que lhe deu origem, suprimiu do *caput* do artigo 137<sup>202</sup>, da Lei nº 6.404/1976, a referência feita ao inciso VI do artigo 136<sup>203</sup>, da mesma norma, que apontava o direito de recesso dos acionistas da incorporada diante da aprovação da incorporação.

Consta que a Lei Lobão foi fruto da necessidade de afastar o exercício do direito de recesso dos acionistas minoritários em operação de incorporação de controlada envolvendo uma única companhia de grande porte.<sup>204</sup> Fato que já demonstrava a utilização do instituto do

---

<sup>201</sup> TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. São Paulo: Bushatsky, 1979. v. 2. p. 673.

<sup>202</sup> Art. 137. A aprovação das matérias *previstas nos incisos I, II, IV, V e VII do art. 136* desta Lei dá ao acionista dissidente direito de retirar-se da companhia, mediante reembolso do valor de suas ações (art. 45), se o reclamar à companhia no prazo de 30 (trinta) dias, contados da publicação da Ata da Assembleia Geral. (Grifo nosso). (Redação dada pela Lei nº 7.958, de 1989).

<sup>203</sup> Art. 136. É necessária a aprovação de acionistas que representem metade, no mínimo, das ações com direito de voto, se maior quórum não for exigido pelo estatuto da companhia fechada, para deliberação sobre:  
I – [...];  
VI - *incorporação da companhia em outra*, sua fusão ou cisão; [...]. (Grifo nosso). (Redação dada pela Lei nº 6.404, de 1976).

<sup>204</sup> DE LUCCA, Newton. O direito de recesso no direito brasileiro e na legislação comparada. *Revista Trimestral de Jurisprudência dos Estados*, v. 23. n. 171, p. 79-112, jul./ago. 1999. p. 96.

direito de recesso para implementação de políticas governamentais.<sup>205</sup> O Projeto de Lei nº 182/1989 justificou que a medida tinha por objetivo estimular o desenvolvimento das empresas organizadas como sociedades anônimas.<sup>206</sup>

As disposições constantes nos artigos 264 e 230<sup>207</sup> da Lei nº 6.404/1976 não foram alteradas pela Lei nº 7.958/1989. A doutrina divergiu sobre os reflexos da alteração do texto do artigo 137 da Lei nº 6.404/1976 sobre os direitos assegurados aos acionistas no §3º do artigo 264 e no artigo 230.

Parte da doutrina entendeu que tanto o §3º do artigo 264 quanto o artigo 230 deixaram de produzir efeitos com a alteração do texto do artigo 137, sustentando que esse artigo ocupava a posição de regra matriz do direito de recesso na lei de sociedades anônimas brasileira e todos os demais tratavam de regras acessórias e complementares à matéria.<sup>208</sup> Para essa corrente de entendimento, uma vez revogadas as disposições do artigo 137 acerca do direito de recesso do acionista nos casos de incorporação, portanto, todos os demais artigos da lei das sociedades anônimas direcionados à matéria deixaram de produzir efeitos.<sup>209</sup>

---

<sup>205</sup> Para estudo das alterações legislativas do direito de recesso no direito societário brasileiro com fins políticos, recomendamos a leitura: PARGENDLER, Mariana. *Evolução do direito societário: lições do Brasil*. São Paulo: Saraiva, 2013.

<sup>206</sup> Consta na Exposição Justificativa do Projeto de Lei nº 182/1989: “Duas hipóteses, dentre as enumeradas pelo artigo 136 da Lei 6.404/76 mostram-se na prática destes últimos dez anos, contrárias ao livre desenvolvimento das empresas constituídas pela modalidade de ações. Trata-se da incorporação, fusão ou cisão e participação em grupo de sociedade. Tais providenciais sempre resultam em crescimento dos negócios sociais, não justificando, sobretudo na incorporação ou fusão, a retirada do dissidente através da criação de embaraços, obterem-se vantagens indevidas. [...] A alteração da Lei 6.404/76, somente com relação a esses dois itens do art. 137, corrigirá graves distorções sofridas pelas sociedades nacionais, em razão de preceitos ultrapassados e modernamente injustificáveis”. (BRASIL. Câmara dos Deputados. *Projeto de Lei nº 182/1989*. Disponível em <<http://www2.camara.leg.br/>>. Acesso em: 12 nov. 2015).

<sup>207</sup> Art. 230. O acionista dissidente da deliberação que aprovar a incorporação da companhia em outra sociedade, ou sua fusão ou cisão, tem direito de retirar-se da companhia, mediante o reembolso do valor de suas ações (artigo 137).

Parágrafo único. O prazo para o exercício desse direito será contado da publicação da ata da assembleia que aprovar o protocolo ou justificação da operação, mas o pagamento do preço de reembolso somente será devido se a operação vier a efetivar-se. (Redação dada pela Lei nº 6.404, de 1976).

<sup>208</sup> LOBO, Jorge. Direito de retirada nos casos de fusão, incorporação, cisão e participação em grupos de sociedades. In: WALD, Arnaldo (Org.). *Direito empresarial: sociedades anônimas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. v. 3. p. 1191-1200. p. 1200.

<sup>209</sup> LAMY FILHO, Alfredo. O direito de retirada e a vigência da Lei nº 7.958/89. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 2. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2: Pareceres. p. 350-352. Na mesma obra, PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Dispositivos da lei das S.A. revogados pela lei nº 7.958/89. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 2. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2: Pareceres. p. 366-367. Ainda, BULGARELLI, Waldirio. O direito de recesso nas hipóteses de incorporação, fusão, cisão e participação em grupos de sociedades. Exclusão acarretada pela Lei 7.958 de 20.12.89. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 84, n. 714, p. 104-112, abr. 1995. p. 110.

De outro lado, parte da doutrina sustentou que a alteração do artigo 137 não afetou a disciplina do §3º do artigo 264, porque as disposições desse artigo tratavam de hipótese específica geradora de direito de recesso não eliminada pela Lei nº 7.958/1989.<sup>210</sup> O mesmo era dito sobre o artigo 230, referindo-se que o direito de recesso do acionista da incorporada decorrente da aprovação da operação estava assegurado nas disposições desse artigo e não dependia das disposições do artigo 137.<sup>211</sup> Para essa corrente, as remissões feitas entre os dispositivos não apontavam vínculo de dependência, mas, sim, tão somente, eram indicativas do procedimento do exercício do direito assegurado.

Nos tribunais era possível identificar o entendimento de que a Lei Lobão prejudicou o direito de recesso assegurado pelo artigo 137, mas não aqueles constantes em outros artigos da Lei.<sup>212</sup> O Superior Tribunal de Justiça pacificou a matéria ao acolher o entendimento de que não houve revogação do direito de recesso dos acionistas dissidentes nas operações de incorporação.<sup>213</sup>

A CVM, por seu turno, reconheceu o direito de recesso dos acionistas dissidentes de operação de incorporação ainda no ano de 1989, contrariando o entendimento de que a Lei

---

<sup>210</sup> MACHADO, Rubens Approbato. Sociedade por ações. Incorporação, fusão e cisão. Direito de retirada. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 30, n. 82, p. 46-61, abr./jun. 1991. p. 50. Ainda, DE LUCCA, Newton. O direito de recesso no direito brasileiro e na legislação comparada. *Revista Trimestral de Jurisprudência dos Estados*, v. 23, n. 171, p. 79-112, jul./ago. 1999. p. 97-98.

<sup>211</sup> PARENTE, Norma Jonssen. O direito de recesso na incorporação, fusão ou cisão de sociedades. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 34, n. 97, p. 67-75, jan./mar. 1995. p. 69.

<sup>212</sup> Nesse sentido o Acórdão da 2ª Câmara Civil do Tribunal de Alçada de Minas Gerais, nos autos da Apelação Cível nº 116.737, julgada em 21 de agosto de 1991: “Comungo com a opinião do autor citado, de que o art. 137 da Lei 6.404 enuncia em caráter não exaustivo e não exclusivo as hipóteses de retirada, por remissão ao art. 136, que versa sobre matérias que exigem quórum qualificado para deliberação em assembleia geral extraordinária. [...] Não importa se a incorporação se ultimou após a edição da Lei 7.958/89 vez que esta não eliminou o direito de retirada do sócio dissidente, permanecendo íntegro o direito de recesso do acionista minoritário”. (EIZIRIK, Nelson (Org.). *Sociedades anônimas: jurisprudência*. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. p. 245). No mesmo sentido a Apelação Cível nº 187.636-4, também do Tribunal de Alçada de Minas Gerais. (CINTRA, Maria Lúcia de Araújo. Lei federal n. 7.958, de 20 de dezembro de 1989 (lei lobão). *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 98, p. 79-85. abr./jun. 1995).

<sup>213</sup> Apesar de não analisar discussão envolvendo diretamente a incorporação de companhia controlada, o Recurso Especial nº 68.367-MG, julgado em 10 de dezembro de 1998, conclui: “Os doutrinadores que têm sustentado não mais existir direito de recesso na espécie amparam-se em que esse tipo de revogação se teria verificado. O artigo 137 seria a matriz, a ele se vinculando as outras normas, notadamente o artigo 230. Não me convenci do acerto desse entendimento. Assinale-se, em primeiro lugar, como o vêm fazendo os partidários da outra corrente, que aquele dispositivo não esgota a previsão do direito de retirada. Em segundo que o *caput* do artigo 230 [...] dispõe diretamente sobre o recesso, estabelecendo que a ele terão direito os dissidentes, quando se verifique alguma das hipóteses reguladas na seção em que se acha inserido”. (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. *Recurso Especial nº 68.367-MG*. Disponível em: <<http://www.stj.jus.br/sites/STJ>>. Acesso em: 25 jan. 2016).

Lobão havia suprimido tal direito.<sup>214</sup> Ao passo que em 1996, ao analisar a incorporação das companhias Siderúrgica Guáira S.A. e Aços Finos Piratini S.A. pela Siderúrgica Riograndense S.A., a CVM alterou seu entendimento para o fim de reconhecer a não existência do direito de recesso nas hipóteses de operações de reestruturação societária.<sup>215</sup>

As interpretações existentes acerca dos efeitos da Lei Lobão sobre as hipóteses de direito de recesso nas operações de incorporação prejudicaram a apresentação de posicionamento seguro acerca do tema.<sup>216</sup> Não havia condições, na época, de afirmar categoricamente que o direito de recesso estava assegurado ao acionista dissidente da sociedade incorporada controlada.

Nota-se que as discussões envolvendo a revogação do direito de recesso na hipótese de incorporação, porém, não afastaram o entendimento de que a apresentação do cálculo da relação de substituição de ações com base no valor do patrimônio líquido das sociedades, avaliados a preço de mercado, era obrigatória. A informação era, já na época, reconhecida como uma obrigação imposta pelo legislador para evidenciar a equidade da relação de substituição proposta pelas sociedades para realização da operação.<sup>217</sup>

#### D. Lei nº 9.457, de 05 de maio de 1997

O Projeto de Lei nº 622, de 1995, deu origem à Lei nº 9.457/1997, que alterou o artigo 264 e outros dispositivos da Lei nº 6.404/1976. Entre as alterações introduzidas pela Lei nº 9.457/1997, estava a revogação expressa das disposições da Lei nº 7.958/89, pondo fim

---

<sup>214</sup> Em 1993, em sede de análise do Recurso interposto contra decisão da Superintendência de Relações com empresas (SEP), o Colegiado da CVM reconheceu o direito de recesso aos acionistas da companhia Sulina Alimentos S.A., dissidentes da deliberação que aprovou sua incorporação pela companhia Perdigão Agroindustrial S.A., sustentando a manutenção do exercício do direito de recesso nos casos de incorporação após a Lei 7.958/89. (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Decisões do Colegiado 1993. *Processo 90/0758-0*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/index.html>>. Acesso em: 12 jan. 2016).

<sup>215</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Decisões do Colegiado 1996. *Processo 95/2358*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/index.html>>. Acesso em: 12 jan. 2016.

<sup>216</sup> DE LUCCA, Newton. O direito de recesso no direito brasileiro e na legislação comparada. *Revista Trimestral de Jurisprudência dos Estados*, v. 23, n. 171, p. 79-112, jul./ago. 1999. p. 98.

<sup>217</sup> Lamy Filho sustentava: “Essa informação – imposta para evidenciar a equidade no cálculo da incorporação a ser votada pelo controlador dos dois lados da operação – seria, também, (no caso de companhia fechada) uma alternativa para o valor do reembolso dos acionistas dissidentes. *Revogado o direito de recesso na hipótese de incorporação (pela vigência da Lei nº 7.958, de 1989) subsiste a exigência para esclarecimento do critério adotado na fixação da relação de troca, e ciência dos acionistas – tanto da incorporadora como da incorporada – da inexistência de abuso por parte do controlador (art. 115 da Lei)*”. (Grifo nosso). (LAMY FILHO, Alfredo. Mudança do objeto social e incorporação de subsidiária. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 2. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2: Pareceres. p. 544).



às discussões envolvendo a revogação ou não do direito de recesso dos acionistas na incorporação de sociedade e na incorporação de sociedade controlada. O artigo 137<sup>218</sup> da Lei nº 6.404/1976 voltou a fazer referência ao inciso do artigo 136<sup>219</sup>, reconhecendo expressamente o direito de recesso do acionista da incorporada na aprovação da operação. O artigo 230<sup>220</sup> também foi alterado e passou a disciplinar o prazo para exercício do direito de recesso na operação de incorporação e o pagamento do valor de reembolso na operação.

Ademais, preocupou-se o referido Projeto de Lei com o engano cometido pelo legislador em 1976 no texto do artigo 264, pelo que, justificando-se na necessidade de corrigir o dispositivo, substituiu o termo “acionista controlador”, presente no *caput* e no §3º do artigo 264<sup>221</sup>, pelo termo “acionista não controlador”. A alteração do termo utilizado pelo legislador

---

<sup>218</sup> Art. 137. A aprovação das matérias previstas *nos incisos I a VI do art. 136* dá ao acionista dissidente direito de retirar-se da companhia, mediante reembolso do valor das suas ações (art. 45), observadas as seguintes normas:

I – [...]

II - nos casos dos incisos IV e V, somente terá direito de retirada o titular de ações:

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

b) de companhias abertas das quais se encontram em circulação no mercado menos da metade do total das ações por ela emitidas, entendendo-se por ações em circulação no mercado todas as ações da companhia menos as de propriedade do acionista controlador; [...]. (Grifo nosso). (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997).

<sup>219</sup> 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 – [...].

IV - fusão da companhia, ou *sua incorporação em outra*; [...]. (Grifo nosso). (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997).

<sup>220</sup> Art. 230. Nos casos de incorporação ou fusão, o prazo para exercício do direito de retirada, previsto no art. 137, inciso II, será contado a partir da publicação da ata que aprovar o protocolo ou justificação, mas o pagamento do preço de reembolso somente será devido se a operação vier a efetivar-se. (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997).

<sup>221</sup> 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.

§ 1º A avaliação dos dois patrimônios será feita por 3 (três) peritos ou empresa especializada.

§ 2º Para efeito da comparação referida neste artigo, as ações do capital da controlada de propriedade da controladora serão avaliadas, no patrimônio desta, com base no valor de patrimônio líquido da controlada a preços de mercado.

§ 3º Se as relações de substituição das ações dos *acionistas não controladores*, previstas no protocolo da incorporação, forem menos vantajosas que as resultantes da comparação prevista neste artigo, os acionistas dissidentes da deliberação da assembleia-geral da controlada que aprovar a operação, *observado o disposto nos arts. 137, II, e 230, poderão optar entre o valor de reembolso fixado nos termos do art. 45 e o valor do patrimônio líquido a preços de mercado.*

§ 4º Aplicam-se à fusão de companhia controladora e controlada as normas especiais previstas neste artigo.

de 1976 implantou no *caput* do artigo 264, da Lei nº 6.404/1976, a disciplina proposta pelos autores do Projeto de Lei nº 2.559/1976 que lhe deu origem.<sup>222</sup> Foram afastadas as dúvidas e as discussões existentes até então sobre o tratamento especial conferido pela norma a incorporação de sociedade controlada.

A proteção adicional conferida aos acionistas minoritários na operação de incorporação de sociedade controlada passou a ser garantida por intermédio da disponibilização da relação de substituição de ações dos acionistas minoritários da incorporada calculada com base na avaliação dos patrimônios das sociedades a preços de mercado. Passou a ser ela a informação exigida pelo artigo 264 para qualificar o processo de análise da relação de substituição de ações proposta pelas sociedades; de escolha do acionista minoritário da incorporada pela sua permanência ou saída da sociedade; e para autorização de uso do mecanismo oferecido pelo §3º do artigo 264.

Não se conteve o legislador com a correção do engano de 1976 e alterou o §3º do artigo 264 para condicionar o direito assegurado ao acionista minoritário da incorporada a observância das novas disposições dos artigos 137, inciso II, e 230, e estabelecer novas opções de cálculo do valor de reembolso.<sup>223</sup>

Na prática, foram reduzidas as hipóteses de pagamento do preço de reembolso das ações dos acionistas dissidentes para tornar as operações de reestruturação societária menos custosas.<sup>224</sup> Atendia-se, assim, o interesse do Governo de colocar em prática o plano de privatização de empresas estatais concessionárias de serviços públicos e, ao mesmo tempo, de incentivar o fortalecimento das companhias nacionais frente à concorrência das sociedades multinacionais no mercado nacional.<sup>225</sup>

---

§ 5º O disposto neste artigo não se aplica no caso de as ações do capital da controlada terem sido adquiridas no pregão da bolsa de valores ou mediante oferta pública nos termos dos artigos 257 a 263. (Grifo nosso). (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997).

<sup>222</sup> PENTEADO, Mauro Rodrigues. Direito de retirada dos acionistas na Lei nº 9.457/97. In: LOBO, Jorge. (Org.). *A reforma da Lei das S.A.* São Paulo: Atlas, 1998. p. 134.

<sup>223</sup> Corrêa Lima parece sustentar sozinho que a Lei nº 9.457/1997 manteve as letras “a” e “b” constantes na redação original do §3º do artigo 264 na nova redação do parágrafo. Afirma o autor que no texto publicado no Diário Oficial da União, depois do ponto final, seguiram-se reticências terminadas por aspas, o que significaria que os conteúdos das letras “a” e “b” da redação original permaneciam em vigor. (CORRÊA LIMA, Osmar Brina. *A reforma da lei das sociedades anônimas: Lei n. 9.457, de 5 de maio de 1997.* Belo Horizonte: Del Rey, 1997. p. 111).

<sup>224</sup> EIZIRIK, Nelson. *Reforma das S.A. e do mercado de capitais.* Rio de Janeiro: Renovar, 1997. p. 69.

<sup>225</sup> O favorecimento do plano de privatização do Governo estava calcado principalmente na retirada do direito de recesso dos acionistas nos casos de cisão de companhia. O objetivo era promover a divisão da Telebrás em diversas empresas e, em momento posterior, privatizá-las, sem ter que pagar o valor de reembolso aos acionistas eventualmente dissidentes. Não era a primeira oportunidade em que o instituto era utilizado como forma de implementação de políticas governamentais. Assim como ocorreu através da Lei Lobão em 1989 e,

As diretrizes implantadas pela Lei nº 9.457/1997, ao cabo, negaram o direito de recesso aos acionistas titulares de ações que a) integravam índices gerais representativos de carteiras de ações admitidas à negociação em bolsas de futuros; e b) foram emitidas por companhias nas quais mais da metade do total das ações emitidas pela companhia estavam em circulação no mercado.<sup>226</sup>

A presunção de que os acionistas dissidentes destas companhias poderiam vender suas ações no mercado, sem dificuldades, não vislumbrou que, em determinadas situações, a realidade da incorporadora poderia prejudicar ou reduzir os benefícios que a liquidez e a dispersão teoricamente assegurariam aos acionistas dissidentes.<sup>227</sup> Veja-se que a facilidade de vender ações integrantes de índices gerais representativos de carteiras de ações admitidas à negociação em bolsas de futuros provavelmente não seria a mesma após veiculação da notícia

---

na ocasião, com a Lei 9.457/1997, o direito de recesso também foi utilizado pela Medida Provisória 1.179, de novembro de 1995, para incentivar a incorporação de instituições financeiras em dificuldades. Naquela ocasião, o artigo 3º da referida Medida Provisória suprimiu o direito de recesso dos acionistas minoritários nos casos de incorporação, fusão, cisão e participação em grupos de sociedades. (CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova Lei das sociedades anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 267).

<sup>226</sup> Apesar de o texto da norma utilizar a conjunção “e” entre as alíneas “a” e “b” do inciso II do artigo 137, Carvalhosa e Eizirik noticiam que era pacífico, na época, o entendimento de que os critérios de liquidez e dispersão eram alternativos. (CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova Lei das sociedades anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 267). Ademais, observa-se que, apesar de as disposições do inciso II do artigo 137 determinarem as hipóteses em que o direito de retirada permanece vigendo, a doutrina optou por interpretar a limitação do exercício do direito como uma exceção e, portanto, oferecia leitura a contrário senso do disposto na norma legal. Eizirik esclarecia que a alínea “a”, do inciso II, do artigo 137, afastava o direito de recesso dos acionistas de companhias abertas cujas ações integrassem o IBOVESA (único índice representativo de carteiras de ações admitidas à negociação em bolsa de futuros). Enquanto a alínea “b” do inciso II, do artigo 137, determinava que os acionistas de companhia aberta com mais da metade das ações em circulação no mercado (entende-se por ações em circulação no mercado todas as ações emitidas pela companhia, menos as ações de propriedade do acionista controlador) não gozariam de direito de recesso. (EIZIRIK, Nelson. *Reforma das S.A. e do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. p. 63-74). Além de negar o direito de recesso aos titulares das referidas ações, não passa despercebido que a Lei nº 9.457, de 1997, a fim de legitimar o exercício do direito de recesso, estabeleceu no §1º do artigo 137 a necessidade de o acionista dissidente provar sua condição de acionista ao tempo da decisão assemblar. Procurava o legislador dar fim à então chamada ‘indústria do recesso’ que prejudicava o crescimento das companhias brasileiras. (MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. Reflexões sobre o direito de recesso na minirreforma da lei das sociedades por ações. In: LOBO, Jorge. (Org.). *A reforma da Lei das S.A.* São Paulo: Atlas, 1998. p. 71).

<sup>227</sup> Jorge Lobo, ao entender que a fusão e a incorporação constituíam formas eficazes de tornar a companhia brasileira competitiva, interpretou de forma positiva a escolha do legislador de não mais assegurar o direito de recesso às companhias abertas com ações de alta liquidez no mercado. (LOBO, Jorge. *Reforma da Lei das S.A.: Lei nº 9.457, de 5-5-97*. In: LOBO, Jorge. (Org.). *A reforma da Lei das S.A.* São Paulo: Atlas, 1998. p. 44). Enquanto, segundo Carvalhosa, impediu o exercício do direito de recesso por acionistas em casos de discrepância do valor entre as ações de uma e de outra companhia. (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001*. 2. ed. atual. São Paulo: Saraiva, 2003. v. 4. t. 2. arts. 243 a 300. p. 286).

de que a companhia emissora destas ações seria incorporada por outra sem essa mesma condição.<sup>228</sup>

O acionista que teve revogado o direito de recesso com as novas disposições do artigo 137, inciso II, perdeu, por conseguinte, a possibilidade de escolher a forma de cálculo do valor de reembolso nos termos do §3º do artigo 264. Permanecia garantido, nesses casos, o acesso à relação de substituição de ações calculada com base na avaliação dos patrimônios a preço de mercado, obrigatória segundo os termos do *caput* do artigo 264. De outro lado, aquele acionista não enquadrado nas limitações impostas no artigo 137, inciso II, continuava com o direito de escolha da forma de cálculo do valor de reembolso, quando atendidas as demais exigências do §3º do artigo 264.<sup>229</sup>

Outrossim, verificou-se que as formas de cálculo do valor de reembolso disponibilizadas pelo artigo 264 também foram alteradas pela Lei nº 9.457/1997. A redação original do §3º previa que os acionistas poderiam escolher entre o valor de reembolso fixado nos termos do artigo 137 (artigo 45<sup>230</sup>) ou, em se tratando de companhia aberta, pelo valor da cotação média das ações em Bolsa ou no mercado de balcão, durante os trinta dias anteriores à data da assembleia que deliberasse sobre a incorporação. E em se tratando de companhia fechada, a opção aos termos do artigo 137 (artigo 45) era o valor do patrimônio líquido a preços de mercado.

A partir de 1997, o acionista da sociedade incorporada que atendesse os pressupostos exigidos pelo §3º do artigo 264, fosse ela companhia aberta ou fechada, teria assegurado a prerrogativa de escolher entre o valor de reembolso fixado nos termos da nova disciplina do

---

<sup>228</sup> Nesse sentido, manifestou-se Müssnich: “[...] seria um completo contra-senso eliminar a hipótese de recesso, caso a incorporada fosse companhia aberta, cujas ações integrassem índices gerais representativos de carteira de ações admitidos para negociação em bolsa de futuros, e a incorporadora não ostentasse esta condição. O prejuízo para os minoritários seria evidente. A interpretação possível deste dispositivo é a de que não haverá direito de recesso caso as ações da incorporadora integrem os tais índices. Assim, não haveria, em princípio, prejuízo para os acionistas da companhia incorporada, que, ao contrário, adquiririam liquidez para suas ações, pois passariam a ser acionistas de uma companhia aberta, com ações de evidente liquidez”. (MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. Reflexões sobre o direito de recesso na minirreforma da lei das sociedades por ações. In: LOBO, Jorge. (Org.). *A reforma da Lei das S.A.* São Paulo: Atlas, 1998. p. 80).

<sup>229</sup> CORRÊA LIMA, Osmar Brina. *A reforma da lei das sociedades anônimas: Lei n. 9.457, de 5 de maio de 1997.* Belo Horizonte: Del Rey, 1997. p. 113.

<sup>230</sup> 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 de suas ações.

§ 1º. *O estatuto poderá estabelecer normas para determinação do valor de reembolso, que em qualquer caso, não será inferior ao valor de patrimônio líquido das ações, de acordo com o último balanço aprovado pela assembleia-geral.* [...]. (Grifo nosso). (Redação dada pela Lei nº 6.404, de 1976).

artigo 45<sup>231</sup> e aquele fixado com base no valor do patrimônio líquido da sociedade avaliado a preços de mercado.<sup>232</sup>

Nesse cenário, observa-se que a nova redação do artigo 45, em plena consonância com a intenção do legislador de estimular as operações de reestruturação societária mediante a redução dos custos com reembolso de acionistas dissidentes, além de ter tornado possível a fixação de diferentes critérios de determinação do valor do reembolso no estatuto social (valor econômico da sociedade<sup>233</sup>), autorizou o pagamento de reembolso menor do que o valor do patrimônio líquido das ações<sup>234</sup>.

<sup>231</sup> 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 de suas ações.

§ 1º *O estatuto pode estabelecer normas para a determinação do valor de reembolso, que, entretanto, somente poderá ser inferior ao valor de patrimônio líquido constante do último balanço aprovado pela assembleia-geral, observado o disposto no § 2º, se estipulado com base no valor econômico da companhia, a ser apurado em avaliação (§§ 3º e 4º).* [...]. (Grifo nosso). (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997).

<sup>232</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001*. 2. ed. atual. São Paulo: Saraiva, 2003. v. 4. t. 2. arts. 243 a 300. p. 286.

<sup>233</sup> Segundo disserta Carvalhosa, o valor econômico “[...] equivale à perspectiva de rentabilidade da empresa (*forecast profit*). A adoção desse critério de aferição de valor empresarial, em todo o mundo, decorre do consenso de que *o critério fundamental para a verificação do valor de mercado de uma companhia é o de fluxo de caixa descontado*. A empresa vale não mais por seu patrimônio líquido, mas por sua capacidade de produção de dinheiro.

O valor de fluxo de caixa descontado requer previsões explícitas dos fluxos de caixa livres à disposição dos acionistas de uma companhia. E o fluxo de caixa livre assinala o lucro projetado da empresa, adicionando-se os itens que não representam mais saída de caixa (depreciações e amortizações) e diminuindo-se as necessidades financeiras de um investimento (fixo ou de capital de giro). [...] Assim, fazem parte dos fluxos de caixa livres os componentes do patrimônio da empresa que possam ser realizados imediatamente, desde que não afetem a sua operacionalidade. Esses itens livres entram pelo seu valor líquido de realização ajustado pelos seus efeitos fiscais.

Assim, fluxo de caixa é igual à geração de caixa, ou seja: receitas da companhia descontadas as despesas, exceto as que não representam saídas de caixa (depreciações e amortizações). [...] A capacidade de fluxo de caixa demonstra o quanto a companhia é rentável e saudável, daí resultando o laudo sobre o seu valor econômico. [...] *E esse valor econômico será inferior ao do patrimônio líquido quando a rentabilidade for muito baixa ou negativa e seu valor de liquidação for inferior ao contábil. Caso a rentabilidade seja alta, o valor econômico daí decorrente, posto em confronto com o patrimônio líquido, será superior a este.* [...] Não obstante correntemente aplicado em todo o mundo, a apuração do valor econômico de cada companhia pressupõe uma considerável subjetividade. Daí ter o legislador estabelecido normas de procedimentos na indicação e aprovação dos auditores que farão tal trabalho, cujo pressuposto é de absoluta independência com respeito à administração e aos controladores da companhia”. (Grifo nosso). (CAVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001*. 5. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2007. v. 1. arts. 1º a 74. p. 441-442).

Segundo Eizirik, ao contrário da avaliação do patrimônio líquido que é estática, a avaliação do valor econômico é avaliação dinâmica da companhia, enquanto atividade empresarial. A identificação dos critérios mais adequados para aferição do valor econômico é controversa. (EIZIRIK, Nelson. *Reforma das S.A. e do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. p. 79). Fato também noticiado por Jorge Lobo: “Para uns, o ‘valor econômico da companhia’ é composto pelo (1) patrimônio líquido, (2) expectativa de rentabilidade e (3) fluxo de caixa projetado, podendo, ainda, dependendo das peculiaridades da companhia, computar-se (4) o *goodwill* e (5) as marcas e patentes. [...] Para outros, por ‘valor econômico da companhia’ deve entender-se o fluxo de caixa projetado associado à taxa de crescimento esperado e ao índice de retorno adequado do setor,

De acordo com as alterações realizadas pela Lei nº 9.457/1997 no artigo 264, da Lei nº 6.404/1976, ora analisadas, a relação de substituição de ações do acionista minoritário passou a ser a informação especial que deve ser prestada aos acionistas da incorporada controlada por ocasião da deliberação social acerca da proposta de incorporação. É o resultado da comparação da relação de substituição de ações do acionista minoritário calculada nos termos do *caput* do artigo 264 com aquela proposta pelas sociedades, atendidas as condicionantes do inciso II do artigo 137, que passa a assegurar a opção de escolha de cálculo do valor de reembolso do acionista da sociedade incorporada.

Constatou-se, também, a partir da alteração das disposições do artigo 45, que o valor do patrimônio líquido a preços de mercado pôde, a partir de então, não se apresentar como o valor de reembolso mais benéfico para o acionista retirante da incorporada. Não obstante, fato é que a avaliação a preço de mercado permaneceu sendo a garantia legal de maior valor de reembolso quando comparado à regra geral do valor de patrimônio líquido de balanço.<sup>235</sup>

---

critério, aliás, mais prestigiado, atualmente, em todo o mundo”. (LOBO, Jorge. Reforma da Lei das S.A: Lei nº 9.457, de 5-5-97. In: LOBO, Jorge. (Org.). *A reforma da Lei das S.A.* São Paulo: Atlas, 1998. p. 25).

<sup>234</sup> De acordo com Carvalhosa, o valor patrimonial da ação corresponde ao valor do patrimônio líquido da companhia dividido pelas ações da companhia em circulação. Onde patrimônio líquido é “a diferença, no balanço patrimonial, entre o valor dos ativos e dos passivos e o resultado de exercícios futuros”. (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001.* 3. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2003. v. 3. arts. 138 a 205. p. 539). Para melhor compreensão, segue o raciocínio do autor: “No ativo temos, portanto, os direitos da companhia, aos quais se acrescentam as disponibilidades e os gastos a amortizar. A lei usa o termo “direitos” em sentido amplo, para designar não só os direitos de crédito (duplicatas e outros títulos a receber, contas diversas a receber etc.), como também os direitos de propriedade sobre: a) mercadorias ou produtos em estoque, adquiridos para revenda ou fabricados para venda; b) bens utilizados na exploração do objeto social; c) direitos (marcas, patentes, *know how*) utilizados na exploração do objeto social. [...] No passivo exigível, temos as obrigações. A diferença entre ativo e passivo exigível corresponde ao patrimônio líquido onde se registram os recursos com que os sócios contribuíram para formação do capital social, assim como os resultados gerados pela aplicação desse capital nas atividades que constituem o objeto social. O conceito de patrimônio corresponde, portanto, ao conjunto de bens, direitos e obrigações”. (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001.* 3. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2003. v. 3. arts. 138 a 205. p. 656).

<sup>235</sup> Para Müssnich, a adoção do critério do valor econômico da companhia previsto no artigo 45 para pagamento do valor de reembolso, não raro inferior ao valor patrimonial das ações, seria uma tendência entre as companhias abertas. (MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. Reflexões sobre o direito de recesso na minirreforma da lei das sociedades por ações. In: LOBO, Jorge. (Org.). *A reforma da Lei das S.A.* São Paulo: Atlas, 1998. p. 72). No mesmo sentido, esclarece Rodrigues Penteado ao dissertar que “havendo previsão estatutária de avaliação da companhia para efeito do reembolso, é esta que deve ser considerada, pouco importando que o resultado seja superior ou inferior ao valor resultante do balanço, solução que indubitavelmente é mais desfavorável ao acionista dissidente, que agora não conta mais com o piso representado pelo valor patrimonial das ações”. (PENTEADO, Mauro Rodrigues. Direito de Retirada dos Acionistas na Lei nº 9.457/97. In: LOBO, Jorge. (Org.). *A reforma da Lei das S.A.* São Paulo: Atlas, 1998. p. 123).

E. Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001

As disposições do artigo 264<sup>236</sup> foram novamente alteradas no ano de 2001 pela Lei nº 10.303/2001, originária do Projeto de Lei nº 3.115, de 1997, de autoria de Luiz Carlos Hauly. A sistemática do artigo foi mantida, preocupando-se o legislador, primordialmente, com a atualização do texto às novas necessidades do mercado.<sup>237</sup>

A proteção especial conferida ao acionista minoritário da incorporada frente às condições da operação permaneceu, portanto, sendo a disponibilização de informações e a disponibilização de método alternativo de cálculo do valor de reembolso. A fim de tornar possível a avaliação da relação de substituição de ações proposta pelas sociedades, foi mantida a obrigatoriedade da apresentação da relação de substituição de ações dos acionistas minoritários calculada com base em critério alternativo.<sup>238</sup>

A Lei nº 10.303/2001 inovou ao permitir que, em operações envolvendo companhia aberta, a avaliação dos patrimônios para fins de cálculo da relação de substituição de ações dos acionistas minoritários, nos termos do artigo 264, fosse realizada com base em critério

---

<sup>236</sup> 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.*

§ 1º A avaliação dos dois patrimônios será feita por 3 (três) peritos ou empresa especializada e, *no caso de companhias abertas, por empresa especializada.*

§ 2º Para efeito da comparação referida neste artigo, as ações do capital da controlada de propriedade da controladora serão avaliadas, no patrimônio desta, em conformidade com o disposto no *caput.*

§ 3º Se as relações de substituição das ações dos acionistas não controladores, previstas no protocolo da incorporação, forem menos vantajosas que as resultantes da comparação prevista neste artigo, os acionistas dissidentes da deliberação da assembleia-geral da controlada que aprovar a operação, poderão optar, *no prazo previsto no art. 230, entre o valor de reembolso fixado nos termos do art. 45 e o valor apurado em conformidade com o disposto no caput, observado o disposto no art. 137, inciso II.*

§ 4º Aplicam-se as normas previstas neste artigo à *incorporação de controladora por sua controlada, à fusão de companhia controladora com a controlada, à incorporação de ações de companhia controlada ou controladora, à incorporação, fusão e incorporação de ações de sociedades sob controle comum.*

§ 5º O disposto neste artigo não se aplica no caso de as ações do capital da controlada terem sido adquiridas no pregão da bolsa de valores ou mediante oferta pública nos termos dos arts. 257 a 263. (Grifo nosso). (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001).

<sup>237</sup> Segundo identificado pela pesquisa, as disposições do §3º do artigo 264 constantes no texto da Lei nº 6.404/1976 disponibilizada no *website* do Planalto (<[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm)>) permanecem com a redação da Lei nº 9.457, de 1997, isto é, não apontam a redação do dispositivo vigente nos dias atuais.

<sup>238</sup> PINHO, Themistocles Américo; PEIXOTO, Álvaro. *A reforma da lei das sociedades anônimas*: através da Lei n. 10.303 de 31.10.2001. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 2002. p. 190.

diverso do preço de mercado<sup>239</sup>. Nestes casos, o critério alternativo deveria ser previamente admitido pela CVM.

A alternativa pretendeu atender as peculiaridades das companhias abertas envolvidas na operação que, por vezes, apresentavam obstáculos à avaliação a preços de mercado.<sup>240</sup> Apesar de a autarquia ter formalizado o reconhecimento do critério de fluxo de caixa, descontado<sup>241</sup> apenas em 2015, via Instrução CVM nº 565, de 15 de junho de 2015, a utilização do critério já havia sido aceita em momento anterior.<sup>242</sup> Segundo essa Instrução, a autarquia se reserva, ainda hoje, o direito de autorizar, caso a caso, a utilização de outros critérios.<sup>243</sup> A análise dos julgados da autarquia indica que além dos referidos métodos a autarquia já autorizou o uso do valor do patrimônio líquido contábil<sup>244</sup> para a elaboração da referida relação de substituição teórica.<sup>245</sup>

Além disso, o texto do §3º do artigo 264 também foi ligeiramente alterado para dirimir as dúvidas existentes na época sobre o prazo disponibilizado aos acionistas dissidentes para o exercício do direito de recesso.<sup>246</sup> Ainda, o direito assegurado no §3º do artigo 264 de escolha do critério de cálculo do valor de reembolso permaneceu condicionado à verificação

<sup>239</sup> A forma de avaliação pelo método do valor do patrimônio líquido à valor de mercado foi explicada quando estudado os termos propostos pelo Projeto de Lei nº 2.559/1976 que deu origem ao dispositivo, pelo que remetemos o leitor à nota de rodapé nº 191.

<sup>240</sup> Foi esta a justificativa apresentada pela Emenda aditiva nº 22 da Câmara dos Deputados: “A alteração do art. 264 se justifica como medida de atualização da lei das S/A. Com efeito, a avaliação de uma companhia de preço de mercado, para efeito da comparação prevista nesse artigo, é, em muitos casos, impossível de ser realizada, deve-se prever a possibilidade de adoção de critério aceito pela CVM”. (BRASIL. Câmara dos Deputados. *Projeto de lei nº 3.115/1997*. Disponível em <<http://www2.camara.leg.br/>>. Acesso em: 15 nov. 2015).

<sup>241</sup> A forma de avaliação pelo método do fluxo de caixa descontado foi explicada quando estudada a ampliação das hipóteses de cálculo do valor de reembolso em 1997, nos termos do artigo 45, pelo que remetemos o leitor à nota de rodapé nº 233.

<sup>242</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo CVM RJ nº 2006/3160*. Trata-se de duas consultas realizadas pela Petrobrás Química S.A. e pela Petróleo Brasileiro S.A. à CVM no ano de 2006. A primeira requerendo que a avaliação das sociedades para fins de atendimento do artigo 264 fosse realizada com base no método do patrimônio líquido contábil. Solicitação essa que foi indeferida pela autarquia. Em momento subsequente a companhia apresentou nova consulta postulando que as avaliações fossem realizadas pelo fluxo de caixa descontado. A segunda solicitação das companhias foi deferida pela autarquia. (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo CVM RJ nº 2006/3160*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/index.html>>. Acesso em: 10 jun. 2016).

<sup>243</sup> É o que determina o artigo 8º da Instrução CVM nº 565/2015. (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Instrução CVM nº 565/2015*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst565.html>>. Acesso em: 30 abr. 2016).

<sup>244</sup> A forma de avaliação pelo método do patrimônio líquido contábil foi objeto de análise quando estudada a ampliação das hipóteses de cálculo do valor de reembolso nos termos do artigo 45, pelo que remetemos o leitor à nota de rodapé nº 234.

<sup>245</sup> BOECHEM, Felipe Tavares. Jurisprudência da CVM sobre critérios alternativos de avaliação para fins do artigo 264 da Lei das S.A. *Revista de Direito Empresarial*, v. 4, p. 195-220, jul./ago. 2014. Acesso via Revista dos Tribunais Online.

<sup>246</sup> CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *Reforma da Lei das S.A. comentada*. Rio de Janeiro: Renovar, 2002. p. 259.



da desvantagem da relação de substituição de ações do acionista minoritário da incorporada quando comparada com a proposta das sociedades e à observação das disposições do inciso II do artigo 137<sup>247</sup>, que foram alteradas pela Lei nº 10.303/2001.

As novas disposições do inciso II do artigo 137 deixaram mais claros os requisitos de liquidez e dispersão da ação que afastam o direito de recesso do seu titular. Consta que as ações e os certificados que as representam passam a ser considerados líquidos quando integram qualquer índice admitido à negociação no mercado de valores mobiliários (seja de bolsa de valores, seja de balcão) – e não somente índices gerais representativos de carteiras de ações admitidas à negociação em bolsas de futuros, como exigido até então – no Brasil ou no exterior, aceito pela CVM. A dispersão passa a ser calculada com base no volume total da espécie ou classe da ação que o acionista dissidente é titular e não sobre todas as ações representativas do capital social, como até então.<sup>248</sup> Trata-se de requisitos que, segundo a doutrina, indicam o alto índice de negociabilidade das ações no mercado de valores e a não concentração das ações nas mãos do acionista controlador.

A doutrina diverge sobre a cumulatividade dos requisitos de liquidez e dispersão para o afastamento do direito de recesso. Enquanto parte da doutrina sustenta que as disposições do inciso II do artigo 137 não deixam margem para dúvidas quanto à cumulatividade dos requisitos,<sup>249</sup> outra parte sustenta que os requisitos de liquidez e dispersão são alternativos já

---

<sup>247</sup> 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 – [...]

*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; [...]. (Grifo nosso). (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001).*

<sup>248</sup> CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova Lei das sociedades anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 273-278.

<sup>249</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2003. v. 2. arts. 75 a 137. p. 877. Ainda, EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 2. arts. 121 a 188. p. 246. Ainda, PAPINI, Roberto. *Incorporação da sociedade anônima*. Belo Horizonte: Del Rey, 2013. p. 188.

que o enquadramento da ação tanto em um dos requisitos quanto em outro possibilita a sua alienação no mercado<sup>250</sup>.

Ademais, a Lei nº 10.303/2001 ampliou as disposições do §4º do artigo 264 para estender o tratamento conferido pelo dispositivo especial a outras operações de reestruturação societária envolvendo sociedade controlada e controladora. A regra de proteção adicional dos acionistas minoritários, até então destinada à incorporação de sociedade controlada e à fusão de sociedades controladora e controlada, passou a ter aplicação reconhecida, também, nas operações de incorporação de controladora por sua controlada, incorporação de ações de sociedade controlada ou controladora, e incorporação, fusão e incorporação de ações de sociedades sob controle comum.

O entendimento que respaldou a ampliação da aplicabilidade do dispositivo foi o de que nessas operações o acionista controlador também tem condições de estabelecer uma relação de substituição de ações prejudicial aos interesses e direitos dos acionistas minoritários das sociedades envolvidas nos negócios.<sup>251</sup>

Por fim, deve-se mencionar que o legislador determinou, nas novas disposições do §1º do artigo 264, que a avaliação dos patrimônios das companhias abertas, para fins do estabelecimento do parâmetro instituído pelo artigo 264, deveria ser realizada obrigatoriamente por empresa especializada.<sup>252</sup> Para companhias fechadas, o dispositivo manteve a alternativa entre três peritos e empresa especializada.

---

<sup>250</sup> RIBEIRO, Renato Ventura. Incorporação de companhia controlada. In: WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge (Coord.). *Fusão, cisão, incorporação e temas correlatos*. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 125.

<sup>251</sup> É o que esclarece a Emenda aditiva nº 22 do Projeto de Lei nº 3.115/1997: “O art. 264 tem por objetivo regular a incorporação de companhia controlada, que consiste em um negócio consigo mesmo, em que existe a possibilidade de o acionista controlador estabelecer uma relação de troca de ações injusta, prejudicial aos interesses dos demais acionistas das companhias envolvidas. Isto posto, a alteração ora proposta prevê a aplicação das normas desse artigo a outras hipóteses equiparáveis à incorporação de companhia controlada, nos termos do § 4º”. (BRASIL. Câmara dos Deputados. *Projeto de lei nº 3.115/1997*. Disponível em <<http://www2.camara.leg.br/>>. Acesso em: 15 nov. 2015).

<sup>252</sup> A alteração do dispositivo estaria sustentada no entendimento de que as empresas especializadas teriam maior capacidade de avaliar o patrimônio de companhias abertas que, em regra, exigiriam mais complexa avaliação. (CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova Lei das sociedades anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 380).

## SEGUNDA PARTE

### REGIME E EFEITOS DO ARTIGO 264

Os mecanismos especiais do artigo 264, atribuídos pelo legislador à incorporação de sociedade controlada com o objetivo de atenuar o poder de controle do acionista controlador e assegurar os interesses e direitos dos acionistas minoritários na operação, está atrelado à exigência de prestação de informações adicionais àquelas requisitadas em incorporação de sociedade independente, exclusivamente no que diz respeito à relação de substituição de ações adotada.

A disciplina especial dedicada pela Lei das S.A. à operação não oferece tratamento específico aos interesses dos credores, dos trabalhadores e das comunidades que, como é sabido, também estão sujeitos à alteração diante da aprovação da incorporação. Isso não significa que esses núcleos de interesses estão desamparados pelo ordenamento jurídico. A Lei das S.A. e os demais diplomas legais vigentes disponibilizam instrumentos para atender os anseios dos núcleos diretamente afetados com a efetivação da incorporação. Sabe-se, por exemplo, que o remanejamento patrimonial decorrente da incorporação pode prejudicar os direitos de crédito dos credores de sociedade lucrativa quando a outra sociedade participante do negócio for geradora de prejuízos. Nesse caso, o artigo 232<sup>253</sup> da Lei das S.A. concede ao credor que se sentir prejudicado com a operação o direito de pleitear judicialmente a anulação da operação.

Ainda nesse contexto, válido citar o caso dos debenturistas das sociedades envolvidas no negócio que foram alçados pelo texto da Lei das Sociedades Anônimas à mais importante categoria de credores dessas sociedades.<sup>254</sup> Conforme determinam os termos do artigo 231<sup>255</sup>, a deliberação dos acionistas das sociedades incorporada e incorporadora sobre a

---

<sup>253</sup> Art. 232. Até 60 (sessenta) dias depois de publicados os atos relativos à incorporação ou à fusão, o credor anterior por ela prejudicado poderá pleitear judicialmente a anulação da operação; findo o prazo, decairá do direito o credor que não o tiver exercido.

§ 1º A consignação da importância em pagamento prejudicará a anulação pleiteada.

§ 2º Sendo ilíquida a dívida, a sociedade poderá garantir-lhe a execução, suspendendo-se o processo de anulação.

§ 3º Ocorrendo, no prazo deste artigo, a falência da sociedade incorporadora ou da sociedade nova, qualquer credor anterior terá o direito de pedir a separação dos patrimônios, para o fim de serem os créditos pagos pelos bens das respectivas massas.

<sup>254</sup> MUNIZ, Ian de Porto Alegre. *Fusões e aquisições: aspectos fiscais e societários*. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 184.

<sup>255</sup> Art. 231. A incorporação, fusão ou cisão da companhia emissora de debêntures em circulação dependerá da prévia aprovação dos debenturistas, reunidos em assembleia especialmente convocada com esse fim.

proposta de incorporação somente pode ocorrer mediante a aprovação prévia dos debenturistas reunidos em assembleia especial devidamente convocada para esse fim, salvo se lhes for assegurada a possibilidade de resgate das debêntures que detêm.

Ademais, importante notar que a proteção adicional conferida pelo artigo 264 ao acionista minoritário das sociedades envolvidas no negócio não disciplina a forma como deve ser calculada a relação de substituição de ações na operação de incorporação de sociedade controlada. O legislador não assegurou ao acionista minoritário das sociedades envolvidas no negócio a participação na negociação da relação de substituição de ações ou, quando cientes da proposta realizada pelas sociedades, a possibilidade de solicitação de revisão da proposta por terceiro independente. O tratamento especial conferido pelo artigo 264 não impede o questionamento judicial da relação de substituição de ações adotada pelas sociedades por ocasião da aprovação da operação e dos reflexos por ela gerados sobre os direitos de participação até então detidos pelos acionistas da incorporada e incorporadora. As normas materiais, que criam direitos e deveres, e as normas instrumentais, sustentadas em procedimentos específicos, disponibilizam vasto campo para questionamentos judiciais desse tipo.

A forma de proteção assegurada pelo dispositivo ora estudado ao acionista minoritário das sociedades envolvidas em incorporação de sociedade controlada é distinta daquela que pretende assegurar a CVM às companhias abertas envolvidas em operação de incorporação de sociedade controlada através do P.O. 35. Veja-se que, por meio do P.O. 35, a autarquia recomenda, entre outras medidas direcionadas a reforçar os deveres fiduciários dos administradores de companhia aberta controlada, a criação de comitê independente para negociar os termos da operação ou o condicionamento da aprovação da operação à aprovação da maioria dos acionistas minoritários da sociedade.<sup>256</sup>

---

§ 1º Será dispensada a aprovação pela assembleia se for assegurado aos debenturistas que o desejarem, durante o prazo mínimo de 6 (seis) meses a contar da data da publicação das atas das assembleias relativas à operação, o resgate das debêntures de que forem titulares.

§ 2º No caso do § 1º, a sociedade cindida e as sociedades que absorverem parcelas do seu patrimônio responderão solidariamente pelo resgate das debêntures.

<sup>256</sup> Veja-se que, de acordo com a Instrução CVM nº 185/1992, para CVM o termo “acionista minoritário” faz referência: “[...] I - acionistas minoritários, os titulares de ações em circulação no mercado; II - ações em circulação no mercado, todas as ações do capital da Companhia, menos as de propriedade do acionista controlador, de diretores e conselheiros e as em tesouraria”. (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Instrução CVM nº 185/1992*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst185.html>>. Acesso em: 28 abr. 2016).

A disciplina do artigo 264 diferencia-se, também, da proposta do Comitê de Aquisições e Fusões (“CAF”) para tratamento da matéria. O Código de Autorregulação de Aquisições e Fusões do CAF assegura aos acionistas titulares de ações em circulação da sociedade que aderiu ao CAF o direito de, ao receber a proposta de relação de substituição de ações das sociedades, requerer a elaboração de laudo revisão que servirá de base para definição da relação de substituição de ações adotada na operação; ou, alternativamente, que a relação de substituição de ações seja negociada e aprovada por um comitê especial independente; ou, ainda, que a relação de substituição de ações proposta pelas sociedades seja aprovada em assembleia especial na qual somente podem participar os acionistas titulares de ações em circulação da sociedade.<sup>257</sup> Veja-se que os mecanismos disponibilizados pelo CAF para definição da relação de substituição de ações são requisitos prévios para a eficácia da deliberação da assembleia geral da sociedade sobre a realização da operação.<sup>258</sup>

A opção do legislador de 1976, mantida até os dias atuais, foi assegurar proteção adicional ao acionista minoritário através da disponibilização de informações e de valor de reembolso alternativo, essa última somente àqueles acionistas titulares de direito de recesso. De acordo com a disciplina especial, deve constar nos instrumentos de protocolo e de justificação da operação, em conjunto com as demais informações exigidas pelos artigos 224 e 225, uma relação de substituição de ações calculada a partir da confrontação dos patrimônios das sociedades envolvidas na operação avaliados pelos mesmos critérios e na mesma data.

Diferente do que ocorre nas operações entre sociedades independentes, na incorporação de sociedade controlada os patrimônios das duas sociedades envolvidas na operação devem ser avaliados segundo o critério do artigo 264 para cálculo de uma relação de

---

<sup>257</sup> BRASIL. Comitê de Aquisições e Fusões. *Código de autorregulação de aquisições e fusões*. Disponível em: <<http://cafbrasil.org.br/site/>>. Acesso em: 21 maio 2016.

<sup>258</sup> Destaca-se que o Código de Autorregulação de Aquisições e Fusões ainda estabelece que nessas operações a atribuição aos acionistas de companhia aderente de ações que confirmam direitos diferentes aos conferidos pelas ações por eles detidas antes da operação deverá ser aprovada em Assembleia Prévia na qual poderão participar e votar apenas os acionistas titulares das espécies e/ou classes das ações em circulação prejudicadas, salvo quando forem atribuídas aos acionistas da companhia aderente ações preferenciais que atribuam preferências e vantagens mais favoráveis em relação às ações preferenciais detidas pelos acionistas das companhias aderentes antes da realização da operação (artigo 94). Importante frisar que “companhia aderente”, de acordo com os termos do Código de autoregulação referido, significa a companhia aberta que voluntariamente tenha aderido à regulação e fiscalização do CAF; são consideradas “ações em circulação” todas as ações de emissão da companhia aderente, independentemente da espécie ou classe, excetuadas as ações detidas pelo acionista controlador, se houver, por pessoas vinculadas a ele, por administradores e aquelas em tesouraria.

substituição teórica das ações dos acionistas minoritários da incorporada.<sup>259</sup> Nas operações entre sociedades independentes, a única avaliação exigida pelo legislador é a do patrimônio da incorporada para fins de preservação do capital social da incorporadora, aumentado e integralizado por ocasião da operação mediante a versão do patrimônio líquido da incorporada.

Na incorporação de sociedade controlada, a disponibilização de relação de substituição teórica possibilita que o acionista minoritário compare com a relação de substituição de ações proposta pelas sociedades e analise os critérios adotados para sua definição. O resultado da comparação pode apontar que a relação proposta pelas sociedades é mais ou menos vantajosa para o acionista minoritário da incorporada.

Quando a relação de substituição proposta for menos vantajosa para o acionista minoritário do que aquela indicada pela relação de substituição teórica, surge para o acionista minoritário da incorporada, que tem garantido o direito de recesso, a opção de escolha do valor de reembolso das suas ações entre: a) o valor calculado pelo critério determinado por força do *caput* do artigo 264; e b) o valor calculado pelo critério determinado por força do artigo 45.<sup>260</sup>

O legislador optou por afastar, do âmbito de aplicação da disciplina especial do artigo 264, as operações de incorporação em que as ações do capital da controlada tenham sido adquiridas pela sociedade controladora no pregão de Bolsa de Valores ou mediante oferta pública.<sup>261</sup> A presunção, nesses casos, é de que os acionistas estão plenamente informados acerca das condições da operação a ponto de não haver justificativas para prestação da proteção adicional do dispositivo especial.<sup>262</sup> A contrário senso, segundo ensina Lucena, a disciplina do artigo 264 somente deve ser observada “quando a incorporadora for

---

<sup>259</sup> Essa etapa do estudo utiliza o termo “relação de substituição teórica” para referir-se à relação de substituição de ações calculada nos termos exigidos pelo *caput* do artigo 264. O método é o mesmo utilizado por Aragão e Lima em artigo científico dedicado à matéria. (ARAGÃO, Paulo Cezar; LIMA, Monique M. Mavignier de. Incorporação de controlada: a disciplina do art. 264 da Lei 6.404/1976. In: PERIN JUNIOR, Ecio; KALANSKY, Daniel; PEYSER, Luis (Coord.). *Direito empresarial: aspectos atuais de direito empresarial brasileiro e comparado*. São Paulo: Método, 2005).

<sup>260</sup> TOMAZELLA, Carla Mosna; MARIZ, Livia. A proteção de acionistas nas operações de fusão, incorporação e cisão no Brasil e no direito comparado. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (coord.). *Direito societário contemporâneo I*. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 233.

<sup>261</sup> É o que determina o §5º do artigo 264, da Lei das S.A.

<sup>262</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 3. arts. 189 a 300. p. 509.

originariamente controladora da incorporada, ou quando tiver adquirido o controle desta no mercado de balcão ou mediante transação privada, sem recurso à oferta pública”.<sup>263</sup>

O afastamento da proteção adicional do artigo 264 em razão do momento da aquisição do controle da sociedade controlada, segundo crítica da doutrina, pode deixar os interesses e direitos dos acionistas minoritários na operação de incorporação desprotegidos. Isto porque, mesmo com a proteção assegurada pela disciplina dos artigos 257 a 263 da Lei das S.A. e pela fiscalização dos órgãos competentes, o valor das ações determinado por ocasião da aquisição do controle não perduraria no tempo a ponto de garantir ao acionista parâmetro seguro para o estabelecimento do seu juízo acerca da relação de substituição de ações proposta pelas sociedades para efetivação da incorporação em momento posterior. É possível que ao longo do tempo a alteração da situação patrimonial das sociedades e a alteração da composição do corpo social da incorporada prejudique a análise do acionista sobre a proposta de incorporação apresentada.<sup>264</sup>

Isto posto, deve-se verificar que a sistemática do artigo 264 indica que a relação de substituição de ações teórica tem duas finalidades, uma vinculada à prestação de informações aos acionistas da sociedade incorporada e outra atrelada ao valor diferenciado de reembolso dos acionistas dissidentes da incorporada.<sup>265</sup> Para o melhor desenvolvimento da análise realizada no estudo, o terceiro capítulo do trabalho é dedicado à finalidade informacional das disposições constantes no *caput* do artigo 264, e o quarto, direcionado às discussões envolvendo o valor de reembolso assegurado no §3º do dispositivo.

### **Capítulo III – Relação de Substituição de Ações na Perspectiva do Artigo 264**

Para compreensão da análise proposta nesta etapa é importante observar que a Lei das S.A. não estabelece os critérios que devem ser adotados pelas sociedades na fixação da relação de substituição de ações proposta para operação de incorporação.<sup>266</sup> O inciso I do

---

<sup>263</sup> LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas: comentários à lei (arts. 189 a 300)*. Rio de Janeiro: Renovar, 2012. v. 3. p. 988.

<sup>264</sup> LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas: comentários à lei (arts. 189 a 300)*. Rio de Janeiro: Renovar, 2012. v. 3. p. 988-989.

<sup>265</sup> ARAGÃO, Paulo Cezar; LIMA, Monique M. Mavignier de. Incorporação de controlada: a disciplina do art. 264 da Lei 6.404/1976. In: PERIN JUNIOR, Ecio; KALANSKY, Daniel; PEYSER, Luis (Coord.). *Direito empresarial: aspectos atuais de direito empresarial brasileiro e comparado*. São Paulo: Método, 2005. p. 355.

<sup>266</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Sociedades coligadas, controladoras e controladas. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. (Coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v.

artigo 224 determina que o instrumento de protocolo deve indicar os critérios utilizados para determinar a relação de substituição de ações proposta, mas não disciplina a matéria de forma pormenorizada. A determinação da relação de substituição de ações é matéria de exclusiva autonomia das sociedades.<sup>267</sup>

Neste cenário, parte da doutrina, buscando assegurar que as ações emitidas pela incorporadora representem contrapartida equivalente ao valor das ações extintas da incorporada, sustenta que a relação de substituição de ações na operação deve ser definida com base no resultado da avaliação dos patrimônios das sociedades envolvidas na operação.<sup>268</sup> De outro lado, apresentando entendimento diverso, parte da doutrina aponta que a determinação da relação de substituição de ações deve passar pelo juízo acerca da contribuição de cada sociedade para o capital e para a rentabilidade da incorporadora após a operação, a fim de assegurar que as ações emitidas pela incorporadora face às extintas ações da incorporada reflitam, também, a colaboração de cada sociedade sobre as perspectivas de ganho com a operação.<sup>269</sup>

As distintas interpretações da doutrina demonstram que a Lei das S.A., além de não definir o critério que deve ser utilizado para determinação da relação de substituição de ações, não estabelece que a relação de substituição de ações deve ser definida exclusivamente com base na avaliação das sociedades de forma individualizada. É possível definir a relação de substituição de ações com base na contribuição de cada uma das sociedades para o negócio que resultar da incorporação. Nesse caso, a incorporada pode aceitar uma relação de substituição de ações que reflita valor menor que a avaliação do seu patrimônio e, de outro

---

2. p. 2048. Ainda, LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Incorporação de ações de companhia aberta controlada. In: LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Pareceres*. São Paulo: Singular, 2004. v. 2. p. 1414.

<sup>267</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001*. 2. ed. atual. São Paulo: Saraiva, 2003. v. 4. t. 2. arts. 243 a 300. p. 273.

<sup>268</sup> EIZIRIK, Nelson. Incorporação de companhia por sua subsidiária integral. Extinção de acordo de acionistas. Inaplicabilidade do artigo 264 da lei das s.a. Prevalência do interesse social e abuso de direito. In: EIZIRIK, Nelson. *Temas de direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 320. Ainda, PAPINI, Roberto. *Incorporação da sociedade anônima*. Belo Horizonte: Del Rey, 2013. p. 43. Ainda, MUNIZ, Ian de Porto Alegre. *Fusões e aquisições: aspectos fiscais e societários*. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 140-141. Ainda, LAMY FILHO, Alfredo. A relação de substituição de ações na incorporação de subsidiária. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 2. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2: Pareceres. p. 574. Ainda, SILVA, Lucila. *O valor justo em incorporação de sociedades controladas*. São Paulo: Almedina, 2011. p. 51.

<sup>269</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Reorganização. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. (Coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 2. p. 1762. No mesmo sentido parece posicionar-se CORRÊA LIMA, Osmar Brina. *Incorporação de empresas*. Belo Horizonte: Del Rey, 1993. p. 69.



lado, a incorporadora pode aceitar uma relação de substituição de ações que reflita valor maior que a avaliação do patrimônio da incorporada.<sup>270</sup>

A doutrina indica que os métodos comumente utilizados para avaliação de sociedades são: valor contábil, valor patrimonial a preços de mercado, cotação de bolsa de ações e fluxos de caixa futuros descontados.<sup>271</sup> Não sendo possível indicar o critério mais adequado para toda e qualquer operação de incorporação, a escolha do critério passa, necessariamente, pela subjetividade da escolha das sociedades e seus acionistas.<sup>272</sup> Cabe aos seus representantes, sejam administradores ou controladores, a identificação do critério pertinente para operação e a justificação da sua utilização nos instrumentos de protocolo e de justificação apresentados às assembleias gerais da incorporadora e da incorporada.

Essa liberdade de determinação, que, ao final, deve refletir sobre os direitos de participação dos acionistas das sociedades envolvidas na operação, encontra limite no princípio da realidade do capital social e no atendimento do interesse social das sociedades envolvidas na operação.<sup>273</sup> Nesse sentido, de acordo com o artigo 226<sup>274</sup> da Lei das S.A., a operação somente é efetivada nos termos propostos nos instrumentos de protocolo e de justificação se os peritos nomeados pela incorporadora determinarem que o valor do patrimônio líquido da incorporada a ser vertido para a incorporadora é, ao menos, igual ao montante do capital a realizar. Significa dizer que as sociedades devem:

[...] compatibilizar a quantidade de ações a serem criadas com o valor do capital social (e da reserva de capital, se for o caso) a ser formado e com o valor do patrimônio líquido a ser vertido: se a avaliação desse patrimônio demonstrar que ele é insuficiente para formar o montante do capital social (e da reserva de capital, se for o caso) previsto no protocolo ou na justificação, a operação não pode ser efetivada nos termos aprovados.<sup>275</sup>

---

<sup>270</sup> CORRADINI, Luiz Eduardo Malta. *Relação de substituição de ações em operações de incorporação e incorporação de ações*. 2014. 287f. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. p. 84.

<sup>271</sup> CORRADINI, Luiz Eduardo Malta. *Relação de substituição de ações em operações de incorporação e incorporação de ações*. 2014. 287f. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. p. 79.

<sup>272</sup> CORRADINI, Luiz Eduardo Malta. *Relação de substituição de ações em operações de incorporação e incorporação de ações*. 2014. 287f. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. p. 87.

<sup>273</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Reorganização. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. (Coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 2. p. 1763.

<sup>274</sup> 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. [...].

<sup>275</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Reorganização. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. (Coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 2. p. 1774.

De outro lado, identifica-se que o limite imposto pelo interesse social à definição da relação de substituição de ações está sustentado no dever do acionista controlador de exercer o poder que detém no interesse da sociedade e evidenciado na previsão legal de que constitui modalidade de abuso de poder de controle a promoção de incorporação com a finalidade de obter, para si ou para outrem, vantagem indevida, em prejuízo dos demais acionistas da sociedade.<sup>276</sup> Quanto mais, no dever dos administradores de não favorecer sociedade controladora ou controlada, cumprindo-lhes zelar para que as operações entre as sociedades observem condições estritamente comutativas.<sup>277</sup>

Sobre o tema, esclarece Lamy Filho que diversas variáveis podem e devem influir na fixação da relação de substituição de ações na incorporação e indica que as próprias disposições do artigo 170<sup>278</sup>, § 1º, da Lei das S.A. apontam que a fixação do preço de emissão das ações da incorporadora presume a análise de diferentes fatores.<sup>279</sup> Prevalece, portanto, a liberdade convencional das sociedades na determinação da relação de substituição de ações, também, na incorporação de sociedade controlada.<sup>280-281</sup>

Nesse cenário, as disposições do artigo 264, ao apresentarem a relação de substituição teórica ao lado daquelas informações exigidas pelos artigos 224 e 225,

<sup>276</sup> É o que determina o artigo 117 da Lei das S.A.

<sup>277</sup> É o que determina o artigo 245 da Lei das S.A.

<sup>278</sup> Art. 170. Depois de realizados 3/4 (três quartos), no mínimo, do capital social, a companhia pode aumentá-lo mediante subscrição pública ou particular de ações.

§ 1º O preço de emissão deverá ser fixado, sem diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, ainda que tenham direito de preferência para subscrevê-las, tendo em vista, alternativa ou conjuntamente:

*I - a perspectiva de rentabilidade da companhia;*

*II - o valor do patrimônio líquido da ação;*

*III - a cotação de suas ações em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão organizado, admitido ágio ou deságio em função das condições do mercado. [...]. (Grifo nosso).*

<sup>279</sup> LAMY FILHO, Alfredo. Mudança do objeto social e incorporação de subsidiária. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 2. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2: Pareceres. p. 328.

<sup>280</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Avaliação do patrimônio líquido de sociedade a ser incorporada. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 2. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2: Pareceres. p. 562. No mesmo sentido, EIZIRIK, Nelson. Incorporação de companhia por sua subsidiária integral. Extinção de acordo de acionistas. Inaplicabilidade do artigo 264 da lei das s.a. Prevalência do interesse social e abuso de direito. In: EIZIRIK, Nelson. *Temas de direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 321. Ainda, TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. São Paulo: Bushatsky, 1979. v. 2. p. 661. Ainda, LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas: comentários à lei (arts. 189 a 300)*. Rio de Janeiro: Renovar, 2012. v. 3. p. 981.

<sup>281</sup> Para aprofundamento dos limites impostos pela Lei das S.A. à determinação da relação de substituição de ações proposta pelas sociedades envolvidas em operação de incorporação, recomendamos: CORRADINI, Luiz Eduardo Malta. *Relação de substituição de ações em operações de incorporação e incorporação de ações*. 2014. 287f. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014.

evidenciam seu caráter informacional.<sup>282</sup> O papel do protocolo e da justificação, conforme identificado em momento anterior, é justamente informar e esclarecer os acionistas acerca das condições propostas para a operação, principalmente os acionistas minoritários que, ao contrário dos controladores, podem não ter tido qualquer participação na negociação e na definição dos termos da incorporação.<sup>283</sup>

Por meio desses instrumentos, o acionista minoritário passa a ter a sua disposição duas relações de substituição de ações, aquela negociada e determinada segundo os critérios definidos pelas sociedades e outra, teórica, calculada nos termos estabelecidos pela norma legal, além de ter acesso às justificativas que levaram as sociedades à escolha dos critérios que definiram a relação de substituição de ações proposta.<sup>284</sup> Os acionistas minoritários não podem exigir que as sociedades adotem a relação de substituição teórica para efetivar a operação, mesmo que a relação de substituição de ações proposta seja menos vantajosa do que aquela teórica.<sup>285</sup>

O intuito do legislador ao apresentar a relação de substituição teórica não é o de apontar a relação de substituição de ações que deve ser adotada no negócio, mas, sim, disponibilizar um parâmetro de referência que permita ao acionista minoritário comparar e analisar o tratamento conferido às duas sociedades na definição da relação de substituição de ações.<sup>286</sup> É o que esclarece Bulhões Pedreira (como se sabe, um dos autores do anteprojeto

---

<sup>282</sup> PAPINI, Roberto. *Incorporação da sociedade anônima*. Belo Horizonte: Del Rey, 2013. p. 115.

<sup>283</sup> LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas: comentários à lei (arts. 189 a 300)*. Rio de Janeiro: Renovar, 2012. v. 3. p. 466.

<sup>284</sup> ARAGÃO, Paulo Cezar. O parecer de orientação 35/2008 da CVM e a incorporação de companhia fechada por sua controladora companhia aberta. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (Coord.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 523-524.

<sup>285</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Sociedades coligadas, controladoras e controladas. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. (Coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 2. p. 2048. Ainda, LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas: comentários à lei (arts. 189 a 300)*. Rio de Janeiro: Renovar, 2012. v. 3. p. 982-983. Ainda, LAMY FILHO, Alfredo. A relação de substituição de ações na incorporação de subsidiária. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 2. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2: Pareceres. p. 574. No mesmo sentido, EIZIRIK, Nelson. Incorporação de companhia por sua subsidiária integral. Extinção de acordo de acionistas. Inaplicabilidade do artigo 264 da lei das s.a. Prevalência do interesse social e abuso de direito. In: EIZIRIK, Nelson. *Temas de direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 383.

<sup>286</sup> KALANSKY, Daniel. *Incorporação de ações: estudo de casos e precedentes*. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 87. Ainda, ARAGÃO, Paulo Cezar; LIMA, Monique M. Mavignier de. Incorporação de controlada: a disciplina do art. 264 da Lei 6.404/1976. In: PERIN JÚNIOR, Ecio; KALANSKY, Daniel; PEYSER, Luis (Coord.). *Direito empresarial: aspectos atuais de direito empresarial brasileiro e comparado*. São Paulo: Método, 2005. p. 354. No mesmo sentido, EIZIRIK, Nelson. Incorporação de companhia por sua subsidiária integral. Extinção de acordo de acionistas. Inaplicabilidade do artigo 264 da lei das s.a. Prevalência do interesse social e abuso de direito. In: EIZIRIK, Nelson. *Temas de direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 323. Ainda, LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Incorporação de companhia controlada. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 33, n. 94, p. 87-96, abr./jun. 1994. p. 94-95.

que foi convertido na Lei nº 6.404/1976) quando dispõe que “[o] objetivo da norma é assegurar aos acionistas da controlada um *padrão* que permita aos acionistas avaliar a relação de substituição adotada no protocolo”.<sup>287</sup> É esse, também, o entendimento da CVM:

[...] o que o artigo, a meu ver, visa, no primeiro momento, à falta de uma diversidade de vontades a deliberar, é que as companhias apresentem informações adicionais para demonstrar que a relação de substituição proposta, à luz de alguns critérios, é razoável ou justificada e que um eventual interesse extra-societário não está prevalecendo. O art. exige, pois, que se dê demonstrações adicionais de relação de substituição, sem, contudo, ficar, por óbvio, a elas vinculadas, tudo no sentido de que os acionistas tenham um padrão de referência adicional para examinar a relação de substituição prevista no protocolo.<sup>288</sup>

Diante do pedido de dispensa de apresentação da relação de substituição teórica formulado pela Cia. Piratininga de Força e Luz, no ano de 2004, o Colegiado da CVM, ao indeferir o pleito da companhia, esclareceu que as sociedades têm plena autonomia para definir a relação de substituição de ações que deve ser adotada na operação e que a relação de substituição teórica tem a finalidade de demonstrar que a relação de substituição de ações proposta pelas sociedades, à luz de determinados critérios, é razoável ou justificada e que o eventual interesse extra societário do controlador não prevaleceu na determinação da matéria.

Com efeito, parece-nos que a liberdade dos representantes das sociedades na escolha dos critérios utilizados para definição da relação de substituição de ações é o poder implícito lhe conferido na operação. A doutrina ensina que os representantes, ao mesmo tempo que detêm poderes explícitos para conduzir as atividades sociais, também detêm poderes implícitos que justamente por não serem definidos explicitamente na norma legal lhes asseguram certa dose de discricionariedade.<sup>289</sup> No caso, esse poder implícito está na escolha

Ainda, CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova lei das sociedades anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 377. Ainda, BOECHEM, Felipe Tavares. Jurisprudência da CVM sobre critérios alternativos de avaliação para fins do artigo 264 da Lei das S.A. *Revista de Direito Empresarial*, v. 4, p. 195-220, jul./ago. 2014. Acesso via Revista dos Tribunais Online. Ainda, TOMAZELLA, Carla Mosna; MARIZ, Livia. A proteção de acionistas nas operações de fusão, incorporação e cisão no Brasil e no direito comparado. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (Coord.). *Direito societário contemporâneo I*. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 233. Ainda, LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas: comentários à lei* (arts. 189 a 300). Rio de Janeiro: Renovar, 2012. v. 3. p. 982.

<sup>287</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Sociedades coligadas, controladoras e controladas. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. (Coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 2. p. 2048.

<sup>288</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo CVM RJ nº 2004/5914*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/index.html>>. Acesso em: 12 jun. 2016.

<sup>289</sup> CORRÊA LIMA, Osmar Brina. Regra de julgamento de negócios (Business judgment rule). In: COUTO SILVA, Alexandre. *Direito societário: estudos sobre a lei de sociedades por ações*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 162-163.

da conveniência, da oportunidade e do conteúdo dos critérios adotados para definição da relação de substituição de ações e dos demais termos da operação.

O legislador parece ter compreendido que os representantes das sociedades envolvidas na operação têm mais experiência, acesso a mais informações e melhor conhecimento técnico para determinar a relação de substituição de ações que atenda os interesses das sociedades e optou por lhes assegurar certo grau de discricionariedade na definição da matéria. Nesse sentido, parece-nos, também, que o reconhecimento da incapacidade de pré-fixar fórmula capaz de compreender e atender os anseios da atividade empresarial na determinação da relação de substituição de ações, em operação de incorporação, está acompanhado do entendimento de que não se pode esperar dos representantes das sociedades controlada e controladora a atenção aos interesses e aos direitos dos acionistas minoritários na definição da variável.

De se lembrar que as normas de direito societário procuram estabelecer regras de conduta diante de situações em que não é possível certificar a unanimidade e a sincronia dos sócios na implementação de determinadas medidas. Nem sempre é possível esperar que as convenções privadas disciplinem a matéria de forma a atender os direitos de todos os envolvidos. Nesses casos, o direito societário procura estabelecer quem é competente para efetivá-la, como devem ser tomadas as deliberações dela decorrente e quem deve executá-las.<sup>290</sup> A disciplina oferecida pelo artigo 264, segundo leva a crer a doutrina pesquisada, está inserida nessa realidade. Enquanto os critérios que norteiam a definição da relação de substituição de ações permanecem alocados sobre o manto da discricionariedade dos representantes das sociedades envolvidas no negócio, a relação de substituição teórica assume a forma de proteção especial conferida pelo artigo 264 ao acionista minoritário na definição da matéria.

Para que sirva de parâmetro de comparação, o legislador determina que a relação de substituição teórica deve ser calculada com base no resultado da avaliação dos patrimônios das sociedades envolvidas na operação, na mesma data, seguindo os mesmos critérios definidos por lei.<sup>291</sup> A subjetividade envolvida na escolha do método de avaliação de cada uma das sociedades para efetivação do negócio é afastada do cálculo da relação de

---

<sup>290</sup> FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Excerto do “direito societário I – fundamentos”, de Herbert Wiedemann. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Temas de direito societário, falimentar e teoria da empresa*. São Paulo: Malheiros, 2009. p. 626-629.

<sup>291</sup> É o que determina o *caput* do artigo 264.

substituição teórica. O cotejo entre os patrimônios das sociedades avaliados de acordo com o mesmo método definido na norma legal pretende garantir aos acionistas minoritários o acesso à relação de substituição teoricamente estabelecida de forma isenta das interferências subjetivas das sociedades controlada e controladora na escolha do método utilizado.<sup>292</sup>

Por esse ângulo, Aragão e Lima destacam que, além de afastar a influência do acionista controlador na escolha do método, a obrigação de utilização de mesmo critério para avaliação das duas sociedades tende, também, a contrabalancear os eventuais erros metodológicos incorridos nas avaliações e na determinação da relação de substituição teórica.<sup>293</sup> A exigência de peritos profissionais e de empresas especializadas para realização dos cálculos que sustentam a relação de substituição teórica, nos termos do §1º do artigo 264, está relacionada, também, à preocupação do legislador de disponibilizar parâmetro de referência mais preciso, alheio à possibilidade de subavaliação e de superavaliação de uma ou outra sociedade.<sup>294</sup>

Diante das disposições do artigo 264 acerca da exigência desses profissionais, há quem destaque que, sempre que uma das sociedades envolvidas na operação for companhia aberta, as avaliações devem ser realizadas por empresa especializada.<sup>295</sup> Segundo esse entendimento, o legislador teria reconhecido que tais empresas possuem melhores condições de proteger os acionistas minoritários em sociedade que apresentam maior complexidade.<sup>296</sup> Apesar de a Lei das S.A. não estabelecer critérios para definição do que seria uma empresa especializada para fins de cálculo da relação de substituição teórica, a CVM oferece disciplina à matéria nas Instruções CVM nº 565/2015 e nº 361/2002.<sup>297</sup> Nesse sentido, as companhias de capital fechado não receberam, de certa forma, a atenção do legislador. Nessas sociedades a escolha entre perito e empresa especializada está vinculada à vontade das sociedades

---

<sup>292</sup> LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Incorporação de companhia controlada. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 33, n. 94, p. 87-96, abr./jun. 1994. p. 94.

<sup>293</sup> ARAGÃO, Paulo Cezar; LIMA, Monique M. Mavignier de. Incorporação de controlada: a disciplina do art. 264 da Lei 6.404/1976. In: PERIN JUNIOR, Ecio; KALANSKY, Daniel; PEYSER, Luis (Coord.). *Direito empresarial: aspectos atuais de direito empresarial brasileiro e comparado*. São Paulo: Método, 2005. p. 353.

<sup>294</sup> RIBEIRO, Renato Ventura. Incorporação de companhia controlada. In: WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge (Coord.). *Fusão, cisão, incorporação e temas correlatos*. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 118.

<sup>295</sup> RIBEIRO, Renato Ventura. Incorporação de companhia controlada. In: WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge (Coord.). *Fusão, cisão, incorporação e temas correlatos*. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 118. Ainda, ARAGÃO, Paulo Cezar; LIMA, Monique M. Mavignier. Incorporação de controlada: a disciplina do art. 264 da Lei 6.404/1976. In: PERIN JUNIOR, Ecio; KALANSKY, Daniel; PEYSER, Luis (Coord.). *Direito empresarial: aspectos atuais de direito empresarial brasileiro e comparado*. São Paulo: Método, 2005. p. 355.

<sup>296</sup> CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova lei das sociedades anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 383.

<sup>297</sup> Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/index.html>.

envolvidas na operação que, como já referido, podem ser influenciados pelo acionista controlador.

Importante a compreensão de que a imparcialidade da avaliação também é assegurada pela norma quando ela determina que esses profissionais são responsáveis perante a sociedade, os acionistas, e terceiros, pelos danos que causarem por culpa ou dolo na avaliação dos bens, sem prejuízo da responsabilidade penal em que tenham incorrido, nos termos do artigo 8º<sup>298</sup>, §6º, da Lei das S.A.<sup>299</sup>

Ainda nesse cenário, face à exigência de que sejam utilizados critérios idênticos na avaliação das sociedades, há de se destacar o posicionamento divergente da doutrina acerca da possibilidade de adoção de critério de avaliação alternativo quando a operação envolver companhias abertas e fechada. Parte da doutrina sustenta que quando uma das sociedades envolvidas na operação for companhia aberta poderia a CVM autorizar que a avaliação das duas sociedades fosse realizada pelo critério alternativo,<sup>300</sup> enquanto outra corrente, sustentando que a CVM não tem competência para opinar sobre negócios envolvendo companhias fechadas, entende que a utilização do critério alternativo somente poderia ser autorizada pela CVM quando ambas as sociedades envolvidas na operação fossem companhias abertas.<sup>301</sup>

---

<sup>298</sup> Art. 8º A avaliação dos bens será feita por 3 (três) peritos ou por empresa especializada, nomeados em assembleia-geral dos subscritores, convocada pela imprensa e presidida por um dos fundadores, instalando-se em primeira convocação com a presença de subscritores que representem metade, pelo menos, do capital social, e em segunda convocação com qualquer número.

§ 1º Os peritos ou a empresa avaliadora deverão apresentar laudo fundamentado, com a indicação dos critérios de avaliação e dos elementos de comparação adotados e instruído com os documentos relativos aos bens avaliados, e estarão presentes à assembleia que conhecer do laudo, a fim de prestarem as informações que lhes forem solicitadas.

§ 2º Se o subscritor aceitar o valor aprovado pela assembleia, os bens incorporar-se-ão ao patrimônio da companhia, competindo aos primeiros diretores cumprir as formalidades necessárias à respectiva transmissão.

§ 3º Se a assembleia não aprovar a avaliação, ou o subscritor não aceitar a avaliação aprovada, ficará sem efeito o projeto de constituição da companhia.

§ 4º Os bens não poderão ser incorporados ao patrimônio da companhia por valor acima do que lhes tiver dado o subscritor.

§ 5º Aplica-se à assembleia referida neste artigo o disposto nos §§ 1º e 2º do artigo 115.

§ 6º Os avaliadores e o subscritor responderão perante a companhia, os acionistas e terceiros, pelos danos que lhes causarem por culpa ou dolo na avaliação dos bens, sem prejuízo da responsabilidade penal em que tenham incorrido; no caso de bens em condomínio, a responsabilidade dos subscritores é solidária.

<sup>299</sup> LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas: comentários à lei* (arts. 189 a 300). Rio de Janeiro: Renovar, 2012. v. 3. p. 984.

<sup>300</sup> CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova lei das sociedades anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 378. O posicionamento adotado pela CVM é evidenciado por: BOECHEM, Felipe Tavares. Jurisprudência da CVM sobre critérios alternativos de avaliação para fins do artigo 264 da Lei das S.A. *Revista de Direito Empresarial*, v. 4, p. 195-220, jul./ago. 2014. Acesso via Revista dos Tribunais Online.

<sup>301</sup> RIBEIRO, Renato Ventura. Incorporação de companhia controlada. In: WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge (Coord.). *Fusão, cisão, incorporação e temas correlatos*. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 119. Ainda,

Quanto mais, para fins de cálculo da relação de substituição teórica, o dispositivo legal ordena que as ações da incorporada de titularidade da incorporadora sejam avaliadas no patrimônio da incorporadora com base no mesmo critério adotado para avaliação dessa sociedade, ou seja, a preços de mercado, ou com base em outro critério aceito pela CVM, no caso de tratar-se de companhia aberta.<sup>302</sup>

A partir da avaliação dos patrimônios das sociedades, com base no critério definido em lei, ordena a sistemática do artigo que seja calculada a relação de substituição teórica. Para o que se deve entender que a relação de substituição teórica exigida pelo artigo 264, em regra, é calculada com base no percentual de cada uma das ações no capital social da sociedade, não refletindo a eventual distinção que os atributos de cada ação podem conferir ao valor da participação dos acionistas das sociedades envolvidas e, por consequência, sobre a representatividade do patrimônio da sociedade.<sup>303</sup> Representa o que seria uma relação de substituição pura, ou seja, aquela determinada considerando apenas a proporção da participação do acionista sobre os patrimônios das sociedades de forma separada.<sup>304</sup> Não significa dizer que a relação de substituição de ações na incorporação de sociedade controlada deve obedecer a esse mesmo critério. Conforme já referido, a Lei das S.A. reconhece o princípio da liberdade convencional na determinação da relação de substituição de ações na operação de incorporação de sociedade controlada.<sup>305</sup>

---

ARAGÃO, Paulo Cezar. O parecer de orientação 35/2008 da CVM e a incorporação de companhia fechada por sua controladora companhia aberta. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (Coord.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 527.

<sup>302</sup> LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas: comentários à lei (arts. 189 a 300)*. Rio de Janeiro: Renovar, 2012. v. 3. p. 984.

<sup>303</sup> Apesar de tratar de operação distinta da que é objeto deste estudo, o caso auxilia a compreensão da sistemática do mecanismo de proteção disponibilizado pelo artigo 264. O Colegiado da CVM ao analisar consulta formulada pela Companhia de Bebida das Américas sobre a necessidade de, no âmbito da incorporação de suas ações pela Ambev S.A., anteriormente denominada InBev Participações S.A., apresentar a relação de substituição teórica exigida pelo artigo 264. No caso, o Colegiado, ao entender que a operação não justificaria a apresentação da informação adicional, esclareceu que os critérios fixados no artigo 264 para avaliação das sociedade e fixação da relação de substituição teórica não prevê a atribuição de valores distintos às espécies de ações nas quais o capital social das companhias avaliadas é dividido e, ainda destacou, que a proteção adicional conferida pelo artigo 264 nada acrescenta as discussões sobre a consideração ou a desconsideração de diferentes preços às duas espécies de ações. (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo CVM RJ nº 2013/3075*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/index.html>>. Acesso em: 05 jun. 2016).

<sup>304</sup> CORRADINI, Luiz Eduardo Malta. *Relação de substituição de ações em operações de incorporação e incorporação de ações*. 2014. 287f. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. p. 208.

<sup>305</sup> RODRIGUES, Ana Carolina. A incorporação de companhia controlada pela companhia controladora em face do art. 264 da Lei n. 6404/76 e o parecer de orientação CVM n. 35. In: PRADO, Viviane Muller; CARMO, Lie Uema do (Org.). *Estudos empíricos sobre temas de direito societário*. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 125-126.



Em uma primeira análise, o mecanismo disponibilizado pelo artigo 264 informa o acionista acerca da representatividade da sua participação no patrimônio da sociedade (seja ele avaliado por valor de mercado, por fluxo de caixa descontado, ou por valor contábil) e, principalmente, acerca da contrapartida que receberia o acionista da incorporada em ações equivalentes na incorporadora, caso o negócio fosse realizado de acordo com os critérios legais.

Quando comparada com a relação de substituição de ações proposta pelas sociedades, porém, é que o instrumento apresenta suas funcionalidades.<sup>306</sup> Veja-se que a relação de substituição de ações, proposta quando confrontada à relação de substituição teórica, pode revelar-se igual, maior ou menor. Significa dizer que a relação de substituição de ações proposta pode indicar que serão emitidas ações da incorporadora em substituição às extintas ações da incorporada em número igual, maior ou menor do que o indicado pela relação de substituição teórica.<sup>307</sup>

Para fins de exemplo, veja que o desequilíbrio pode ser assim identificado, enquanto com base nos parâmetros fixados em lei a relação de substituição teórica pode indicar que para cada 1 (uma) ação extinta da incorporada a incorporadora deve emitir 2 (duas) novas ações; com base nos critérios livremente adotados pelas sociedades, a relação de substituição de ações proposta pode indicar que para cada 1 (uma) ação extinta da incorporada a incorporadora deveria emitir 5 (cinco) novas ações; o inverso também pode ser verificado.

O resultado, obtido com o confronto dos dados, pode levar o acionista minoritário a perquirir se os critérios adotados para determinação da proposta de relação de substituição de ações justificam o desequilíbrio identificado pelo parâmetro comparativo.<sup>308</sup> Não por outra razão, a relação de substituição teórica estabelecida nos termos do artigo 264 é adicional àquelas informações exigidas pelos artigos 224 e 225, ou seja, onde são apresentados os

---

<sup>306</sup> LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Incorporação de ações de companhia aberta controlada. In: LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Pareceres*. São Paulo: Singular, 2004. v. 2. p. 1403-1423. p. 1415.

<sup>307</sup> ARAGÃO, Paulo Cezar; LIMA, Monique M. Mavignier de. Incorporação de controlada: a disciplina do art. 264 da Lei 6.404/1976. In: PERIN JUNIOR, Ecio; KALANSKY, Daniel; PEYSER, Luis (Coord.). *Direito empresarial: aspectos atuais de direito empresarial brasileiro e comparado*. São Paulo: Método, 2005. p. 354-355.

<sup>308</sup> EIZIRIK, Nelson. Incorporação de sociedade controlada. Direito de recesso. Critério legal para apuração do valor de reembolso. In: EIZIRIK, Nelson. *Direito societário: estudos e pareceres*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 254. No mesmo sentido, SILVA, Lucila. *O valor justo em incorporação de sociedades controladas*. São Paulo: Almedina, 2011. p. 62.

motivos e as justificativas da operação e os critérios utilizados para determinação da proposta de relação de substituição de ações.<sup>309</sup>

Tendo em vista que a relação de substituição de ações proposta pelas sociedades pode refletir a adoção de critérios de avaliação distintos daqueles que sustentaram o cálculo da relação de substituição teórica, o desequilíbrio verificado por ocasião do confronto não reflete necessariamente uma irregularidade ou uma ilegalidade.<sup>310</sup> Ao contrário, a proposta de relação de substituição de ações a maior ou a menor do que aquela apresentada pelo parâmetro referência é autorizada. Conforme apontado em momento anterior, a incorporada pode aceitar uma relação de substituição de ações que reflita valor menor que a avaliação do seu patrimônio e, de outro lado, a incorporadora pode aceitar uma relação de substituição de ações que reflita valor maior que a avaliação do patrimônio da incorporada.<sup>311</sup> É o que indica, inclusive, a sistemática do artigo. O §3º do dispositivo, conforme será analisado adiante, trabalha justamente com a hipótese de relação de substituição de ações proposta pelas sociedades em número distinto daquele oferecido pelo parâmetro.

Nesse cenário, o acionista interessado em verificar a regularidade da relação de substituição de ações proposta pelas sociedades para operação vê-se compelido a fazer uso de um terceiro laudo, contratado diretamente de perito de sua confiança. Enquanto a proposta de relação de substituição de ações absurda pode eventualmente ser visivelmente identificada, outra, com irregularidade mais sutil, depende, inevitavelmente, de análise de profissional técnico.

Apesar de ser mecanismo disponibilizado para comparação e análise dos critérios de avaliação adotados pelas sociedades para determinação da relação de substituição de ações proposta, a proteção adicional do artigo 264 não se presta a comprovar se os critérios adotados pelas sociedades para determinar a relação de substituição de ações são injustificáveis ou justificáveis. Enquanto parte da doutrina, diante desses fatos, sustenta que a apresentação da relação de substituição teórica tem por única e exclusiva finalidade permitir que o acionista compare a relação de substituição de ações proposta pela sociedade e avalie a

---

<sup>309</sup> CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova Lei das sociedades anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 377.

<sup>310</sup> SILVA, Lucila. *O valor justo em incorporação de sociedades controladas*. São Paulo: Almedina, 2011. p. 74. KALANSKY, Daniel. *Incorporação de ações: estudo de casos e precedentes*. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 57-58.

<sup>311</sup> CORRADINI, Luiz Eduardo Malta. *Relação de substituição de ações em operações de incorporação e incorporação de ações*. 2014. 287f. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. p. 84.

conveniência de tornar-se acionista da incorporadora remanescente ou retirar-se da sociedade;<sup>312</sup> outra parte acrescenta que a prestação de informação adicional tem também a finalidade de certificar a equidade dos critérios adotados pelas sociedades para determinação da relação de substituição de ações.<sup>313</sup>

O debate sobre a capacidade da relação de substituição teórica certificar a equidade dos critérios utilizados pelas sociedades para determinação da relação de substituição de ações adotada na operação está atrelado aos métodos de avaliação impostos pela norma legal para fixação da relação de substituição teórica e a liberdade conferida às sociedades para determinação da relação de substituição de ações que deve ser adotada na operação.<sup>314</sup> Enquanto a relação de substituição de ações adotada na operação é estabelecida com base no juízo de conveniência dos representantes das sociedades envolvidas no negócio, a relação de substituição teórica é calculada com base nos critérios fixos constantes no *caput* do artigo 264.

Nessa perspectiva, possível indicar que, de acordo com a doutrina, a avaliação do patrimônio líquido das sociedades a valor de mercado (regra geral do *caput* do artigo 264) não identifica o valor das sociedades em andamento e pouco contribui para o entendimento dos acionistas sobre a proposta de relação de substituição de ações apresentada pelas sociedades para operação.<sup>315</sup> Ao analisar o tema, Aragão e Lima esclarece que o método de avaliação a preços de mercado implica a avaliação de cada item do patrimônio da sociedade de forma individualizada, por seu possível valor de venda, o que, ao cabo, representaria verdadeira forma de levantamento de balanço de liquidação das sociedades. O autor destaca que, a partir

---

<sup>312</sup> RODRIGUES, Ana Carolina. A incorporação de companhia controlada pela companhia controladora em face do art. 264 da Lei n. 6404/76 e o parecer de orientação CVM n. 35. In: PRADO, Viviane Muller; CARMO, Lie Uema do (Org.). *Estudos empíricos sobre temas de direito societário*. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 129. Ainda, ARAGÃO, Paulo Cezar; LIMA, Monique M. Mavignier de. Incorporação de controlada: a disciplina do art. 264 da Lei 6.404/1976. In: PERIN JUNIOR, Ecio; KALANSKY, Daniel; PEYSER, Luis (Coord.). *Direito empresarial: aspectos atuais de direito empresarial brasileiro e comparado*. São Paulo: Método, 2005. p. 355.

<sup>313</sup> CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova lei das sociedades anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 377. Ainda, EIZIRIK, Nelson. Incorporação de companhia por sua subsidiária integral. Extinção de acordo de acionistas. Inaplicabilidade do artigo 264 da lei das s.a. Prevalência do interesse social e abuso de direito. In: EIZIRIK, Nelson. *Temas de direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 323.

<sup>314</sup> Para aprofundamento do tema, recomendamos: SILVA, Lucila. *O valor justo em incorporação de sociedades controladas*. São Paulo: Almedina, 2011.

<sup>315</sup> ARAGÃO, Paulo Cezar; LIMA, Monique M. Mavignier de. Incorporação de controlada: a disciplina do art. 264 da Lei 6.404/1976. In: PERIN JUNIOR, Ecio; KALANSKY, Daniel; PEYSER, Luis (Coord.). *Direito empresarial: aspectos atuais de direito empresarial brasileiro e comparado*. São Paulo: Método, 2005. p. 352-354. Ainda, SILVA, Lucila. *O valor justo em incorporação de sociedades controladas*. São Paulo: Almedina, 2011. p. 67-69.

de 2001, com a possibilidade da CVM autorizar a utilização de métodos diversos de avaliação para cálculo da relação de substituição teórica, tornou-se possível a disponibilização de informações mais adequadas aos acionistas das sociedades envolvidas na operação.<sup>316</sup>

As críticas da doutrina sobre a proteção adicional conferida aos acionistas minoritários via disponibilização de relação de substituição teórica, ao final, estão alicerçadas no fato de que os termos da relação de substituição teórica não servem de fundamento para o pedido de revisão ou questionamento da relação de substituição de ações proposta pelas sociedades.<sup>317</sup> Ainda, que a fixação do critério de avaliação na norma legal impede a identificação do valor real das sociedades, haja vista que o melhor critério de avaliação para uma sociedade pode não ser o melhor critério para outra. Em decorrência desse fato, o parâmetro certificador da equivalência das prestações das sociedades para o negócio poderia restar prejudicado e não informar o acionista minoritário adequadamente.<sup>318</sup>

Não por outra razão, parte da doutrina despreza a proteção adicional conferida pelo *caput* do dispositivo por meio da disponibilização de informação e reputa que a verdadeira finalidade do mecanismo está na concessão de valor de reembolso alternativo constante na sistemática do §3º do artigo 264.<sup>319</sup> É possível encontrar na CVM o mesmo entendimento:

Não concordo com a exigência da SEP de que na operação de incorporação da Empresa Paulista de Transmissão de Energia S/A – EPTE pela CTEEP seja realizada a avaliação das companhias pelo valor de patrimônio líquido a preços de mercado, prevista no artigo 264 da Lei nº 6.404/76. É que o procedimento estabelecido pelo referido artigo é adicional ao estabelecido nos artigos 224 e 225 da lei societária e só se justifica na hipótese em que haja o direito de recesso, permitindo dessa forma que o acionista dissidente compare o valor de reembolso calculado com base no patrimônio líquido a preços de mercado com aquele apurado na forma do artigo 45 da mesma lei e escolha o valor de reembolso de suas ações.<sup>320</sup>

---

<sup>316</sup> ARAGÃO, Paulo Cezar; LIMA, Monique M. Mavignier de. Incorporação de controlada: a disciplina do art. 264 da Lei 6.404/1976. In: PERIN JUNIOR, Ecio; KALANSKY, Daniel; PEYSER, Luis (Coord.). *Direito empresarial: aspectos atuais de direito empresarial brasileiro e comparado*. São Paulo: Método, 2005. p. 353-354.

<sup>317</sup> JACOMINI, Fernanda Perez; WANDERLEY, Leticia Galdino; CASERTA, Livia Garcia Kerr do Amaral; MERLUSSI, Natália Parmigiani. Incorporação de sociedades e incorporação de ações: operações de reorganização societária entre controladora e controlada e os Pareceres de Orientação CVM 34 e 35. *Revista de Direito Empresarial*, v. 0, p. 173-208, nov./dez. 2013. Acesso via Revista dos tribunais online.

<sup>318</sup> RIBEIRO, Renato Ventura. Incorporação de companhia controlada. In: WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge (Coord.). *Fusão, cisão, incorporação e temas correlatos*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.p. 126.

<sup>319</sup> CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Incorporação de sociedades e incorporação de ações. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (Coord.). *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 145.

<sup>320</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo CVM RJ nº 2001/9986*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/index.html>>. Acesso em: 8 abr. 2016.

No caso, ao se defrontar com consulta formulada pela Cia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista e pela Empresa Paulista de Transmissão de Energia S.A., no ano de 2001, sobre a dispensa de apresentação da relação de substituição teórica calculada na forma do artigo 264, os membros do Colegiado da autarquia demonstraram entendimento controverso sobre a utilidade da informação prestada pelo dispositivo. Enquanto a maioria do Colegiado sustentou que a finalidade primordial da relação de substituição teórica é informar o acionista minoritário, a manifestação de voto da Diretora Norma Jonssen Parente defendeu que a informação adicional prestada pelo dispositivo não acrescenta o juízo do acionista sobre a relação de substituição de ações proposta pelas sociedades, senão para fins de verificação do direito de receber o valor de reembolso calculado de acordo com a sistemática do §3º do mesmo dispositivo.

Ainda nesse contexto, válido destacar a posição externada, no ano de 2007, pelo Diretor Marcos Barbosa Pinto, então membro do Colegiado da CVM, ao analisar a finalidade do artigo 264 a partir de reclamação apresentada por acionistas minoritários da Trikem S.A. questionando o descumprimento das disposições do artigo 264 na operação de incorporação da sociedade à Braskem S.A., sua controladora. De acordo com o entendimento do Diretor, o artigo 264 é dispositivo obsoleto da Lei das S.A., que foi pensado inicialmente para proteger o acionista minoritário da incorporada a partir da correção do impacto da inflação sobre as demonstrações financeiras das companhias envolvidas em operação de incorporação, e no estágio atual de desenvolvimento da economia, todavia, assumiu função diversa. Atualmente, o dispositivo é instrumento que se presta a estimar o valor de realização do patrimônio da companhia para que os acionistas possam saber se é mais vantajoso integrar a incorporadora remanescente ou liquidar suas participações e obter, em caso de exercício do direito de recesso, a parcela do acervo líquido que receberiam em caso de liquidação.<sup>321</sup>

A doutrina corrobora com o entendimento externado pela autarquia na ocasião ao afirmar que o legislador escolheu a utilização do método de avaliação do patrimônio a valor

---

<sup>321</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM nº 08/05 (Caso incorporação da Trikem S.A. à Braskem S.A.). No caso, ao analisar o laudo de avaliação elaborado para fins de atendimento do dispositivo 264, o Colegiado concluiu que o instrumento apresentava pelo menos três omissões significativas, com evidente prejuízo informacional para os acionistas: (i) contemplou somente estoques e imobilizado; (ii) não avaliou os ativos intangíveis da empresa; e (iii) não avaliou corretamente os créditos fiscais da Braskem S.A. e Trikem S.A. O caso é analisado novamente no Capítulo IV desta dissertação, sob a perspectiva do direito de reembolso alternativo no acionista da incorporada controlada. (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº 08/05*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/index.html>>. Acesso em: 29 fev. 2016).

de mercado em 1976 em razão de ser aquele capaz de atualizar os valores escriturados das sociedades da forma mais objetiva possível.<sup>322</sup> Segundo aponta a doutrina, na ocasião a ciência das finanças não apresentava a evolução atual e eram poucos os recursos tecnológicos disponíveis para utilização de outros métodos.<sup>323</sup> A doutrina celebra a possibilidade de a CVM, a partir de 2001, autorizar a utilização de outros critérios e indica que a utilização de método de avaliação como o do fluxo de caixa descontado mostra-se mais adequado para se chegar ao valor real de uma grande empresa em funcionamento, se comparado àquele verificado a valor de mercado.<sup>324</sup> Por esse ângulo, importante frisar, as companhias fechadas permanecem vinculadas à regra geral de fixação da relação de substituição teórica com base no resultado da avaliação dos patrimônios líquidos das sociedades a valor de mercado.

Diante do verificado, parece-nos que a fixação de rígidos critérios legais para determinação do parâmetro, apesar de afastar a influência do acionista controlador do mecanismo de proteção adicional oferecido pelo dispositivo, prejudica a qualidade da informação prestada aos acionistas minoritários das sociedades envolvidas no negócio e, a depender da operação, não se mostra instrumento hábil a certificar a equidade dos critérios adotados pelas sociedades para determinação da relação de substituição de ações. Ainda, salvo quando calculada com base em critério de avaliação alternativo, autorizado pela CVM, a relação de substituição teórica deve servir como demonstrativo do valor de liquidação da sociedade e auxiliar o acionista a estabelecer seu juízo sobre sua permanência ou sua retirada da sociedade.

Ademais, ressalvada a crítica da doutrina à autorização do uso do método do patrimônio líquido contábil, tem-se que a autarquia autoriza a utilização dos critérios alternativos de avaliação quando representam a prestação de nova informação ao acionista minoritário da sociedade.<sup>325</sup> Isto é, se a proposta de relação de substituição de ações estiver

---

<sup>322</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Sociedades coligadas, controladoras e controladas. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. (Coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 2. p. 2049.

<sup>323</sup> ARAGÃO, Paulo Cezar; LIMA, Monique M. Mavignier de. Incorporação de controlada: a disciplina do art. 264 da Lei 6.404/1976. In: PERIN JUNIOR, Ecio; KALANSKY, Daniel; PEYSER, Luis (Coord.). *Direito empresarial: aspectos atuais de direito empresarial brasileiro e comparado*. São Paulo: Método, 2005. p. 353.

<sup>324</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 3. arts. 189 a 300. p. 507.

<sup>325</sup> A crítica à utilização do critério do patrimônio líquido contábil reside no fato de que não se trata de informação nova, já que os acionistas têm acesso a esses números na identificação do valor devido a título de reembolso. (RODRIGUES, Ana Carolina. A incorporação de companhia controlada pela companhia controladora em face do art. 264 da Lei n. 6404/76 e o parecer de orientação CVM n. 35. In: PRADO, Viviane Muller; CARMO, Lie Uema do (Org.). *Estudos empíricos sobre temas de direito societário*. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 145).

sustentada no método do fluxo de caixa descontado, a CVM tende a determinar que a relação de substituição teórica seja calculada com base em método distinto.<sup>326</sup> Reafirmando a intenção do legislador de fornecer ao acionista minoritário uma nova informação, um contraponto à proposta das sociedades, e não um meio de certificar a regularidade das avaliações por elas realizadas.

Ao analisar reclamações apresentadas por acionistas minoritários da incorporada em caso envolvendo a incorporação do Banco Santander Noroeste S.A. pelo Banco Santander Brasil S.A., ainda no ano de 1999, a autarquia confrontou-se com hipótese de não apresentação de relação de substituição teórica calculada nos termos do artigo 264. Na ocasião, as sociedades apresentaram somente a relação de substituição de ações proposta para operação, calculada com base na avaliação das sociedades pelo método do fluxo de caixa descontado. Entendeu a autarquia que a falta de apresentação da relação de substituição de ações calculada com base no critério determinado no artigo 264 não atendeu o intuito do legislador de prestar informação nova ao acionista minoritário capaz de auxiliá-lo na formação do juízo de permanecer ou não no negócio resultante da incorporação. Diante do fato, reconheceu a infração do disposto no *caput* do artigo 264 e aplicou pena de multa pecuniária à incorporadora controladora por ter apresentado e aprovado os instrumentos de protocolo e de justificação na assembleia geral da incorporada e, da mesma forma, aplicou multa pecuniária à parte dos membros da diretoria e do conselho de administração da incorporada por terem aprovado, assinado e apresentado os instrumentos de protocolo e de justificação à assembleia geral da sociedade.<sup>327</sup>

Apesar de as disposições do artigo 264 não determinarem que as informações geradas pela relação de substituição teórica devem ser apresentadas à assembleia geral da incorporadora, a doutrina aponta que o dispositivo deve ser interpretado de forma estendida

---

<sup>326</sup> É o que determina o artigo 8º da Instrução CVM nº 565/2015. (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Instrução CVM nº 565/2015*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst565.html>>. Acesso em: 30 abr. 2016). Ainda, o Processo CVM RJ nº 2006/3160 (Consulta apresentada pelas companhias Petrobrás Química S.A. e Petróleo Brasileiro S.A.). No caso, a autarquia reconheceu a possibilidade de utilização do método de avaliação de fluxo de caixa descontado apontando que a autorização para utilização de critério distinto da regra geral deve ser dada pela CVM apenas quando o critério for diferente do utilizado para definir a relação de substituição de ações ou do direito de retirada (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo CVM RJ nº 2006/3160*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/index.html>>. Acesso em: 10 jun. 2016.).

<sup>327</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM nº 24/04 (Caso Banco Santander Noroeste S.A. e Banco Santander Brasil S.A.). (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº 24/04*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/index.html>>. Acesso em: 29 fev. 2016).

para que atenda os acionistas minoritários das duas sociedades envolvidas na operação.<sup>328</sup> A CVM, buscando tutelar o direito à informação dos acionistas de companhias abertas, tem se manifestado no mesmo sentido, determinando a apresentação da relação de substituição teórica aos acionistas da incorporadora. Conforme evidenciado em momento anterior, tanto os acionistas minoritários da incorporada quanto os acionistas minoritários da incorporadora encontram-se em situação que demanda critérios especiais para aferir a legitimidade do exercício do poder de controle do acionista controlador na operação. Sobre o ponto, válido apresentar, novamente, parte do voto vista do Diretor Luiz Antônio de Sampaio Campos lançado na consulta formulada pela Cia. Piratininga de Força e Luz sobre a dispensa de apresentação da relação de substituição teórica:

[...] embora intuitivamente de logo se indique que numa operação de incorporação de partes relacionadas, como visto no *caput* do art. 264, se pense sempre em uma operação de cima para baixo, onde a controladora incorpora a controlada e que o eventual uso indevido do poder estaria ligado diretamente com a subavaliação da relação de troca dos acionistas minoritários da companhia incorporada, tal não é a única hipótese. Daí porque certamente o *caput* toma por referência a incorporada. Certamente hipóteses há em que aquele que detém o poder de mando e que talvez seja a vontade suficiente para determinar a direção da deliberação detenha interesse maior direto ou indireto na companhia incorporada e nessa linha o mal uso poderia vir da superavaliação da companhia incorporada, na relação de substituição, de modo que ao cabo da operação ele passe a ter um interesse maior na companhia incorporadora, como resultado da incorporação. O ponto seria, então, que, potencialmente, há duas minorias que merecem proteção em uma operação de incorporação, e daí toda a complexidade decorrente, posto que se houver injustificado desequilíbrio na relação de substituição dependendo para que lado este injustificado desequilíbrio pender é que poderia haver a má utilização, ora em detrimento da incorporadora ora em benefício desta e por conseguinte em prejuízo da incorporada.<sup>329</sup>

A análise realizada pelo membro do Colegiado da autarquia evidencia as particularidades da incorporação de sociedade controlada e reconhece que o acionista controlador pode utilizar o poder que detém para assegurar, via relação de substituição de ações, seu interesse em uma ou outra sociedade envolvida no negócio. Segundo o raciocínio, o maior interesse do acionista controlador na incorporada pode levá-lo a utilizar de meios

---

<sup>328</sup> ARAGÃO, Paulo Cezar; LIMA, Monique M. Mavignier de. Incorporação de controlada: a disciplina do art. 264 da Lei 6.404/1976. In: PERIN JUNIOR, Ecio; KALANSKY, Daniel; PEYSER, Luis (Coord.). *Direito empresarial: aspectos atuais de direito empresarial brasileiro e comparado*. São Paulo: Método, 2005. p. 352; AINDA, LAMY FILHO, Alfredo. Mudança do objeto social e incorporação de subsidiária. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 2. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2: Pareceres. p. 328.

<sup>329</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo CVM RJ nº 2004/5914*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/index.html>>. Acesso em: 12 jun. 2016.



escusos para assegurar a superavaliação da companhia e garantir-lhe, ao final da operação, uma melhor posição de sócio na estrutura organizacional da incorporadora remanescente. De acordo com a posição, a preocupação do *caput* do artigo 264 com a subavaliação da relação de substituição dos acionistas minoritários da incorporada passa a ser direcionada à subavaliação de uma ou outra sociedade. O Diretor utiliza-se do entendimento para sustentar que a relação de substituição teórica deve ser apresentada à assembleia geral das duas companhias envolvidas na operação e deve servir de auxílio aos acionistas das duas sociedades na identificação de eventuais distorções na relação de substituição de ações adotada na operação.

Nessas circunstâncias, poder-se-ia pensar que a prestação de informação aos acionistas da incorporada seria suficiente, tendo em vista que verificada a distorção entre a relação de substituição de ações proposta pelas sociedades e aquela teórica os acionistas minoritários da incorporada buscariam questionar as justificativas apresentadas pelas sociedades nos instrumentos de justificação e de protocolo. Ocorre que, a depender do desequilíbrio verificado entre a proposta de relação de substituição de ações e o parâmetro de referência, os acionistas minoritários da incorporada podem não ter razões para questionar os critérios adotados pelo controlador. Se a relação de substituição de ações proposta indicar a emissão de maior número de ações da incorporadora para os acionistas da incorporada, esses acionistas podem dar-se por satisfeitos e deixar de buscar justificativas que seriam essenciais aos acionistas minoritários da incorporadora. Por essa razão, apesar das críticas acima identificadas sobre a contribuição da relação de substituição teórica para análise da proposta das sociedades, parece-nos salutar que a informação deva ser prestada aos acionistas da incorporadora e, não como parece quererem as disposições do *caput* do artigo 264, somente aos acionistas da incorporada.<sup>330</sup>

Ao reconhecer que a relação de substituição teórica deve ser apresentada às duas sociedades envolvidas na operação, é possível que a prestação de informação adicional exigida pelo artigo 264 seja dispensada quando os acionistas minoritários e controladores das sociedades incorporada e incorporadora estabeleçam previamente, de forma conjunta, os termos que devem constar no instrumento de protocolo e de justificação, facultada, nesses

---

<sup>330</sup> É o raciocínio apresentado por Avila Vio ao tratar da minoria dos grupos de sociedades. (AVILA VIO, Daniel de. Anotações sobre os grupos de sociedades de subordinação e os direitos de minoria. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. (Coord.). *Direito societário contemporâneo II*. São Paulo: Malheiros, 2015. p. 178).

casos, a formalização dos termos negociados nos acordos que antecedem à operação. Nessas hipóteses, a depender do negociado nesses acordos preliminares, o não atendimento das disposições contratadas entre os acionistas pode implicar a incidência de multas e, eventualmente, a obrigação de reparação dos prejuízos sofridos em razão do descumprimento.<sup>331</sup> É nesse sentido que tem se manifestado a CVM quando verifica que os acionistas minoritários da incorporada e da incorporadora estão cientes e de acordo com a relação de substituição proposta pelo controlador antes das assembleias gerais.<sup>332</sup>

Nesse viés, Eizirik ensina que a celeridade e a informalidade que caracterizam o direito comercial autorizam a dispensa de rituais que não oferecem benefício àquele que a regra visa a proteger e assim também o direito societário diante de formas de proteção que se mostram custosas em razão da falta do interesse a ser tutelado. Com efeito, é justamente o que ocorre na situação analisada.<sup>333</sup> O acionista minoritário, previamente informado, ciente e de acordo com a relação de substituição de ações que será adotada na operação, não necessita da tutela informacional disponibilizada pelo *caput* do artigo 264, pelo que as sociedades não devem ser submetidas aos custos que envolvem o cálculo da relação de substituição de ações nos termos exigidos pelo dispositivo especial.

Conforme verificado até aqui, o interesse tutelado pelo *caput* do artigo 264 é exclusivo do acionista minoritário das sociedades envolvidas no negócio.<sup>334</sup> A não apresentação da relação de substituição teórica, conforme verificado acima e ao longo do estudo, não inviabiliza a aprovação da incorporação que, seguindo os procedimentos previstos em lei, é aprovada por deliberação social tomada na assembleia geral da incorporada por votos representantes da maioria simples dos acionistas presentes no conclave e por

---

<sup>331</sup> É a leitura possível a partir de: CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001*. 3. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2002. v. 4. t. 1. arts. 206 a 242. p. 244.

<sup>332</sup> Processo CVM RJ nº 2005/8293 (Caso incorporação da Gafisa S/A pela Urucari Participações Ltda.). No caso, diante do requerimento de dispensa de apresentação da relação de substituição teórica formulado pela companhia Gafisa S/A, a autarquia reconheceu a possibilidade de não apresentação da relação de substituição teórica em razão da inexistência de acionistas minoritários na incorporada e da aprovação da operação pela totalidade dos acionistas da incorporadora – acionistas minoritários e controladores. (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo CVM RJ nº 2005/8293*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/index.html>>. Acesso em: 12 jun. 2016).

<sup>333</sup> EIZIRIK, Nelson. Incorporação de companhia por sua subsidiária integral. Extinção de acordo de acionistas. Inaplicabilidade do artigo 264 da lei das s.a. Prevalência do interesse social e abuso de direito. In: EIZIRIK, Nelson. *Temas de direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 326.

<sup>334</sup> LAMY FILHO, Alfredo. Mudança do objeto social e incorporação de subsidiária. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 2. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2: Pareceres. p. 328.

deliberação social tomada na assembleia geral da incorporadora por votos representantes da maioria qualificada.<sup>335</sup> Por certo, todavia, o acionista interessado tem assegurado o direito de ter acesso à proteção adicional que lhe fornece o *caput* do artigo 264.

Ante o reconhecimento de que a assembleia geral é órgão da sociedade anônima que detém soberania para retificar e ratificar as deliberações sociais nela tomadas, é possível que diante da insatisfação dos acionistas minoritários com a falta de prestação da informação as sociedades incorporada e incorporadora convoquem novas assembleias gerais para apresentar a relação de substituição teórica exigida pelo artigo 264 e possibilitar a análise da relação de substituição de ações proposta pelas sociedades, e tornar possível o juízo de conveniência do acionista de permanecer ou não na sociedade.<sup>336</sup> A dinâmica das atividades empresariais pode, outrossim, inviabilizar a convocação de novas assembleias gerais para garantir o direito de acesso à informação do acionista minoritário insatisfeito.

Possível, também, que a Junta Comercial, ao examinar o requerimento de registro dos atos de incorporação e constatar o não cumprimento da formalidade legal exigida pelo artigo 264, baixe a solicitação de registro dos atos em exigência para que a relação de substituição teórica seja apresentada pelas sociedades.<sup>337</sup> Nesses casos, parece-nos que a dispensa da apresentação da relação de substituição teórica pelos acionistas protegidos pelo dispositivo, conforme já referido, seria suficiente para afastar a exigência formulada pelo órgão, pelo que, a não apresentação da relação de substituição teórica não seria vício insanável capaz de justificar o indeferimento do pedido de registro da Junta Comercial. Possível, no entanto, que a não apresentação da dispensa dos acionistas interessados enseje, ao fim, o indeferimento do pedido de registro do ato de incorporação pela falta de cumprimento da disciplina legal.

Face à compreensão de que a não apresentação da relação de substituição teórica ou sua apresentação em desconformidade com as exigências legais pode prejudicar o juízo do acionista minoritário interessado sobre a relação de substituição de ações proposta pelas

---

<sup>335</sup> LAMY FILHO, Alfredo. Mudança do objeto social e incorporação de subsidiária. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 2. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2: Pareceres. p. 329-330.

<sup>336</sup> LAMY FILHO, Alfredo. Subscrição de ações e direito de retirada na incorporação. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 2. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2: Pareceres. p. 591. Ainda, LAMY FILHO, Alfredo. Mudança do objeto social e incorporação de subsidiária. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 2. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2: Pareceres. p. 330.

<sup>337</sup> É o que determina o artigo 40 da Lei nº 8.934/1994.

sociedades, esclarece a doutrina que ambas as situações autorizam o exercício da pretensão anulatória do ato de incorporação, nos termos do artigo 286 da Lei das S.A.<sup>338</sup> No caso, é assegurado, também, o direito de o acionista minoritário interessado buscar reparação pelos eventuais prejuízos sofridos daqueles que concorreram para a não apresentação ou a desconformidade da informação prestada, sejam eles peritos, administradores ou controladores, nos termos do artigo 287, inciso I, alínea “a”, e inciso II, alínea “b”, do mesmo diploma legal.<sup>339</sup> A pesquisa não identificou posicionamento assegurando ao acionista minoritário da incorporadora a possibilidade de requerer a anulabilidade da incorporação em razão da não apresentação da relação de substituição teórica exigida pelo artigo 264.

As responsabilidades do controlador, do administrador, do perito e do conselheiro fiscal, diante da não apresentação da relação de substituição teórica ou sua apresentação em desconformidade com o que determina o artigo 264, devem ser perquiridas caso a caso a partir dos parâmetros disponibilizados pela norma legal. Nessa perspectiva, de acordo com as disposições da Lei das S.A., a atuação dos administradores na negociação dos termos da operação, na assinatura dos termos do protocolo e da justificação e durante o conclave, quando presentes, deve ser pautada pelo cumprimento do dever de lealdade que detêm para com os interesses da sociedade que administram, não podendo faltar a esses deveres para atender os interesses daqueles que os elegeram.<sup>340</sup> Aos conselheiros fiscais, a Lei das S.A. reconhece a competência de opinar sobre a proposta de incorporação da sociedade, impondo-lhes o dever de lealdade para com os interesses da sociedade, considerando abusivo o exercício da função com o fim de causar dano aos acionistas.<sup>341</sup>

O acionista controlador, por seu turno, deve exercer o poder que detém sobre a estrutura da sociedade, buscando atender o interesse social e considerando os direitos e os interesses dos demais acionistas que integram o corpo social da sociedade. Pelo que deve

---

<sup>338</sup> LAMY FILHO, Alfredo. A relação de substituição de ações na incorporação de subsidiária. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 2. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2: Pareceres. p. 578. No mesmo sentido, LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Incorporação de companhia controlada. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 33, n. 94, p. 87-96, abr./jun. 1994. p. 94-95.

<sup>339</sup> LAMY FILHO, Alfredo. A relação de substituição de ações na incorporação de subsidiária. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 2. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2: Pareceres. p. 578. No mesmo sentido, LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Incorporação de companhia controlada. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 33, n. 94, p. 87-96, abr./jun. 1994. p. 94-95.

<sup>340</sup> LAMY FILHO, Alfredo. A relação de substituição de ações na incorporação de subsidiária. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 2. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2: Pareceres. p. 582.

<sup>341</sup> É o que determinam os artigos 163 e 165, ambos da Lei das S.A.

responder pelos abusos que cometer durante a negociação dos termos da operação, a eventual assinatura dos instrumentos de protocolo e de justificação e durante o conclave, sendo uma das hipóteses de abuso de poder elencada na Lei das S.A., justamente, a promoção da incorporação da sociedade com a finalidade de obter, para si ou para outrem, vantagem indevida, em prejuízo dos acionistas minoritários.<sup>342</sup>

Diante do analisado, verificou-se que o mecanismo do *caput* do artigo 264 é disponibilizado pela Lei das S.A. com o intuito de fornecer ao acionista minoritário da incorporada parâmetro comparativo capaz de auxiliá-lo a avaliar os critérios utilizados pelas sociedades para definição da relação de substituição de ações adotada na operação e a formar seu juízo de conveniência sobre permanecer ou retirar-se da sociedade. Verificou-se que o fato de a relação de substituição teórica ser calculada com base em critérios definidos na norma legal, sem atentar para a realidade de cada uma das sociedades envolvidas na operação e sem se preocupar com a identificação do valor real das sociedades, pode prejudicar as informações disponibilizadas, não auxiliar o acionista na análise da relação de substituição de ações proposta pelas sociedades e, ao final, somente informar o acionista o que seria sua participação no caso de liquidação das sociedades.

O fato de a relação de substituição teórica não servir de parâmetro de regularidade da relação de substituição de ações proposta pelas sociedades, somado ao fato de os acionistas não poderem exigir a sua adoção quando for mais atrativa, também é motivo de crítica do mecanismo. A sistemática do mecanismo deve levar o acionista minoritário insatisfeito com a proposta de relação de substituição de ações, ao final, a discutir extrajudicialmente e judicialmente sobre os critérios adotados para definição da relação de substituição de ações ou retirar-se da sociedade. Apesar de assegurar a prestação de informação adicional, o mecanismo, ao que parece, não impede que o acionista controlador prejudique o interesse da sociedade e os direitos dos acionistas minoritários por ocasião da determinação da relação de substituição de ações.

---

<sup>342</sup> LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Incorporação de companhia controlada. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 33, n. 94, p. 87-96, abr./jun. 1994. p. 95-96.

#### Capítulo IV – Direito de Recesso na Perspectiva do Artigo 264

Identificados o caráter informacional das disposições do *caput* do artigo 264 e o propósito do legislador de auxiliar o acionista minoritário a analisar a relação de substituição de ações proposta pelas sociedades, cabe nesta etapa do estudo perquirir a finalidade da disciplina constante no §3º do referido dispositivo tendo por pano de fundo o contexto da operação de incorporação de sociedade controlada. Para tanto, tendo visto que o mecanismo disponibilizado pela norma legal está diretamente vinculado ao direito de recesso dos acionistas da incorporada e à forma de cálculo do valor do reembolso que lhes é devido, o estudo parte da identificação dos contornos do instituto do direito de recesso. Importante que se diga que esta etapa do trabalho não se dedica à análise da disciplina geral do direito de recesso no âmbito da sociedade anônima, mas, sim, ao tratamento da matéria com profundidade suficiente para compreensão do mecanismo disponibilizado no §3º do artigo 264 como forma de proteção adicional do acionista minoritário na incorporação de sociedade controlada.

Nesse contexto, interessa a compreensão de que o direito de recesso ou direito de retirada é direito essencial do acionista da sociedade incorporada e foi inserido na Lei das S.A. como instrumento dedicado à conciliação dos interesses da sociedade e dos acionistas que a compõe.<sup>343</sup> Enquanto reconhece à maioria o poder de definir a vontade social sobre a modificação das bases essenciais da organização da sociedade, a norma legal assegura ao acionista que se sentir prejudicado o direito de retirar-se da sociedade, obrigando-a a pagar-lhe o valor das ações que detém.<sup>344</sup> É forma de garantir a preservação do princípio majoritário e, ao mesmo tempo, prestar auxílio àquele acionista que não quer ficar vinculado à sociedade que se tornou, por decisão majoritária, distinta daquela que inicialmente lhe parecia adequada.<sup>345</sup> Sob o viés da concepção contratualista da sociedade anônima, o instituto é entendido como forma de rescisão parcial do contrato de sociedade, pelo que pode o acionista

---

<sup>343</sup> LAMY FILHO, Alfredo. Mudança do objeto social e incorporação de subsidiária. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 2. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2: Pareceres. p. 339.

<sup>344</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2003. v. 2. arts. 75 a 137. p. 890.

<sup>345</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2003. v. 2. arts. 75 a 137. p. 890.

minoritário denunciá-lo quando forem modificadas determinadas cláusulas essenciais que em momento anterior o levaram a subscrever ou adquirir as ações da sociedade.<sup>346</sup>

De outro lado, ao mesmo tempo em que confere ao acionista a possibilidade de não permanecer em organização distinta daquela que inicialmente buscou fazer parte, o direito de recesso assegura aos demais grupos de interesses que rodeiam a sociedade anônima a continuidade e a viabilidade das atividades empresariais. A preservação da empresa nessas hipóteses concilia o atendimento dos interesses gerais, econômicos e sociais, dos acionistas, dos trabalhadores e dos credores vinculados ao desempenho das atividades empresariais com os interesses e direitos exclusivos do acionista insatisfeito com as alterações realizadas no pacto fundante da sociedade.<sup>347</sup> Quer dizer, autoriza a saída do acionista insatisfeito mediante recebimento de reembolso e garante a manutenção da empresa.

Como já se observou, a aprovação da incorporação no âmbito das assembleias gerais de cada uma das sociedades envolvidas no negócio gera a transferência do patrimônio da sociedade incorporada para a sociedade incorporadora, a transferência do grupo social da incorporada para a sociedade incorporadora e, ao cabo, a extinção da incorporada. A compenetração dos patrimônios, por si só, pode alterar a capacidade lucrativa e o acervo líquido de cada uma das sociedades envolvidas na operação. A unificação dos sócios pode implicar a alteração dos direitos de participação até então lhes garantidos antes da operação com base na titularidade de percentual do capital social das sociedades. Em razão da espécie e da classe, das vantagens e das preferências, das ações emitidas pela incorporadora, os direitos de participação conferidos aos acionistas da incorporada podem ser distintos daqueles lhes assegurados pelas extintas ações da incorporada. A depender das ações emitidas pela incorporadora em benefício dos acionistas da incorporada, os atributos das ações dos acionistas da incorporadora podem também sofrer alteração.

A incorporação representa, ao final, verdadeira reorganização das estruturas das sociedades envolvidas no negócio. O legislador, diante desse cenário, optou por conferir o direito de recesso ao acionista da incorporada insatisfeito com as transformações realizadas e não estendeu o mesmo tratamento ao acionista da incorporadora. Na incorporação de

---

<sup>346</sup> WALD, Arnaldo. Direito de recesso. Modificações estatutárias não impugnadas tempestivamente que decorrem do término do prazo de concessão. Descabimento daquele. In: WALD, Arnold (Org.). *Doutrinas essenciais de direito empresarial*. dez. 2010. p. 1083-1098. v. 3. Acesso via: Revista dos Tribunais Online.

<sup>347</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Criação de nova classe de ações preferenciais menos favorecida. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 2. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2: Pareceres. p. 340.

sociedade controlada, em especial, o acionista controlador tem pleno conhecimento da realidade da incorporada e da incorporadora e tem capacidade de influenciar a negociação e a definição da vontade social das duas sociedades sobre os termos do negócio. Esse fato traz à tona a suposição de que esse acionista pode fazer uso do poder que detém para prejudicar os interesses e direitos dos acionistas minoritários. O §3º do artigo 264 vincula o exercício do direito de recesso à determinação da relação de substituição de ações a fim de oferecer fórmula capaz de influenciar a proposta das sociedades sobre a matéria.<sup>348</sup>

Nessa lógica, deve-se compreender, também, que ao desatar a saída dos acionistas dissidentes o direito de recesso se mostra como instrumento de freio à atuação incondicionada da maioria.<sup>349</sup> Isto é, aprovada a incorporação e havendo a manifestação de acionistas no sentido de exercerem o direito de recesso, a sociedade incorporada torna-se obrigada a realizar o reembolso desses acionistas. E, como se sabe, esse ônus do reembolso representa uma descapitalização da sociedade que se busca evitar e que pode, inclusive, inviabilizar a proposta de operação.<sup>350</sup> Essa característica faz com que o instituto possa e deva ser visto, também, como limite ao exercício lícito e legítimo do poder da maioria.<sup>351</sup>

Importante que se frise, o recesso não configura forma alternativa de saída do acionista que se defronta com práticas ilícitas e abusivas da maioria acionária. O instituto não é meio de coibir o desrespeito da maioria à ordem jurídica, nem ao interesse social, bem pelo contrário, a licitude e a legitimidade do ato que lhe deu causa são pressupostos para sua concessão.<sup>352</sup> Ou seja, a validade da deliberação social que aprovou a incorporação é pressuposto para o reconhecimento do direito de recesso do acionista. Não se pode associar a conversão das ações do acionista dissidente em moeda à reparação de danos sofridos pelo

---

<sup>348</sup> Segundo Carvalhosa, “a lei optou por oferecer uma proteção adicional aos acionistas minoritários da sociedade incorporada, procurando uma fórmula que garantisse ser a relação de troca das ações das duas sociedades a mais justa possível”. (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001*. 2. ed. atual. São Paulo: Saraiva, 2003. v. 4. t. 2. arts. 243 a 300. p. 274).

<sup>349</sup> GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Direito de retirada: um limite ao princípio majoritário na sociedade anônima. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 48, n. 151/152, p. 13-21, jan./dez. 2009. p. 15.

<sup>350</sup> PARAISO, Anna Luiza Prisco. *O direito de retirada na sociedade anônima*. 2. ed. rev. atual. e ampl. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2000.

<sup>351</sup> GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Direito de retirada: um limite ao princípio majoritário na sociedade anônima. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 48, n. 151/152, p. 13-21, jan./dez. 2009. p. 15.

<sup>352</sup> GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Direito de retirada: um limite ao princípio majoritário na sociedade anônima. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 48, n. 151/152, p. 13-21, jan./dez. 2009. p. 15.



acionista em decorrência de práticas ilícitas da maioria. Se assim o fosse, deveria ser ordenada a avaliação do montante do prejuízo indenizável, e não é o que sinaliza a sistemática da norma.<sup>353</sup> Para controle dos abusos da maioria, a Lei das S.A. disponibiliza outros mecanismos que não podem ser confundidos com o direito de recesso e que, em virtude do objeto de pesquisa proposto, não são aprofundados no corrente estudo.

O direito de recesso é medida que assegura os interesses e os direitos dos acionistas mediante o oferecimento de limite ao poder legítimo que detém a maioria de promover a alteração da estrutura organizacional das sociedades e, ainda, mediante a disponibilização de alternativa de saída aos acionistas insatisfeitos com as alterações porventura realizadas, com direito ao recebimento de valor de reembolso.

O reconhecimento do direito de recesso do acionista da incorporada independe da verificação de possíveis consequências econômicas à ceara do acionista dissidente, isto porque, a incorporação integra a categoria de deliberações sociais que assegura ao acionista o direito de recesso em razão das profundas alterações efetivadas na organização da companhia.<sup>354</sup> Nem a assembleia geral, nem o estatuto social da sociedade incorporada pode privar o acionista minoritário de exercer seu direito essencial e inderrogável de recesso por ocasião da aprovação da incorporação e de receber o valor do reembolso das suas ações quando esse direito lhe for reconhecido.<sup>355</sup>

Importante o entendimento das características essenciais do direito de recesso para a compreensão das peculiaridades que envolvem a hipótese prevista no §3º do artigo 264. De acordo com o resultado da pesquisa realizada para o estudo, a doutrina diverge acerca da fonte normativa que assegura o exercício do direito de recesso do acionista da sociedade incorporada controlada, se o direito seria resguardado pelo artigo 137 ou pelo §3º do artigo 264.

Veja-se que o *caput* do artigo 137, ao fazer remissão ao artigo 136, reconhece o direito de recesso dos acionistas da sociedade incorporada na operação de incorporação, mediante o recebimento do valor de reembolso das suas ações nos termos do artigo 45. De

---

<sup>353</sup> COMPARATO, Fábio Konder. O novo direito de retirada do acionista nos casos de fusão e incorporação. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 38, n. 116. p. 11-16, out./dez. 1999. p. 11-12.

<sup>354</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Criação de nova classe de ações preferenciais menos favorecida. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 2. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2: Pareceres. p. 341.

<sup>355</sup> PARENTE, Norma Jonssen. O direito de recesso na incorporação, fusão ou cisão de sociedades. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 34, n. 97, p. 67-75, jan./mar. 1995. p. 69.

outro lado, determina o §3º do artigo 264 que, caso a relação de substituição de ações proposta pelas sociedades for menos vantajosa do que a relação de substituição teórica,<sup>356</sup> o acionista dissidente da incorporada, observadas as disposições dos artigos 137, inciso II, e 230, pode optar entre o valor do reembolso fixado com base no artigo 45, e o valor apurado em conformidade com o disposto no *caput* do artigo 264.

Parte da doutrina identifica que o direito de recesso do acionista na incorporação de sociedade controlada é assegurado no artigo 137;<sup>357</sup> parte da doutrina identifica que esse direito é assegurado no artigo 137 e no §3º do artigo 264;<sup>358</sup> e outra parte da doutrina identifica que a origem desse direito está exclusivamente atrelada ao §3º do artigo 264.<sup>359</sup>

Para aqueles que entendem que o direito de recesso do acionista na operação de incorporação de sociedade controlada tem origem nas disposições do artigo 137, é a aprovação da operação de incorporação que enseja o direito de recesso do acionista. De acordo com esse entendimento, o §3º do artigo 264 representa, diante da proposta de relação de substituição de ações menos favorável do que aquela teórica, uma possibilidade de cálculo do valor de reembolso alternativo desse acionista. Diante de proposta mais favorável das sociedades, o acionista da incorporada pode optar por vender suas ações no mercado ou, caso exerça o direito de recesso, receber o valor de reembolso nos termos do artigo 45 da Lei das S.A.<sup>360</sup>

---

<sup>356</sup> Conforme evidenciado no item anterior do estudo, a relação de substituição de ações proposta pelas sociedades pode ser maior, menor ou igual do que a relação de substituição teórica.

<sup>357</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Dispositivos da lei das S.A. revogados pela lei nº 7.958/89. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 2. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2: Pareceres. p. 356. Ainda, EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 2. arts. 121 a 188. p. 207. Parece adotar a mesma posição: LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas: comentários à lei* (arts. 189 a 300). Rio de Janeiro: Renovar, 2012. v. 3. p. 985.

<sup>358</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2003. v. 2. arts. 75 a 137. p. 898.

<sup>359</sup> PARAISO, Anna Luiza Prisco. *O direito de retirada na sociedade anônima*. 2. ed. rev. atual. e ampl. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2000. p. 128-129.

<sup>360</sup> EIZIRIK, Nelson. Incorporação de sociedade controlada. Direito de recesso. Critério legal para apuração do valor de reembolso. In: EIZIRIK, Nelson. *Direito societário: estudos e pareceres*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 254-255. Ainda, LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas: comentários à lei* (arts. 189 a 300). Rio de Janeiro: Renovar, 2012. v. 3. p. 985. Parecem adotar a mesma posição, LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Incorporação de ações de companhia aberta controlada. In: LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Pareceres*. São Paulo: Singular, 2004. v. 2. p. 1415. Ainda, ARAGÃO, Paulo Cezar. O parecer de orientação 35/2008 da CVM e a incorporação de companhia fechada por sua controladora companhia aberta. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (Coord.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 524. Ainda, CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Incorporação de sociedades e incorporação de ações. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de

A segunda corrente encontrada entende que o acionista, na incorporação de sociedade controlada, tem a sua disposição duas opções de exercício de direito de recesso: uma calcada no artigo 137, que lhe é reconhecida por ocasião da aprovação da incorporação e, outra sustentada no §3º do artigo 264, verificada diante da proposta de relação de substituição de ações menos favorável do que aquela teórica. Nessa perspectiva, diante da proposta de relação de substituição de ações menos favorável do que aquela teórica, o §3º do artigo 264 reconhece ao acionista o direito de exercer o recesso com a possibilidade de fixação do reembolso alternativo.<sup>361</sup> Diante de proposta mais favorável das sociedades, o acionista da incorporada, sustentado nas disposições do artigo 137, pode exercer o direito de recesso e receber o valor de reembolso nos termos do artigo 45.<sup>362</sup>

Para aqueles que entendem que o direito de recesso do acionista da incorporada controlada está atrelado exclusivamente à sistemática do §3º do artigo 264, a existência ou não desse direito é determinada pelo resultado da comparação entre a relação de substituição de ações proposta pelas sociedades e a relação de substituição teórica. Diante de uma proposta menos favorável das sociedades, o acionista tem reconhecido o direito de recesso e a possibilidade de escolha do valor de reembolso alternativo. Diante de proposta mais favorável das sociedades, o acionista da incorporada não tem direito de recesso e deve, quando insatisfeito, vender suas ações no mercado.<sup>363</sup>

---

(Coord.). *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 145.

<sup>361</sup> Segundo disserta Carvalhosa ao tratar do mecanismo disponibilizado pelo artigo 264, “Se o laudo demonstrar que as relações de substituição de ações são desvantajosas para os minoritários da controlada, cabe-lhes o exercício do direito de recesso, nos termos estabelecidos no §3º da norma ora estudada [...]”. (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001*. 2. ed. atual. São Paulo: Saraiva, 2003. v. 4. t. 2. arts. 243 a 300. p. 284-285).

<sup>362</sup> Segundo doutrina Carvalhosa: “As causas de direito e de fato que fundamentam o direito de recesso são amplas no direito brasileiro. Além dos casos enumerados no artigo ora comentado [137], é prevista a retirada nas hipóteses consubstanciadas nos arts. 221, 236, 256 e 264. No caso de incorporação de controlada (art. 264), há normas especiais de reembolso”. (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2003. v. 2. arts. 75 a 137. p. 898).

<sup>363</sup> PARAISO, Anna Luiza Prisco. *O direito de retirada na sociedade anônima*. 2. ed. rev. atual. e ampl. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2000. p. 128-129. Parecem adotar a mesma posição: RIBEIRO, Renato Ventura. Incorporação de companhia controlada. In: WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge (Coord.). *Fusão, cisão, incorporação e temas correlatos*. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 125. Ainda, TOMAZELLA, Carla Mosna; MARIZ, Lívia. A proteção de acionistas nas operações de fusão, incorporação e cisão no Brasil e no direito comparado. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (Coord.). *Direito societário contemporâneo I*. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 233. Ainda, RODRIGUES, Ana Carolina. A incorporação de companhia controlada pela companhia controladora em face do art. 264 da Lei n. 6404/76 e o parecer de orientação CVM n. 35. In: PRADO, Viviane Muller; CARMO, Lie Uema do (Org.). *Estudos empíricos sobre temas de direito societário*. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 130-131.

As discussões envolvendo a classificação da disciplina do §3º do artigo 264 como hipótese de direito de recesso existem desde a década de 90 em razão das alterações realizadas pela Lei nº 7.958/1989 no texto da Lei nº 6.404/1976. Na época, a supressão das disposições do artigo 137 que garantiam o direito de recesso ao acionista da incorporada gerou vultoso debate na doutrina sobre a autonomia das demais disciplinas direcionadas a matéria e constantes na Lei nº 6.404/1976. Já na ocasião, parte da doutrina sustentava que a disciplina do §3º do artigo 264 representava hipótese autônoma de direito de recesso na incorporação de sociedade controlada.<sup>364</sup>

Em 2011, o Colegiado da CVM enfrentou a questão ao se deparar com questionamento de acionista de companhia incorporadora que postulava o reconhecimento do seu direito de recesso com base nas disposições do artigo 264. Na ocasião, o Colegiado, por unanimidade, acompanhando o voto apresentado pelo Relator Otavio Yazbek, reconheceu a inexistência do direito de recesso do acionista da incorporadora e sustentou que o direito de recesso dos acionistas nas operações primariamente regidas pelo artigo 264 (incorporação de sociedade controlada) está submetido a disciplina do artigo 137, afirmando que as disposições do §3º do dispositivo existem exclusivamente para estabelecer uma alternativa de valor de reembolso e não devem ser interpretadas como a origem do direito de recesso dos acionistas na operação. O entendimento, segundo a autarquia, é explicado, também, a partir do texto do §3º do dispositivo que, ao contrário dos demais artigos da Lei das S.A. que tratam sobre o direito de recesso,<sup>365</sup> faz referência apenas ao reembolso e não ao recesso, assim como o faz referência somente ao acionista dissidente da incorporada e não ao acionista dissidente da incorporadora.<sup>366</sup>

A análise realizada sobre a operação permite apontar que a incorporação de sociedade independente e a incorporação de sociedade controlada estão sujeitas aos mesmos efeitos. O patrimônio e o grupo social da incorporada são transferidos à incorporadora onde

---

<sup>364</sup> Para análise do debate, remetemos o leitor ao Capítulo II, subcapítulo C, desta dissertação.

<sup>365</sup> Para fins de exemplo, aqueles previstos no art. 221, no §4º do art. 223, no parágrafo único do art. 236, nos §§1º e 2º do art. 252 e no §2º do art. 256, todos da Lei das S.A.

<sup>366</sup> Trata-se de apreciação de recurso interposto por Argucia Income Fundo de Investimento em Ações, na qualidade de acionista da Brasil Telecom S.A., contra decisão da Superintendência de Relações com Empresas acerca da possibilidade de exercício de direito de recesso por parte dos acionistas titulares de ações ordinárias da BRT em operação de reorganização societária, quer em decorrência dos §§3º e 4º do art. 264 da Lei 6.404/76, quer em razão do §1º do art. 252 da mesma lei. Apesar de tratar de operação distinta da que é objeto do estudo, o debate sobre o fundamento do direito de recesso na operação de incorporação e a finalidade das disposições do §3º do artigo 264 acrescentam a análise da pesquisa. (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo CVM RJ nº 2011/11770*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/index.html>>. Acesso em: 11 jun. 2016).

são reorganizados com o patrimônio e o grupo social que já a integravam. Nas duas operações a incorporada é extinta. Na incorporação de sociedade controlada, há um agravante. A definição da vontade social das duas sociedades envolvidas na operação está atrelada à influência e orientação de um só núcleo de interesses. O intuito do legislador, ao inserir na Lei das S.A. as disposições especiais do artigo 264, foi justamente buscar proteger o acionista minoritário quanto à especificidade da situação. Por tudo, parece-nos prudente a compreensão de que o mecanismo do §3º do artigo 264 representa proteção adicional do acionista na incorporação de sociedade controlada. Não é outro o entendimento de Lamy Filho (como se sabe, um dos autores do anteprojeto da Lei nº 6.404/1976) que, ao dissertar ainda sob a égide do texto originário da Lei das S.A., evidencia:

O artigo 264 da Lei das S.A., que dispõe sobre a incorporação de companhia controlada [...] No parágrafo 3º introduz *critérios suplementares do valor de reembolso* [...] em caso de dissidência. O artigo visa a prevenir eventuais abusos praticados pelo controlador, na hipótese, em que, afinal ‘negocia consigo próprio’.

[...]

Essa informação – imposta para evidenciar a equidade no cálculo da incorporação a ser votada pelo controlador dos dois lados da operação – seria, também, (no caso de companhia fechada) *uma alternativa para o valor de reembolso dos acionistas dissidentes*.<sup>367</sup>

Dito isso, para o seguimento da análise das disposições do §3º do artigo 264, deve-se compreender que a alternativa de cálculo do valor de reembolso do acionista minoritário da incorporada controlada só existe quando a relação de substituição de ações proposta pelas sociedades for menos favorável do que a relação de substituição teórica, calculada na forma do *caput* do artigo 264.<sup>368</sup> Segundo identificado na pesquisa, o reconhecimento do direito de recesso do acionista da incorporada, nos casos em que a relação de substituição de ações proposta pela sociedade é mais favorável do que aquela teórica, não está vinculado à disciplina do artigo 264, mas, sim, à interpretação das disposições do artigo 137 que, conforme acima indicado, parecem tutelar, também, os acionistas minoritários da incorporada controlada.

Para que possa fazer uso do direito de reembolso previsto no §3º do artigo 264, o acionista minoritário deve ter reconhecida capacidade de exercer o direito de recesso na

---

<sup>367</sup> LAMY FILHO, Alfredo. Mudança do objeto social e incorporação de subsidiária. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 2. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2: Pareceres. p. 327-328.

<sup>368</sup> KALANSKI, Daniel. *Incorporação de ações: estudos de casos e precedentes*. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 88.

incorporada. Significa dizer que o acionista minoritário, seja ele titular de ação ordinária ou titular de ação preferencial sem direito a voto ou com voto restrito,<sup>369</sup> deve ser comprovadamente titular das ações da incorporada na data da primeira publicação do edital de convocação da assembleia geral que deliberará sobre a proposta de incorporação, ou na data de comunicação do fato relevante, se anterior.<sup>370</sup> Ainda, não deve ter aprovado a deliberação social acerca da proposta de incorporação.<sup>371</sup> E deve ter manifestado sua dissidência e intuito de exercer o direito de recesso em até 30 (trinta) dias da publicação da ata de assembleia geral que aprovou a operação, sob pena de decadência do direito.<sup>372-373</sup>

A doutrina diverge acerca da possibilidade de o acionista da incorporada exercer parcialmente o direito de recesso que detém. Enquanto há quem sustente que o direito de recesso deve ser exercido sobre todas as suas ações, inclusive aquelas não integralizadas (o reembolso, no caso, dá-se proporcionalmente àquelas integralizadas), sob pena de autorizar o uso especulativo da medida,<sup>374</sup> há também quem sustente que o recesso parcial não contraria as disposições da Lei das S.A. e que, inclusive, beneficia a sociedade na medida em que reduz a sua descapitalização, podendo, por conseguinte, ser exercido sem limitações.<sup>375</sup> Por certo, o reconhecimento do direito de recesso parcial autoriza o uso estratégico da medida. Nesse caso, é possível pensar que o acionista opte por exercer o recesso sobre apenas parte das ações que entender suficiente para compensar eventual prejuízo por ele vislumbrado com a aprovação da incorporação e manter-se com a titularidade das demais ações a fim de auferir eventual resultado positivo com a operação.

A possibilidade de escolha do acionista minoritário da incorporada controlada entre os dois valores de reembolso é exceção à regra geral prevista na Lei das S.A., que para todas as outras hipóteses de direito de recesso disponibiliza apenas a disciplina do artigo 45.<sup>376</sup> A regra geral, segundo determina o artigo 45, é que no caso de exercício do direito de recesso o

---

<sup>369</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 2. arts. 121 a 188. p. 236.

<sup>370</sup> É o que determina o artigo 137, §1º, da Lei das S.A.

<sup>371</sup> É o que determina o artigo 137, *caput* e §1º, da Lei das S.A.

<sup>372</sup> É o que determina o artigo 230 e o §4º do artigo 137, ambos da Lei das S.A.

<sup>373</sup> EIZIRIK, Nelson. Incorporação de sociedade controlada. Direito de recesso. Critério legal para apuração do valor de reembolso. In: EIZIRIK, Nelson. *Direito societário: estudos e pareceres*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 254-249.

<sup>374</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2003. v. 2. arts. 75 a 137. p. 896.

<sup>375</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 2. arts. 121 a 188. p. 236.

<sup>376</sup> CARVALHOSA; Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova lei das sociedades anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 378.

valor do reembolso devido ao acionista deve ser calculado sobre o patrimônio líquido contábil da sociedade. O cálculo do valor de reembolso previsto no artigo 45, porém, pode ser outro, a depender da disciplina conferida ao tema no estatuto social da sociedade. É possível que o estatuto social da incorporada, ao disciplinar a matéria, estabeleça que o cálculo do reembolso seja realizado com base no valor econômico da sociedade.<sup>377</sup>

Ao cabo, portanto, de acordo com a sistemática do §3º do artigo 264, o acionista minoritário da incorporada controlada pode ter a sua disposição a opção de escolher se o valor de reembolso lhe será pago pela sociedade mediante cálculo efetivado com base nos termos do artigo 45 (patrimônio líquido contábil, ou valor econômico) ou com base no valor apurado em conformidade com o disposto no *caput* do artigo 264 (valor do patrimônio líquido a preços de mercado ou com base no critério alternativo aceito pela CVM – fluxo de caixa descontado). Para esclarecimento, a regra geral é a de que o valor de reembolso alternativo conferido pelo §3º do artigo 264 é calculado sobre o valor do patrimônio líquido da sociedade avaliado a preços de mercado, podendo, no entanto, no caso de tratar-se de companhia aberta, ser calculado sobre o resultado da avaliação do patrimônio da sociedade com base no critério alternativo autorizado pela CVM para fins de cálculo da relação de substituição teórica.

O critério alternativo admitido pela CVM terá como função [...] determinar o valor de reembolso devido aos acionistas dissidentes na hipótese de as relações de substituição apuradas com base em tal critério alternativo serem mais vantajosas para os acionistas minoritários do que aquelas estabelecidas no Protocolo de incorporação.

Ou seja, os acionistas minoritários somente poderão exigir que o reembolso seja pago com base em tal critério alternativo na hipótese de as relações de substituição apuradas com base no parâmetro indicado no Protocolo da incorporação serem menos vantajosas do que as que resultariam da avaliação realizada de acordo com o critério alternativo.<sup>378</sup>

Conforme esclarece Carvalhosa, os acionistas dissidentes da incorporada companhia aberta, ao optarem pelo exercício do direito de recesso, somente podem exigir que o valor de reembolso alternativo seja fixado com base em critério distinto do valor do patrimônio líquido da sociedade avaliado à preços de mercado quando a relação de substituição teórica houver sido calculada com base em outro critério (fluxo de caixa descontado), nos termos previamente autorizados pela CVM.

---

<sup>377</sup> É o que determina o artigo 45, §1º, da Lei das S.A.

<sup>378</sup> CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova lei das sociedades anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 379.

Neste cenário, é possível que o valor de reembolso calculado a valor econômico, nos termos do artigo 45, represente valor maior ou menor do que aquele resultante da avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado, regra geral dos termos do *caput* do artigo 264. Segundo ensina Ventura Ribeiro, por exemplo, nas hipóteses em que os bens incorpóreos representam parte considerável do patrimônio das sociedades, a avaliação do patrimônio líquido a valor de mercado pode não representar a opção mais vantajosa para o acionista minoritário.<sup>379</sup> Há quem diga, contudo, que entre a possibilidade de utilizar o critério legal do valor do patrimônio líquido contábil e definir no estatuto social critério distinto, capaz de representar maior ou menor valor, as sociedades tenderiam a estipular valores mais baixos do que a regra geral do valor do patrimônio líquido.<sup>380</sup> Nessa e em outras hipóteses, quando confrontado com a avaliação realizada nos termos do artigo 45, o valor do reembolso alternativo calculado em conformidade com o disposto no *caput* do artigo 264 pode ser maior.

O tratamento especial do artigo, todavia, não é assegurado ao acionista da incorporada companhia aberta que não tem reconhecido o direito de recesso.<sup>381</sup> Trata-se de acionista titular de ação de espécie ou classe que tenha liquidez e dispersão no mercado, tal qual definido no artigo 137 da lei societária. O direito de recesso não é estendido a esse acionista em razão do entendimento de que ele dispõe de maior facilidade para transacionar no mercado suas ações quando insatisfeito com as alterações realizadas na sociedade incorporada.<sup>382</sup> Independente da divergência doutrinária quanto à cumulatividade ou não dos requisitos, significa dizer que, em uma incorporação de sociedade controlada, parte dos acionistas pode ter reconhecido direito de recesso com opção de escolha do cálculo do valor de reembolso, e outra parte, com ações que atendem as exigências de liquidez e/ou dispersão, sem sequer ter assegurado o direito de recesso.

Verificada a sistemática do §3º do artigo 264 e delimitados os requisitos que conferem ao acionista a capacidade de utilizá-la, cabe destacar que a disponibilização de valor

---

<sup>379</sup> RIBEIRO, Renato Ventura. Incorporação de companhia controlada. In: WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge (Coord.). *Fusão, cisão, incorporação e temas correlatos*. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 125.

<sup>380</sup> Para Müssnich, a adoção do critério do valor econômico da companhia previsto no artigo 45 para pagamento do valor de reembolso, não raro inferior ao valor patrimonial das ações, seria uma tendência entre as companhias abertas. (MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. Reflexões sobre o direito de recesso na minirreforma da lei das sociedades por ações. In: LOBO, Jorge. (Org.). *A reforma da Lei das S.A.* São Paulo: Atlas, 1998).

<sup>381</sup> LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Incorporação de ações de companhia aberta controlada. In: LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Pareceres*. São Paulo: Singular, 2004. v. 2. p. 1416.

<sup>382</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 2. arts. 121 a 188. p. 246.



diferenciado de reembolso está fundamentada na busca do comprometimento das sociedades com a determinação da relação de substituição de ações.<sup>383</sup>

Caso a relação de substituição de ações proposta para efetivação do negócio for menor do que a relação de substituição teórica, calculada nos termos do *caput* do artigo 264, a sociedade incorporada fica obrigada a reembolsar o acionista minoritário que optou pelo exercício do direito no valor por ele escolhido, seja aquele apurado nos termos do artigo 45 ou aquele apurado em conformidade com os termos do *caput* do artigo 264. Caso contrário, a sociedade não está obrigada a pagar ao acionista minoritário insatisfeito o valor de reembolso calculado segundo a sistemática do §3º do dispositivo.

Tendo em vista que o valor devido a título de reembolso pode interferir na realização da operação de incorporação, o propósito da disciplina parece estar em induzir os administradores e os controladores das sociedades envolvidas na operação a estabelecerem relação de substituição de ações no mínimo igual a relação de substituição teórica.<sup>384</sup> Nesse cenário, assim como o valor devido à título de reembolso pode representar valor insuficiente para servir de contrapeso à definição da matéria, pode, também, representar valor significativo capaz de inviabilizar a proposta de operação.

Diante do fato, a norma legal assegura às sociedades envolvidas a possibilidade de, no prazo de até 40 (quarenta) dias após a aprovação da incorporação, convocarem novas assembleias gerais para retratação das deliberações tomadas.<sup>385</sup> Nesses casos, o cancelamento das deliberações que aprovaram a operação provoca o retorno das sociedades incorporada e incorporadora ao seu estado anterior.

Não se pode entender a sistemática do §3º do artigo 264 como fórmula capaz de legitimar o estabelecimento de relação de substituição de ações contrária ao interesse social e de indenizar o acionista minoritário por eventuais perdas decorrentes do ato. O instrumento

---

<sup>383</sup> RODRIGUES, Ana Carolina. A incorporação de companhia controlada pela companhia controladora em face do art. 264 da Lei n. 6404/76 e o parecer de orientação CVM n. 35. In: PRADO, Viviane Muller; CARMO, Lie Uema do (Org.). *Estudos empíricos sobre temas de direito societário*. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 131. Ainda, EIZIRIK, Nelson. Incorporação de companhia por sua subsidiária integral. Extinção de acordo de acionistas. Inaplicabilidade do artigo 264 da lei das s.a. Prevalência do interesse social e abuso de direito. In: EIZIRIK, Nelson. *Temas de direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 321. Ainda, ARAGÃO, Paulo Cezar; LIMA, Monique M. Mavignier de. Incorporação de controlada: a disciplina do art. 264 da lei 6.404/1976. In: PERIN JUNIOR, Ecio; KALANSKY, Daniel; PEYSER, Luis (Coord.). *Direito empresarial: aspectos atuais de direito empresarial brasileiro e comparado*. São Paulo: Método, 2005. p. 350-351.

<sup>384</sup> PARAISO, Anna Luiza Prisco. *O direito de retirada na sociedade anônima*. 2. ed. rev. atual. e ampl. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2000. p. 135.

<sup>385</sup> É o que determina o inciso IV e o §3º, do artigo 137, e prevê as disposições finais do artigo 230, ambos da Lei das S.A.

deve ser identificado como um dos mecanismos disponibilizados pela Lei das S.A. para assegurar o comprometimento do acionista controlador com o atendimento do interesse social na operação de incorporação de sociedade controlada, que, conforme analisado em momento anterior, tem condições de influenciar de forma efetiva a negociação dos termos da operação e a aprovação da matéria em sede de assembleia geral.

Ao mesmo tempo em que impõe, por meio do reembolso alternativo, um freio na definição da relação de substituição de ações, a disciplina especial não se preocupa em assegurar ao acionista minoritário o direito de participar da negociação dos termos da operação, nem mesmo da determinação da relação de substituição das suas próprias ações. Reconhece, sim, a legitimidade do princípio majoritário na definição dos direitos de participação dos acionistas da incorporada na nova estrutura da incorporadora.

Nesse cenário, o mecanismo não oferece qualquer limite à definição da relação de substituição de ações quando os acionistas minoritários da incorporada detiverem apenas ações enquadradas nos critérios de liquidez e dispersão estabelecidos pelo artigo 137, inciso II. Nesse caso, se dependessem somente do mecanismo do §3º do artigo 264 para ter assegurado o comprometimento das sociedades na determinação da relação de substituição de ações e nos demais termos da operação, estariam descobertos de qualquer proteção. Fato é que a norma legal disponibiliza uma série de outras medidas que podem ser utilizadas por esses acionistas para questionamento da aprovação da operação.

A sistemática do artigo em comento, portanto, busca o comprometimento das sociedades com uma relação de substituição de ações que atenda o parâmetro estabelecido pela norma legal, garantindo ao acionista minoritário da incorporada controlada a possibilidade de, ao exercer o direito de recesso, escolher o valor de reembolso que lhe é devido, seja aquele calculado sobre o resultado da avaliação do patrimônio em conformidade com os termos do *caput* do artigo 264, seja aquele calculado sobre o resultado da avaliação realizada nos termos do artigo 45.

Por esse ângulo de análise, ganha relevância o direito de recesso como alternativa de saída do acionista que não deseja permanecer na sociedade incorporada após a reorganização a que foi submetida a sociedade na incorporação. A personalidade jurídica da incorporada e o poder da maioria são preservados diante dos interesses particulares dos acionistas que não

encontram, na organização da sociedade modificada e descaracterizada, as justificativas para manutenção dos seus investimentos.<sup>386</sup>

Entendida a sistemática do §3º do artigo 264, deve-se compreender, neste momento, que a apresentação da relação de substituição teórica e a escolha do valor de reembolso nos termos do dispositivo não são pressupostos para validade da incorporação.<sup>387-388</sup> A operação pode ser perfectibilizada independente da apresentação da informação requisitada pelo artigo 264 com votos favoráveis de acionistas representantes da maioria qualificada da incorporada e da maioria absoluta da incorporadora, em sede das assembleias gerais de cada uma das sociedades, sem que tal fato enseje o interesse do acionista minoritário em exercer o direito de recesso e ter acesso ao valor de reembolso que lhe é assegurado pelo §3º do artigo 264.<sup>389</sup>

É possível pensar que, nesses casos, o acionista minoritário e o acionista controlador da incorporada, como verificado anteriormente, estabeleceram conjuntamente a relação de substituição de ações que deveria ser adotada na operação.<sup>390-391</sup> Ou ainda, que o acionista minoritário que teria direito ao valor de reembolso calculado com base no §3º do artigo 264 optou por vender suas ações sem analisar a informação disponibilizada pela norma legal.

---

<sup>386</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2003. v. 2. arts. 75 a 137. p. 890-891.

<sup>387</sup> LAMY FILHO, Alfredo. Mudança do objeto social e incorporação de subsidiária. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 2. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2: Pareceres. p. 328-329.

<sup>388</sup> Segundo aponta Setoguti Pereira, o ato válido é aquele que está “de acordo com os requisitos do suporte fático previsto pela norma que o prevê ou que, embora em desacordo com essa moldura, possua defeitos que o sistema repute irrelevantes a ponto de não lhe impor sanções como a ausência de eficácia”. (PEREIRA, Guilherme Setoguti Julio. *Impugnação de deliberações de assembleia das S/A*. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 52).

<sup>389</sup> LAMY FILHO, Alfredo. Mudança do objeto social e incorporação de subsidiária. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 2. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2: Pareceres. p. 328-329.

<sup>390</sup> Processo CVM RJ nº 2007/10687 (Caso incorporação da Lupatech-MNA Investimentos e Participações Ltda. pela Lupatech S.A.). No caso, mesmo em se tratando de sociedade limitada, a CVM reconheceu que a concordância dos acionistas minoritários da incorporada com a relação de substituição de ações, afasta a obrigação de apresentação do laudo de avaliação do patrimônio líquido da sociedade a valor de mercado (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo CVM RJ nº 2007/10687*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/index.html>>. Acesso em: 15 jun. 2016.). No mesmo sentido, caso incorporação da Springs e Rossini Participações S.A. pela Springs Global Participações S.A (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo CVM RJ nº 2011/12978*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/index.html>>. Acesso em: 15 jun. 2016.). Ainda, caso incorporação da Sapeka Indústria e Comércio de Fraldas Descartáveis S.A. pela Hipermercados (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo CVM RJ nº 2010/11451*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/index.html>>. Acesso em: 15 jun. 2016.).

<sup>391</sup> ARAGÃO, Paulo Cezar; LIMA, Monique M. Mavignier de. Incorporação de controlada: a disciplina do art. 264 da lei 6.404/1976. In: PERIN JUNIOR, Ecio; KALANSKY, Daniel; PEYSER, Luis (coord.). *Direito empresarial: aspectos atuais de direito empresarial brasileiro e comparado*. São Paulo: Método, 2005. p. 356.

De outro lado, verifica-se que a não apresentação da relação de substituição teórica impede que o acionista minoritário da incorporada interessado a compare com a relação de substituição proposta pelas sociedades e verifique se tem ou não o direito de escolher o valor de reembolso nos termos que lhe assegura o §3º do artigo 264, ou, a depender da interpretação que se adote, se tem ou não direito de recesso na operação. Ou ainda, a apresentação da relação de substituição teórica em desconformidade com os requisitos exigidos pela norma legal pode interferir no resultado da comparação com a relação de substituição proposta pelas sociedades e, por consequência, no reconhecimento do direito de escolha do valor de reembolso do acionista minoritário da incorporada nos termos do §3º do artigo 264 ou, conforme referido, no reconhecimento do direito de recesso do acionista.

Diante de situações como essas, a CVM já aplicou pena de multa pecuniária ao acionista controlador e aos administradores da sociedade incorporada companhia aberta que participaram diretamente da operação.<sup>392</sup> Mas também já entendeu cabível a aplicação de pena de advertência aos acionistas controladores direto e indireto e aos administradores da incorporada companhia aberta. É exemplo desse último caso, a reclamação recebida pela CVM de acionistas minoritários da Trikem S/A questionando a incorporação da companhia à Braskem S/A, sua controladora, principalmente sobre as avaliações das sociedades que sustentaram o cálculo da relação de substituição teórica apresentada à assembleia geral da companhia. A constatação de que os laudos de avaliação das sociedades apresentavam distorções levou o Colegiado da autarquia, na ocasião, a reconhecer o prejuízo informacional dos acionistas minoritários da incorporada. De acordo com o Colegiado, caso não houvessem as distorções nos laudos de avaliação das sociedades a relação de substituição de ações proposta pelas sociedades poderia ser inferior à relação de substituição teórica e os acionistas minoritários poderiam, ao exercer o direito de recesso, optar entre o valor fixado nos termos do artigo 45 e o valor apurado com base no *caput* do artigo 264.<sup>393</sup>

---

<sup>392</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM nº 24/04 (Caso incorporação do Banco Santander Noroeste S/A ao Banco Santander Brasil S/A). O caso foi referido no Capítulo III desta dissertação, com ênfase no caráter informacional da relação de substituição teórica. (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº 24/04*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/index.html>>. Acesso em: 29 fev. 2016).

<sup>393</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM nº 08/05 (Caso incorporação da Trikem S.A. à Braskem S.A.). De acordo com o Colegiado, o laudo de avaliação realizado para fins de cálculo da relação de substituição teórica apresentava pelo menos três omissões significativas, com evidente prejuízo informacional para os acionistas: (i) contemplou somente estoques e imobilizado; (ii) não avaliou os ativos intangíveis da empresa; e (iii) não avaliou corretamente os créditos fiscais da Braskem S.A. e Trikem S.A.. BRASIL. Comissão de Valores

Não obstante a competência da autarquia sobre as operações envolvendo companhias abertas, as duas situações podem ensejar o pedido de anulação da deliberação social que aprovou a proposta de incorporação e o pedido de reparação dos eventuais prejuízos sofridos pelos acionistas interessados.<sup>394</sup> O direito do acionista minoritário da incorporada controlada de escolher o valor do reembolso que lhe é devido está previsto em lei e não pode ser ceifado por vontade da maioria dos acionistas nas assembleias gerais das sociedades envolvidas na operação.<sup>395</sup> Ao entender que se trata de instrumento fundamental para o exercício do direito essencial de recesso, deve-se entender da mesma forma, trata-se de direito inderrogável e intangível que não pode ser afastado por deliberação assemblear.<sup>396</sup> Ambas as situações podem ser sanadas em momento posterior sem ensejar a invalidade da incorporação e sem interferir no interesse das sociedades na realização da operação.

Isto porque, a Lei das S.A. adota um regime especial de anulabilidades que preserva a estabilidade das deliberações assembleares com a finalidade de resguardar os interesses daqueles que se relacionam com a sociedade, sobretudo nas companhias abertas onde o corpo social é seguidamente alterado.<sup>397-398</sup> Ademais, lembramos que a aprovação da incorporação implica a redistribuição dos patrimônios e das atividades empresariais das sociedades envolvidas sobre a personalidade jurídica da incorporadora resultante da operação e pode gerar os mais diversos reflexos sobre os colaboradores, os consumidores e as comunidades em que as sociedades estão inseridas.

---

Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº 08/05*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/index.html>>. Acesso em: 29 fev. 2016.

<sup>394</sup> Pereira destaca: “[...] se a violação é de norma que resguarda interesse particular, restrito a um sócio em específico ou mesmo a todos os sócios que, naquele momento, integram a sociedade, haverá anulabilidade”. (PEREIRA, Guilherme Setoguti Julio. *Impugnação de deliberações de assembleia das S/A*. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 73).

<sup>395</sup> LAMY FILHO, Alfredo. Mudança do objeto social e incorporação de subsidiária. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 2. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2: Pareceres. p. 330.

<sup>396</sup> Novaes França, ao tratar de deliberação que desrespeita o direito essencial de acionista de sociedade anônima, aponta, indicando raciocínio de Ascarelli, que apesar de o direito essencial ser direito irrenunciável, *a priori*, ele pode não ser exercitado no caso concreto pelo acionista. Por analogia, poderia o acionista minoritário na incorporação optar por não exercer o direito de escolha do valor de reembolso, mas, sim, por vender as suas ações ou permanecer na sociedade, pelo que não seria razoável tratar a hipótese como nulidade. (FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Invalidez das deliberações de assembleia das S/A*. São Paulo: Malheiros, 1999. p. 103).

<sup>397</sup> FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Invalidez das deliberações de assembleia das S/A*. São Paulo: Malheiros, 1999. p. 69-70.

<sup>398</sup> Para conhecimento do tratamento conferido pelo Superior Tribunal de Justiça as invalidades no direito societário, recomendamos: Recurso Especial nº 818.506-SP. (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. *Recurso Especial nº 818.506-SP*. Disponível em: <<http://www.stj.jus.br/sites/STJ>>. Acesso em: 25 maio 2016).

Além disso, diante do requerimento dos acionistas interessados, as deliberações sociais que aprovaram a operação na incorporada e na incorporadora podem ser retificadas para formalizar a apresentação da informação exigida pela norma legal e possibilitar que os acionistas interessados da incorporada façam as análises necessárias para compor seu juízo acerca do interesse em permanecer ou não na sociedade, exercer ou não o direito de recesso, e escolher a forma de cálculo do valor do reembolso que lhes é garantido.<sup>399</sup> No caso, a possibilidade de as assembleias gerais reverem suas próprias decisões assegura que o direito do acionista ao reembolso alternativo conferido pelo §3º do artigo 264 não seja violado.<sup>400</sup>

É possível pensar, ainda, que a dinâmica do mundo dos negócios inviabilize a realização de novas assembleias gerais das sociedades envolvidas na operação e que o acionista minoritário interessado se veja obrigado a postular em juízo a disponibilização da informação garantida pelo artigo 264 para identificar se tem ou não direito ao reembolso ou direito de recesso na forma do dispositivo especial. Suscita-se tal hipótese para demonstrar que o não atendimento do interesse exclusivo do sócio na determinação do valor de reembolso pode, ao cabo, ser convertido em reparação de danos sem que a incorporação seja anulada por não ter atendido a formalidade exigida pela norma legal e sem que as sociedades tenham que retornar ao seu *status quo ante*.<sup>401-402</sup>

O Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo (“TJSP”) confrontou-se com pedido de anulação de assembleia geral extraordinária que aprovou, no ano de 1999, a incorporação do Banco Santander Noroeste S.A. (“BSN”) pelo Banco Santander Brasil S.A. cumulado com pedido de transferência de ações ou, de forma sucessiva, pagamento de indenização pelos

---

<sup>399</sup> Segundo esclarece Lamy Filho ao tratar de deliberação social que aprovou operação de incorporação: “A assembleia geral pode, sempre, re-ratificar suas deliberações”. (LAMY FILHO, Alfredo. Subscrição de ações e direito de retirada na incorporação. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 2. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2: Pareceres. p. 590).

<sup>400</sup> LAMY FILHO, Alfredo. Mudança do objeto social e incorporação de subsidiária. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 2. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2: Pareceres. p. 329.

<sup>401</sup> LAMY FILHO, Alfredo. A relação de substituição de ações na incorporação de subsidiária. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 2. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2: Pareceres. p. 584.

<sup>402</sup> O princípio da estabilidade dos atos marca a disciplina das invalidades do direito societário e busca permitir a continuidade da atividade empresarial diante de defeitos na formação da vontade social. Nesse sentido, segundo leciona Setoguti Pereira, a disciplina das invalidades no direito societário apresenta: “(I) maior tolerância às transgressões aos requisitos para a prática dos atos, (ii) relativização à regra de contaminação das nulidades, (iii) prazos decadenciais mais curtos, (iv) limitação do rol de legitimados para demandas de impugnação e (v) preservação de efeitos”. (PEREIRA, Guilherme Setoguti Julio. *Impugnação de deliberações de assembleia das S/A*. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 59-60).

danos patrimoniais sofridos no equivalente às ações que haviam deixado de receber. Alegaram os acionistas minoritários que a não apresentação da relação de substituição teórica nos moldes exigidos pelo artigo 264 implicou o recebimento de menor quantidade de ações do BSB. No caso, as sociedades apresentaram somente a relação de substituição de ações adotada na operação, o que teria prejudicado a comparação disponibilizada pelo §3º do artigo 264 e prejudicado o juízo dos acionistas entre o exercício do direito de recesso e a alternativa de integrar a incorporadora. A sentença de primeiro grau acolheu o pedido formulado pelos acionistas minoritários para condenar o Banco Santander Banespa S.A. (“BSB”) (Sucessor do Banco Santander Brasil S.A.) réu ao pagamento de indenização aos acionistas minoritários em valor equivalente às ações que os acionistas deixaram de receber.

O BSB interpôs recurso de apelação alegando que o critério utilizado na determinação da relação de substituição de ações adotada na operação (fluxo de caixa descontado) era o mesmo exigido pelo artigo 264 e, por essa razão, era descabida a pretensão dos acionistas a recebimento de parâmetro para fins de verificação da existência do valor de reembolso alternativo nos termos do §3º do artigo 264. O TJSP, por votação unânime, entendeu que a não apresentação da relação de substituição teórica nos termos exigidos pelo artigo 264 impossibilitou a comparação exigida pelo §3º do artigo 264, e, na medida em que prejudicou o juízo dos acionistas sobre o valor do reembolso que lhes era devido, inviabilizou a determinação da justa quantidade de ações devida aos acionistas minoritários. Ao final, o TJSP manteve a sentença de primeiro grau para condenar o BSB ao pagamento de indenização aos acionistas minoritários em valor equivalente as ações que os acionistas deixaram de receber.<sup>403</sup>

Ademais, aqueles que comprovadamente concorreram para a não apresentação da informação ou sua apresentação em desconformidade com critérios previstos em lei podem ser responsabilizados pelos prejuízos sofridos pelos acionistas minoritários interessados na

---

<sup>403</sup> Ementa: “Incorporação – Avaliação do patrimônio de incorporadora e incorporada não por método de preço de mercado, mas sim pelo método do fluxo de caixa descontado – Relação de substituição das ações a não possibilitar a comparação prevista no artigo 264 da Lei das Sociedades Anônimas – Reconhecimento do direito dos minoritários da incorporada ao pagamento pela incorporadora do equivalente em dinheiro correspondente às ações não entregues – Sentença mantida, exceto quando aos pedidos de danos emergentes e lucros cessantes – Recurso do réu acolhido em parte”. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Quarta câmara de direito privado. Apelação cível nº 510.984-4/8. Relator: Desembargador José Geraldo de Jacobina Rabello. 26/06/2008. (SÃO PAULO. Tribunal de Justiça. *Apelação cível nº 510.984-4/8*. Disponível em: <<http://www.tjsp.jus.br/>>. Acesso em: 05 jun. 2016).

disponibilização da informação, sejam eles peritos, administradores e ou controladores.<sup>404</sup> Diferente do analisado no item anterior, porém, a não apresentação da relação de substituição teórica ou sua apresentação em desconformidade com a norma legal pode ensejar a responsabilidade daqueles sobre o eventual prejuízo sofrido pelo acionista na definição do valor de reembolso que lhe é devido, além do eventual reflexo sobre a sua decisão de permanecer ou não na sociedade.

Outrossim, importante é a reflexão sobre o tratamento conferido pela norma legal ao acionista minoritário da incorporadora que, conforme entendimento majoritário da doutrina, não tem assegurado o direito de recesso em caso de aprovação da incorporação.<sup>405</sup> Eizirik, ao enfrentar o tema e afirmar que somente os acionistas da incorporada têm assegurado o direito de recesso, reconhece que os acionistas da incorporadora podem ter sua situação patrimonial tão afetada quanto os acionistas da incorporada e indica que o fato constituiu um “cochilo” do legislador.<sup>406</sup> Gonçalves Neto representa o entendimento minoritário da doutrina ao sustentar que as disposições do artigo 136, inciso IV, da Lei das S.A., que garantem o direito de recesso em caso de aprovação da incorporação, devem ser interpretadas de forma extensiva para abranger, também, os acionistas da incorporadora.<sup>407</sup> De outro lado, conforme verificado ao longo do estudo, as disposições do §3º do artigo 264 são direcionadas única e exclusivamente ao acionista dissidente da companhia incorporada e não oferecem margem para atendimento dos anseios dos acionistas da incorporadora.

Apesar do distinto tratamento conferido pela norma, verifica-se que os direitos de participação dos acionistas da incorporadora podem também sofrer alteração em decorrência da compenetração das sociedades envolvidas na operação. Além da reorganização do patrimônio e das atividades empresariais das duas sociedades poderem refletir no volume de distribuição de dividendos e no acervo líquido que a companhia detinha até então, os demais

---

<sup>404</sup> LAMY FILHO, Alfredo. A relação de substituição de ações na incorporação de subsidiária. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 2. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2: Pareceres. p. 582-583.

<sup>405</sup> TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. São Paulo: Bushatsky, 1979. v. 2. p. 669. Ainda, PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Reorganização. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. (Coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 2. p. 1801. Ainda, PAPINI, Roberto. *Incorporação da sociedade anônima*. Belo Horizonte: Del Rey, 2013. p. 191. Ainda, CASQUET, Andréia Cristina Bezerra. *Os direitos de preferência e recesso em operações de incorporação de sociedade e incorporação de ações*. São Paulo: Almedina, 2014. p. 61.

<sup>406</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 2. arts. 121 a 188. p. 214.

<sup>407</sup> GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. *Lições de direito societário*. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2005. v. 2. p. 299.



atributos das ações de titularidade do acionista da incorporadora podem ser alterados com a diluição da participação desse acionista.

Ocorre que, conforme pesquisado, o entendimento majoritário da doutrina é de que é inadmissível a extensão do direito de recesso a hipóteses diversas daquelas previstas em lei.<sup>408</sup> Segundo sustentam os autores pesquisados, as hipóteses legais são exaustivas e, assim são tratadas, em virtude do entendimento de que a utilização do instituto de forma ilimitada pode pôr em risco a continuidade e a viabilidade das atividades empresariais desempenhadas pela sociedade. Não seria possível, por conseguinte, segundo esses autores, fazer constar no estatuto social novas situações de incidência do direito de recesso do acionista, mesmo que para contemplar tratamento especial à operação de incorporação de sociedade controlada.

Há, no entanto, corrente minoritária em sentido diverso.<sup>409</sup> De acordo com esse posicionamento, não há vedação legal que impeça a implantação de novas hipóteses de direito de recesso no estatuto social de sociedade anônima. O estatuto social poderia prever novas hipóteses de direito de recesso e pormenorizar a forma de cálculo e de pagamento do valor de reembolso devido ao acionista no caso de exercício do direito. Sendo possível, ainda, a aplicação da disciplina da Lei das S.A. quando verificada, nas hipóteses de recesso estatutário, a falta de previsão estatutária sobre a forma de exercício do direito e de cálculo do valor do reembolso devido.

Na busca por instrumento de governança capaz de assegurar aos acionistas da incorporadora tratamento semelhante àquele conferido pela norma legal aos acionistas da incorporada, poder-se-ia pensar, também, na previsão de forma de resgate de ações no

---

<sup>408</sup> GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Direito de retirada: um limite ao princípio majoritário na sociedade anônima. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 48, n. 151/152, p. 13-21, jan./dez. 2009. p. 14-15. No mesmo sentido, CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2003. v. 2. arts. 75 a 137. p. 897. Ainda, PARAISO, Anna Luiza Prisco. *O direito de retirada na sociedade anônima*. 2. ed. rev. atual. e ampl. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2000. p. 67. Ainda, PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Criação de nova classe de ações preferenciais menos favorecida. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 2. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2: Pareceres. p. 340. Ainda, MACHADO, Rubens Approbato. Sociedade por ações. Incorporação, fusão e cisão. Direito de retirada. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 30, n. 82, p. 46-61, abr./jun. 1991. p. 48. Ainda, PARENTE, Norma Jonssen. O direito de recesso na incorporação, fusão ou cisão de sociedades. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 34, n. 97, p. 67-75, jan./mar. 1995. p. 68. Ainda, COMPARATO, Fábio Konder. O novo direito de retirada do acionista nos casos de fusão e incorporação. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 38, n. 116. p. 11-16, out./dez, 1999. p. 12.

<sup>409</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 2. arts. 121 a 188. p. 227-228.

estatuto social da sociedade.<sup>410</sup> No caso, as disposições do estatuto social determinariam as condições do resgate de ações da incorporadora por ocasião da incorporação de sociedade controlada.<sup>411</sup> Nesses casos, frisa-se, não se trata de modalidade recesso, mas, sim, de resgate de ações.<sup>412</sup>

Possível pensar, também, que em se tratando de operação envolvendo companhias fechadas, o acionista da incorporadora, ao deparar-se, após a operação, com a impossibilidade de a sociedade incorporadora preencher seu fim, tem a sua disposição a possibilidade de postular em juízo a dissolução parcial da sociedade.<sup>413</sup> Resta, nesse caso, ao acionista insatisfeito a tarefa de demonstrar que face à operação a incorporadora não mais tem condições de preencher seu fim.<sup>414</sup>

Diante do analisado nesta etapa estudo, conclui-se que o acionista minoritário da incorporadora e o acionista minoritário da incorporada, insatisfeitos com a proposta de operação, devem deixar a sociedade por meio da venda das suas ações ou, no caso do acionista da incorporada, por meio do exercício do direito de recesso que lhe for conferido pela lei. O mecanismo constante no §3º do artigo 264 assegura ao acionista da sociedade incorporada, que optar pelo exercício do direito de recesso, a possibilidade de escolha do valor do seu reembolso entre aquele fixado com base na regra geral do artigo 45 e aquele fixado com base no resultado da avaliação do patrimônio da sociedade nos termos do *caput* do artigo 264. O dispositivo não se preocupa em disponibilizar ao acionista minoritário da incorporada e da incorporadora a participação na negociação e na aprovação da relação de substituição das suas ações proposta para a operação.

A alternativa de reembolso do §3º do artigo 264, atrelada à determinação da relação de substituição de ações, revela a intenção do legislador de buscar o comprometimento das sociedades com a relação de substituição de ações calculada de acordo com critérios fixados

---

<sup>410</sup> De acordo com o §1º do artigo 44 da Lei das S.A., “O resgate consiste no pagamento do valor das ações para retirá-las definitivamente de circulação, com redução ou não do capital social, mantido o mesmo capital, será atribuído, quando for o caso, novo valor nominal às ações remanescentes”.

<sup>411</sup> Para aprofundamento da disciplina aplicável ao resgate, recomendamos: CAVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001*. 5. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2007. v. 1. arts. 1º a 74.

<sup>412</sup> GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Direito de retirada: um limite ao princípio majoritário na sociedade anônima. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 48, n. 151/152, p. 13-21, jan./dez. 2009. p. 18.

<sup>413</sup> É o que assegura o §2º do artigo 599 do Novo Código de Processo Civil.

<sup>414</sup> Para aprofundamento do tema, recomendamos: ZANINI, Carlos Klein. *A dissolução judicial da sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Forense, 2005.

no *caput* do artigo 264. A utilização do mecanismo do §3º do artigo 264 não é pré-requisito para perfectibilização da incorporação. Do exposto, portanto, apresenta-se como mais um mecanismo criado pelo legislador com a finalidade de equilibrar o poder que detém o controlador sobre a definição dos interesses sociais das sociedades controladas em operações de incorporação, principalmente no que concerne à determinação da relação de substituição de ações.<sup>415</sup>

---

<sup>415</sup> EIZIRIK, Nelson. Incorporação de sociedade controlada. Direito de recesso. Critério legal para apuração do valor de reembolso. In: EIZIRIK, Nelson. *Direito societário: estudos e pareceres*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 254-255.

## CONCLUSÃO

Os resultados da pesquisa e das análises realizadas permitem que, nesta etapa, sejam apontadas conclusões sobre os mecanismos disponibilizados pelo artigo 264 para proteção adicional dos interesses e direitos do acionista minoritário das sociedades incorporada controlada e incorporadora controladora. Dessa forma, são identificados a seguir os resultados obtidos durante o desenvolvimento do estudo.

Verificou-se que a incorporação de sociedade é a operação através da qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra que lhes sucede em todos os seus direitos e obrigações. O objetivo da operação é a unificação das sociedades com a criação de uma nova estrutura interna para aquelas sociedades que dela participam. A aprovação da operação gera a unificação dos patrimônios das sociedades, a unificação dos grupos de sócios das sociedades e a extinção da incorporada. Constatou-se que a unificação dos patrimônios das sociedades é efetivada via sucessão universal do patrimônio da incorporada pela incorporadora. Que a unificação dos sócios das sociedades envolvidas no negócio é realizada via substituição de ações da incorporada por ações da incorporadora. E que a incorporada, ao final da operação, face à transferência do seu patrimônio e do seu grupo social, é extinta sem liquidação.

A natureza jurídica da incorporação foi debatida pela doutrina durante a evolução da disciplina legal oferecida à operação. A doutrina que, em um primeiro momento, destacou a natureza contratual do instituto, em momento seguinte, enfatizando os atos societários que o integram, ressaltou sua natureza corporativa. Ao compreender que os elementos contratuais e societários são essenciais para a formação do negócio, sustentou a sua natureza contratual societária, como subespécie de contrato plurilateral. Os instrumentos de protocolo e de justificação, pouco detalhados até a promulgação da Lei nº 6.404/1976, receberam tratamento pormenorizado a partir de então e, apesar de não vincularem as sociedades, passaram a exercer função informacional relevante para os acionistas minoritários das sociedades envolvidas na operação. É através desses instrumentos que os acionistas minoritários formam juízo acerca da proposta de incorporação.

Ademais, constatou-se que é a substituição das extintas ações da incorporada pelas ações emitidas pela incorporadora que sela a unificação dos grupos sociais das sociedades envolvidas no negócio. A doutrina não é pacífica quanto à natureza jurídica da substituição de ações da incorporada por ações da incorporadora. Identificou-se que há quem identifique na substituição de ações uma sub-rogação legal real, uma novação e, ainda, um dos efeitos da incorporação. Foi evidenciado que a substituição das ações pode alterar os direitos de

participação que antes detinham os acionistas da incorporada e da incorporadora no âmbito de cada uma das sociedades. O número, a espécie e a classe das ações detidas até então pelo acionista da incorporada podem não ser os mesmos recebidos da incorporadora. A depender dessa variável, os direitos de participação do acionista da incorporadora também podem ser alterados. A função entre número, espécie e classe das ações emitidas pela incorporadora deve determinar o grau de diluição dos grupos sociais de ambas as sociedades envolvidas no negócio e refletir sobre os direitos de participação assegurados na titularidade de determinados percentuais do capital social. Ao processo de definição das ações que devem ser emitidas pela incorporadora em razão das extintas ações da incorporada dá-se o nome de relação de substituição de ações.

Cabe aos representantes das sociedades incorporada e incorporadora, sejam eles administradores ou acionistas controladores, a negociação dos termos em que a incorporação deve ser realizada, inclusive o número, a classe e a espécie das ações da incorporadora que serão emitidas face às extintas ações da incorporada, e a formalização dos instrumentos de protocolo e de justificação para apresentação às assembleias gerais das sociedades envolvidas na operação. O instrumento de protocolo deve apresentar o tratamento conferido às ações do capital da incorporada eventualmente possuídas pela incorporadora, enquanto o instrumento de justificação da operação deve apontar a relação de substituição de ações calculada nos termos do artigo 264 e o valor de reembolso devido nos termos do §3º do mesmo dispositivo. De acordo com o entendimento majoritário da doutrina, a proposta de operação é aprovada na assembleia geral da incorporada por votos representantes da maioria simples e, de outro lado, na assembleia da incorporadora, por votos favoráveis representantes da maioria qualificada.

Aprovada a proposta de incorporação pelas assembleias gerais das sociedades envolvidas no negócio, o administrador da incorporada deve subscrever em nome da sociedade as ações emitidas pela incorporadora, integralizá-las com a versão do patrimônio líquido da incorporada, e entregá-las diretamente aos acionistas da incorporada em substituição às extintas ações da incorporada. Cabe aos administradores da incorporadora diligenciar para que os registros e as publicações sejam realizados nos termos exigidos pela norma legal.

Na incorporação de sociedade controlada, o acionista controlador da incorporadora tem assegurado o poder de orientar os administradores da incorporadora e definir a forma como deve ser exercido o direito de voto dessa sociedade no âmbito da assembleia geral da incorporada. A relação de controle existente entre incorporadora e incorporada permite que o acionista controlador da incorporadora, direta ou indiretamente, através dos administradores

dessa sociedade, influencie e oriente os administradores da incorporada por ocasião da negociação dos termos da operação.

A corrente majoritária da doutrina reconhece que as disposições do artigo 264 asseguram o direito de voto da incorporadora por ocasião da deliberação da proposta de incorporação na assembleia geral da incorporada controlada. Apesar disso, verificou-se que a CVM reconhece o impedimento de voto da sociedade controladora em determinadas situações. Fato, no entanto, que foi a constatação de que na operação de incorporação de sociedade controlada não existem duas maiorias capazes de assegurar o atendimento dos interesses das sociedades envolvidas no negócio que orientou o legislador a disponibilizar o mecanismo de proteção adicional do acionista minoritário constante no artigo 264.

A pesquisa identificou que o tratamento especial conferido à incorporação de sociedade controlada através da disciplina do artigo 264 surge em 1976, no texto originário da Lei nº 6.404/1976, com a pretensão do legislador de assegurar proteção adicional ao acionista minoritário da incorporada via disponibilização de informação adicional à assembleia geral da sociedade e de forma de cálculo alternativo do valor de reembolso dos acionistas. A análise da evolução legislativa do dispositivo evidenciou o erro do legislador em 1976 que, ao aprovar texto distinto daquele oferecido no Projeto de Lei nº 2.559/1976, prejudicou a funcionalidade do instituto e deixou a cargo da doutrina a interpretação da finalidade da norma. As discussões envolvendo a extinção do direito de recesso nas operações de incorporação no ano de 1989 com a promulgação da Lei nº 7.958/1989 evidenciaram as distintas interpretações doutrinárias acerca da disciplina do direito de recesso na Lei das S.A., inclusive alcançando as disposições do §3º do artigo 264 ao patamar de hipótese autônoma de direito de recesso dos acionistas dissidentes de sociedade incorporada controlada.

O texto do dispositivo sofreu a primeira alteração em 1997 com a Lei nº 9.457/1997 que determinou o ajuste do erro cometido pelo legislador de 1976 nas disposições do *caput* e do §3º do artigo 264. Foram alteradas, também, na ocasião, as disposições então vigentes sobre o valor de reembolso constantes no §3º do dispositivo para incluir novas alternativas de cálculo e submeter a utilização do mecanismo ao então novo tratamento conferido ao direito de recesso nos casos de incorporação. No ano de 2001 foram realizadas as últimas alterações no texto do dispositivo que vige nos dias atuais. Na ocasião, o *caput* do artigo 264 foi alterado para conceder à CVM o poder de autorizar companhias abertas a utilizar critério distinto para cálculo da relação de substituição de ações exigida pelo artigo 264. O §3º do dispositivo passou a prever a possibilidade de o valor de reembolso ser calculado com base nos critérios

autorizados pela CVM para cálculo da relação de substituição exigida pelo *caput* do artigo 264.

Constatou-se que a proteção adicional oferecida pelo artigo 264 está atrelada à relação de substituição de ações proposta pelas sociedades controlada e controladora para efetivação da operação. O dispositivo reconhece a liberdade das sociedades controlada e controladora na fixação da relação de substituição de ações. Não submete a definição da matéria a terceiros independentes à relação de controle existente entre as sociedades, não outorga ao acionista minoritário da incorporada e da incorporadora o poder de definir a relação de substituição a ser adotada na operação, e não disponibiliza oportunidade especial para que o acionista minoritário, tanto de uma quanto de outra sociedade, exija a revisão dos termos da proposta por terceiro independente.

O artigo 264 determina a apresentação à assembleia geral da incorporada de relação de substituição teórica calculada nos termos nele definidos com a finalidade de disponibilizar ao acionista minoritário da sociedade um parâmetro referencial capaz de auxiliá-lo na análise dos critérios utilizados pelas sociedades controlada e controladora para fixação da relação de substituição de ações proposta para operação e, também, na escolha de permanecer ou retirar-se da sociedade. A disponibilização da relação de substituição teórica não obriga que a relação de substituição de ações proposta pelas sociedades para operação utilize os critérios definidos pela Lei e aponte, ao final, o mesmo resultado. A relação de substituição de ações continua sendo livremente pactuada entre as sociedades podendo ser maior, igual ou menor que a relação de substituição teórica calculada nos termos do dispositivo.

Apesar de servir de parâmetro para análise dos critérios utilizados pelas sociedades para determinação da relação de substituição de ações, a relação de substituição teórica não tem o propósito de servir de fundamento para questionar a licitude e a regularidade da relação de substituição de ações proposta pelas sociedades. Verificou-se que enquanto parte da doutrina sustenta que a relação de substituição teórica tem por finalidade auxiliar o acionista a certificar a equidade da relação de substituição de ações proposta pelas sociedades, outra parte sustenta que o parâmetro serve somente para que o acionista minoritário possa optar entre integrar a incorporadora recebendo as ações propostas pelas sociedades e deixar a sociedade recebendo valor de reembolso alternativo.

A não apresentação da relação de substituição teórica ou sua apresentação em desconformidade com as determinações legais podem prejudicar o juízo do acionista minoritário sobre a relação de substituição de ações proposta pela sociedade. Os fatos podem ensejar a pretensão anulatória da assembleia geral que aprovou a matéria e a responsabilidade

daqueles que concorreram para o eventual prejuízo sofrido pelo acionista minoritário. A possibilidade de as assembleias gerais reverem suas próprias decisões torna possível que a falta de apresentação da informação seja sanada a qualquer momento pela incorporada mediante nova convocação de assembleia geral para apresentação da relação de substituição teórica nos termos exigidos pelo *caput* do artigo 264. Possível, também, que a pretensão anulatória do acionista seja convertida em reparação de danos sem prejudicar a validade do ato de incorporação formado por ocasião das deliberações tomadas nas assembleias gerais da incorporada e da incorporadora. Isto porque, o direito protegido pelo *caput* do artigo 264 é direito de interesse exclusivo do acionista minoritário, incapaz de impedir a aprovação de operação de interesse das sociedades incorporada e incorporadora.

A doutrina critica os critérios e os métodos de avaliação determinados pela Lei das S.A. para cálculo da relação de substituição teórica indicando que o parâmetro de comparação disponibilizado pelo dispositivo pode não informar o valor real das sociedades e, ao cabo, não prestar informação adequada para que o acionista minoritário estabeleça seu juízo sobre a proposta das sociedades e a conveniência de permanecer ou não como parte do negócio. Segundo identificado, a relação de substituição teórica muito mais do que servir de parâmetro para certificar a equidade dos critérios adotados pelas sociedades para definição da relação de substituição de ações adotada na operação, tem a função de informar o acionista da incorporada o valor da sua participação no caso de liquidação da companhia.

Tendo por pano de fundo a necessidade de atender o padrão exigido pelo *caput* do artigo 264 na avaliação das sociedades envolvidas no negócio, a doutrina diverge sobre o poder da CVM de autorizar a utilização de critério diverso da regra geral quando a operação envolver companhia fechada e companhia aberta, o mesmo ocorre sobre a obrigatoriedade de utilização de empresas especializadas para avaliação de companhia fechada quando a outra sociedade envolvida na operação for companhia aberta.

Apesar de o texto do dispositivo não estender à assembleia geral da incorporadora a apresentação da relação de substituição teórica, a doutrina e a CVM reconhecem que os efeitos da operação sobre os direitos de participação dos acionistas daquela sociedade exigem a proteção adicional disponibilizada pelo legislador no *caput* do artigo 264 e apresentam entendimento de que a relação de substituição teórica deve ser apresentada, também, à assembleia geral da incorporadora. De acordo com o entendimento, o acionista da incorporadora passa a dispor da possibilidade de identificar as distorções entre a relação de substituição teórica e a relação de substituição de ações e de, melhor informado, buscar as justificativas para proposta apresentada pelas sociedades.



A pesquisa não identificou posicionamento doutrinário sustentando que a não apresentação da relação de substituição teórica à assembleia geral da incorporadora pode ensejar a pretensão anulatória dessa deliberação, quanto menos a possibilidade de os acionistas minoritários da incorporadora buscarem a reparação de eventual prejuízo sofrido em decorrência da falta de acesso à informação ou de acesso à informação em desconformidade com as disposições do *caput* do artigo 264.

Por tratar-se de proteção dos acionistas minoritários face à relação de substituição de ações proposta pelas sociedades, a relação de substituição teórica pode deixar de ser apresentada às assembleias gerais das sociedades incorporada e incorporadora quando acionista controlador e acionista minoritário das duas sociedades envolvidas na operação acordarem previamente à deliberação da matéria sobre a relação de substituição de ações que deve ser adotada na operação. O pressuposto, nesses casos, é o de que os acionistas da incorporada não desejam exercer o direito de recesso, isto porque, conforme identificado no estudo, a proteção adicional do artigo 264 é estendida às disposições do §3º do dispositivo e estão vinculadas ao exercício desse direito.

A análise evidenciou que o §3º do artigo 264 disponibiliza um segundo mecanismo de proteção aos interesses e direitos dos acionistas minoritários na incorporação de sociedade controlada, esse vinculado ao direito de recesso dos acionistas da incorporada. Se a relação de substituição de ações proposta ao acionista minoritário for menos vantajosa que a relação de substituição teórica, o acionista minoritário que preencher os requisitos constantes no artigo 137, inciso II, pode, ao exercer o direito de recesso, escolher o valor de reembolso alternativo nos termos do §3º do artigo 264. Trata-se da única forma de exercício do direito de recesso na Lei das S.A. que assegura pagamento de reembolso calculado de forma distinta daquela prevista no artigo 45.

Conforme identificado pela pesquisa, a doutrina diverge sobre a causa do direito de recesso do acionista minoritário da incorporada controlada. A depender da interpretação adotada, quando a relação de substituição de ações proposta pelas sociedades for mais vantajosa do que a relação de substituição teórica, o acionista da incorporada tem ou não assegurado o direito de recesso na operação nos termos do artigo 137. Diante dos contornos especiais da incorporação de sociedade controlada e da pretensão do legislador de prestar proteção adicional aos acionistas minoritários na operação através do artigo 264, parece-nos que a melhor interpretação do dispositivo é aquela que não restringe o direito de recesso do acionista da incorporada quando a relação de substituição de ações proposta pelas sociedades for mais vantajosa do que a relação de substituição teórica.

Ao vincular o pagamento do valor de reembolso alternativo à proposta de relação de substituição de ações menor do que a relação de substituição teórica, o dispositivo busca o comprometimento das sociedades com a definição de relação de substituição de ações no mínimo idêntica àquela calculada nos termos do artigo 264. Por essa razão, constatou-se que o mecanismo não assegura o comprometimento das sociedades com a relação de substituição de ações quando os acionistas da incorporada que não têm capacidade de exercer o direito de recesso ou quando aqueles que detêm esse direito não geram a obrigação de pagamento de valor de reembolso capaz de influenciar a tomada de decisão das sociedades envolvidas no negócio. Quanto mais, o mecanismo perde a funcionalidade quando o acionista minoritário da incorporada estabelece previamente a relação de substituição de ações da operação com o acionista controlador da sociedade.

Ademais, a proteção adicional conferida pelo §3º do artigo 264, ao final, oferece sistemática que reconhece ao acionista insatisfeito com a proposta apresentada pelas sociedades a possibilidade de vender as ações que detém no mercado ou de exercer o direito de recesso, quando titular do direito. Não assegura ao acionista minoritário forma de controle prévio de determinação da relação de substituição de ações da operação.

Ainda, sob o ponto de vista do mecanismo de proteção adicional constante no §3º do artigo 264 constatou-se que a não apresentação da relação de substituição de ações exigida pelo *caput* do artigo 264 ou sua apresentação em desconformidade com as exigências legais pode impedir o reconhecimento do direito do acionista sobre a alternativa do valor de reembolso, pelo que pode ensejar a pretensão anulatória da deliberação social da incorporada que aprovou a operação, bem como a reparação dos prejuízos sofridos pelo acionista. O fato pode ser retificado mediante a convocação de nova assembleia geral da sociedade incorporada para formalizar a apresentação da informação exigida pelo artigo 264 e viabilizar a verificação da existência ou não do direito do acionista minoritário sobre o valor de reembolso qualificado.

O direito de recesso conferido ao acionista da incorporada, seja com o benefício do valor de reembolso alternativo ou não, não foi estendido pelo legislador aos acionistas da incorporadora. Conforme evidenciado pela pesquisa, a posição majoritária da doutrina é de que as hipóteses de direito de recesso estão restritas às previsões constantes na Lei das S.A. e não podem ser estendidas via previsão estatutária para contemplar a hipótese de incorporação de outra sociedade. Possível, no entanto, conforme identificado, que as sociedades busquem outros institutos para oferecer alternativa de saída semelhante aos acionistas minoritários da incorporadora.

Por fim, é possível apresentar questões que permanecem em aberto sobre a incorporação de sociedade controlada e os mecanismos adicionais de proteção dos acionistas minoritários oferecidos pelo artigo 264. Nesse cenário, a complexidade dos atos que envolvem a incorporação de sociedade evidencia que a definição da natureza jurídica da operação é tormentosa e que as aproximações realizadas pela doutrina são passíveis de questionamentos. A sucessão da incorporada pela incorporadora e a extinção da incorporada na operação parecem oferecer campo para questionamento do enquadramento da incorporação na categoria dos contratos plurilaterais. Ainda, a alteração dos direitos de participação dos acionistas da incorporada e da incorporadora decorrente da substituição das extintas ações da incorporada pelas novas ações da incorporadora evidencia a dificuldade da doutrina de definir a natureza jurídica do ato de substituição de ações na operação de incorporação.

Remanesçam dúvidas sobre a finalidade da proteção adicional conferida aos acionistas minoritários da incorporada e da incorporadora via disponibilização da relação de substituição teórica. Enquanto parte da doutrina aponta que o parâmetro tem o papel de auxiliar o acionista a certificar a equidade dos critérios utilizados pelas sociedades para determinar a relação de substituição de ações adotada na operação, outra parte identifica que o parâmetro serve somente para auxiliar o acionista a identificar se é mais vantajoso receber as ações emitidas pela incorporadora ou retirar-se da sociedade incorporada, seja por meio da venda das suas ações, seja por meio do exercício do direito de recesso.

As posições adotadas pela doutrina sobre o fundamento do direito de recesso dos acionistas da incorporada na incorporação de sociedade controlada identificam, também, a existência de debate sobre a matéria. A defesa da dualidade de causas do direito de recesso na incorporação de sociedade controlada que parece encontrar justificativa na alteração promovida pela Lei nº 7.958/1989 no texto da Lei nº 6.404/1976 e na necessidade de preservar o direito de recesso dos acionistas minoritários na ocasião, encontra adeptos até hoje. No debate, ainda é possível encontrar aqueles que afastam a conotação adicional da disciplina do §3º do artigo 264 e sustentam que o dispositivo é a fonte exclusiva do direito de recesso do acionista minoritário da incorporada na operação.

## REFERÊNCIAS

ARAGÃO, Paulo Cezar. O parecer de orientação 35/2008 da CVM e a incorporação de companhia fechada por sua controladora companhia aberta. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (Coord.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 522-534.

ARAGÃO, Paulo Cezar; LIMA, Monique M. Mavignier de. Incorporação de controlada: a disciplina do art. 264 da Lei 6.404/1976. In: PERIN JUNIOR, Ecio; KALANSKY, Daniel; PEYSER, Luis (Coord.). *Direito empresarial: aspectos atuais de direito empresarial brasileiro e comparado*. São Paulo: Método, 2005. p. 346-357.

ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. São Paulo: Saraiva, 1945.

AVILA VIO, Daniel de. Anotações sobre os grupos de sociedades de subordinação e os direitos de minoria. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (Coord.). *Direito societário contemporâneo II*. São Paulo: Malheiros, 2015. p. 161-195.

BATALHA, Wilson de Souza Campos. *Comentários à lei das sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Rio de Janeiro: Forense, 1977. v. 3. arts. 189 a 300.

BOECHEM, Felipe Tavares. Jurisprudência da CVM sobre critérios alternativos de avaliação para fins do artigo 264 da Lei das S.A. *Revista de Direito Empresarial*, v. 4, p. 195-220, jul./ago. 2014. Acesso via Revista dos Tribunais Online.

BOER, Erasmo Mendonça de. Sociedade comercial: acionista minoritário e incorporação. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 72, n. 570, p. 21-26, abr. 1983.

BOTREL, Sérgio. Fusões e aquisições: regime jurídico das negociações e sua documentação. In: BOTREL, Sérgio (Coord.). *Direito societário: análise crítica*. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 157- 185.

BRANCO, Gerson Luiz Carlos. As obrigações contratuais civis e mercantis e o projeto de Código Comercial. *Revista de Direito Civil Contemporâneo*, p. 75-95, 2014.

BRASIL. BM&FBOVESPA. *Regulamento de listagem do novo mercado*. Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/novo-mercado/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/novo-mercado/)>. Acesso em: 20 abr. 2016.

BRASIL. Câmara dos Deputados. *Projeto de lei nº 2.559/76*. Disponível em <<http://www2.camara.leg.br/>>. Acesso em: 10 nov. 2015.

\_\_\_\_\_. *Projeto de Lei nº 182/1989*. Disponível em <<http://www2.camara.leg.br/>>. Acesso em: 12 nov. 2015.

\_\_\_\_\_. *Projeto de lei nº 3.115/1997*. Disponível em <<http://www2.camara.leg.br/>>. Acesso em: 15 nov. 2015.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Decisões do Colegiado 1993. *Processo 90/0758-0*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/index.html>>. Acesso em: 12 jan. 2016.

\_\_\_\_\_. Decisões do Colegiado 1996. *Processo 95/2358*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/index.html>>. Acesso em: 12 jan. 2016.

\_\_\_\_\_. *Instrução CVM nº 185/1992*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst185.html>>. Acesso em: 28 abr. 2016.

\_\_\_\_\_. *Instrução CVM nº 319/1999*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst319.html>>. Acesso em: 20 abr. 2016.

\_\_\_\_\_. *Instrução CVM nº 565/2015*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst565.html>>. Acesso em: 30 abr. 2016.

\_\_\_\_\_. *Parecer de orientação nº 34*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 19 abr. 2016.

\_\_\_\_\_. *Parecer de orientação nº 35*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 20 abr. 2016.

\_\_\_\_\_. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº 08/05*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/index.html>>. Acesso em: 29 fev. 2016.

\_\_\_\_\_. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº 24/04*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/index.html>>. Acesso em: 29 fev. 2016.

\_\_\_\_\_. *Processo CVM RJ nº 2001/9986*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/index.html>>. Acesso em: 8 abr. 2016.

\_\_\_\_\_. *Processo CVM RJ nº 2001/11663*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/index.html>>. Acesso em: 17 abr. 2016.

\_\_\_\_\_. *Processo CVM RJ nº 2004/5914*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/index.html>>. Acesso em: 12 jun. 2016.

\_\_\_\_\_. *Processo CVM RJ nº 2005/8293*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/index.html>>. Acesso em: 12 jun. 2016.

\_\_\_\_\_. *Processo CVM RJ nº 2006/3160*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/index.html>>. Acesso em: 10 jun. 2016.

\_\_\_\_\_. *Processo CVM RJ nº 2007/10687*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/index.html>>. Acesso em: 15 jun. 2016.

\_\_\_\_\_. *Processo CVM RJ nº 2010/11451*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/index.html>>. Acesso em: 15 jun. 2016.

\_\_\_\_\_. *Processo CVM RJ nº 2011/11770*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/index.html>>. Acesso em: 11 jun. 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo CVM RJ nº 2011/12978*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/index.html>>. Acesso em: 15 jun. 2016.

\_\_\_\_\_. *Processo CVM RJ nº 2013/3075*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/index.html>>. Acesso em: 05 jun. 2016.

BRASIL. Comitê de Aquisições e Fusões. *Código de autorregulação de aquisições e fusões*. Disponível em: <<http://cafbrasil.org.br/site/>>. Acesso em: 21 maio 2016.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. *Recurso Especial nº 68.367-MG*. Disponível em: <<http://www.stj.jus.br/sites/STJ>>. Acesso em: 25 jan. 2016.

\_\_\_\_\_. *Recurso Especial nº 818.506-SP*. Disponível em: <<http://www.stj.jus.br/sites/STJ>>. Acesso em: 25 maio 2016.

BULGARELLI, Waldirio. O direito de recesso nas hipóteses de incorporação, fusão, cisão e participação em grupos de sociedades. Exclusão acarretada pela Lei 7.958 de 20.12.89. *Revista dos tribunais*, São Paulo, v. 84, n. 714, p. 104-112, abr. 1995.

\_\_\_\_\_. *Fusões, incorporações e cisões de sociedades*. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

\_\_\_\_\_. *A incorporação das sociedades anônimas*. São Paulo: Universitária de Direito, 1975.

\_\_\_\_\_. *Manual das sociedades anônimas: com as novas alterações da Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 9.457, de 05/05/1997)*. 11. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

\_\_\_\_\_. *Regime jurídico da proteção às minorias nas S/A*. Rio de Janeiro: Renovar, 1998.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Incorporação de sociedades e incorporação de ações. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (Coord.). *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 135-156.

\_\_\_\_\_. *Reforma da Lei das S.A. comentada*. Rio de Janeiro: Renovar, 2002.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2003. v. 2. arts. 75 a 137.

\_\_\_\_\_. *Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001*. 3. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2003. v. 3. arts. 138 a 205.

\_\_\_\_\_. *Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001*. 3. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2002. v. 4. t. 1. arts. 206 a 242.

\_\_\_\_\_. *Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001*. 2. ed. atual. São Paulo: Saraiva, 2003. v. 4. t. 2. arts. 243 a 300.

CAVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001*. 5. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2007. v. 1. arts. 1º a 74.

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova lei das sociedades anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2002.

CASQUET, Andréia Cristina Bezerra. *Os direitos de preferência e recesso em operações de incorporação de sociedade e incorporação de ações*. São Paulo: Almedina, 2014.

CINTRA, Maria Lúcia de Araújo. Lei federal n. 7.958, de 20 de dezembro de 1989 (lei lobão). *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 98, p. 79-85. abr./jun. 1995.

CLARK, Robert Charles. *Corporate Law*. [Boston]: Aspen Law and Business, 1986.

COMPARATO, Fábio Konder. Os grupos societários na nova lei de sociedades por ações. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 23, p. 91-107, 1976.

\_\_\_\_\_. O novo direito de retirada do acionista nos casos de fusão e incorporação. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 38, n. 116. p. 11-16, out./dez. 1999.

\_\_\_\_\_. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

CORRADINI, Luiz Eduardo Malta. *Relação de substituição de ações em operações de incorporação e incorporação de ações*. 2014. 287f. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014.

CORRÊA LIMA, Osmar Brina. *A reforma da lei das sociedades anônimas: Lei n. 9.457, de 5 de maio de 1997*. Belo Horizonte: Del Rey, 1997.

\_\_\_\_\_. *Incorporação de empresas*. Belo Horizonte: Del Rey, 1993.

\_\_\_\_\_. Regra de julgamento de negócios (Business judgment rule). In: COUTO SILVA, Alexandre. *Direito societário: estudos sobre a lei de sociedades por ações*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 153-169.

COUTINHO, Sérgio Mendes Botrel. *Fusões e aquisições*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2016.

DE LUCCA, Newton. O direito de recesso no direito brasileiro e na legislação comparada. *Revista Trimestral de Jurisprudência dos Estados*, v. 23, n. 171, p. 79-112, jul./ago. 1999.

EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 2. arts. 121 a 188.

\_\_\_\_\_. *A Lei das S/A comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 3. arts. 189 a 300.

EIZIRIK, Nelson. Impossibilidade de incorporação de sociedades brasileiras por instituição financeira com sede no exterior. Impedimentos no ordenamento jurídico brasileiro. In: EIZIRIK, Nelson. *Direito societário: estudos e pareceres*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 613-652.

\_\_\_\_\_. Incorporação de ações. Natureza jurídica e principais características. In: CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *Estudos de direito empresarial*. São Paulo: Saraiva, 2010. p. 85-97.

\_\_\_\_\_. Incorporação de companhia por sua subsidiária integral. Extinção de acordo de acionistas. Inaplicabilidade do artigo 264 da lei das s.a. Prevalência do interesse social e abuso de direito. In: EIZIRIK, Nelson. *Temas de direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 311-336.

\_\_\_\_\_. Incorporação de sociedade controlada. Direito de recesso. Critério legal para apuração do valor de reembolso. In: EIZIRIK, Nelson. *Direito societário: estudos e pareceres*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 247-259.

\_\_\_\_\_. *Reforma das S.A. e do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 1997.

\_\_\_\_\_ (Org.). *Sociedades anônimas: jurisprudência*. Rio de Janeiro: Renovar, 1996.

FERREIRA, Waldemar. *Tratado de direito comercial: o estatuto da sociedade por ações*. São Paulo: Saraiva, 1961. v. 4.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Conflito de interesses de administrador na incorporação de controlada. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Temas de direito societário, falimentar e teoria da empresa*. São Paulo: Malheiros, 2009. p. 334-360.

\_\_\_\_\_. *Conflito de interesses nas assembleias de S.A.: e outros escritos sobre conflito de interesses*. São Paulo: Malheiros, 2014.

\_\_\_\_\_. Excerto do “direito societário I – fundamentos”, de Herbert Wiedemann. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Temas de direito societário, falimentar e teoria da empresa*. São Paulo: Malheiros, 2009. p. 624-639.

\_\_\_\_\_. *Invalidade das deliberações de assembleia das S/A*. São Paulo: Malheiros, 1999.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; ADAMEK, Marcelo Vieira von. Da invalidade da deliberação assemblear contrastante com as regras de fixação de preço de emissão de ações (LSA, art. 170, §1º). *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 51, n. 161/162, p. 17-37, jan./ago. 2012.

GONÇALVES, Diogo Costa. *Fusão, cisão e transformação de sociedades comerciais: a posição jurídica dos sócios e a delimitação do statuo viae*. Coimbra: Almedina, 2008.

GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. *Lições de direito societário*. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2005. v. 2.



GUERREIRO, José Alexandre Tavares. O conceito de acionista minoritário e o direito das minorias. *Revista de Direito Público*, São Paulo, v. 18, n. 76, p. 259-264, out./dez. 1985.

\_\_\_\_\_. Direito de retirada: um limite ao princípio majoritário na sociedade anônima. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 48, n. 151/152, p. 13-21, jan./dez. 2009.

\_\_\_\_\_. Sociologia do poder na sociedade anônima. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 29, n. 77, p. 50-56, jan./mar. 1990.

HERTIG, Gerard; KANDA, Hideki. Related Party Transactions. In: Kraakman, Reinier R. et al. *The anatomy of corporate law a comparative and functional approach*. New York: Oxford University, 2004.

KALANSKY, Daniel. *Incorporação de ações: estudo de casos e precedentes*. São Paulo: Saraiva, 2012.

JACOMINI, Fernanda Perez; WANDERLEY, Leticia Galdino; CASELTA, Livia Garcia Kerr do Amaral; MERLUSSI, Natália Parmigiani. Incorporação de sociedades e incorporação de ações: operações de reorganização societária entre controladora e controlada e os Pareceres de Orientação CVM 34 e 35. *Revista de Direito Empresarial*, v. 0, p. 173-208, nov./dez. 2013. Acesso via Revista dos tribunais online.

LAMY FILHO, Alfredo. O direito de retirada e a vigência da Lei nº 7.958/89. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 2. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2: Pareceres. p. 344-352.

\_\_\_\_\_. Mudança do objeto social e incorporação de subsidiária. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 2. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2: Pareceres. p. 319-330.

\_\_\_\_\_. A relação de substituição de ações na incorporação de subsidiária. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 2. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2: Pareceres. p. 572-584.

\_\_\_\_\_. Subscrição de ações e direito de retirada na incorporação. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 2. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2: Pareceres. p. 584-591.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Incorporação de ações de companhia aberta controlada. In: LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Pareceres*. São Paulo: Singular, 2004. v. 2. p. 1403-1423.

\_\_\_\_\_. Incorporação de companhia controlada. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 33, n. 94, p. 87-96, abr./jun. 1994.

LOBO, Jorge. Direito de retirada nos casos de fusão, incorporação, cisão e participação em grupos de sociedades. In: WALD, Arnaldo (Org.). *Direito empresarial: sociedades anônimas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. v. 3. p. 1191-1200.

\_\_\_\_\_. Proteção à minoria acionária. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 26, n. 105, p. 25-36, jan./mar. 1997.

\_\_\_\_\_. Reforma da Lei das S.A. Lei nº 9.457, de 5-5-97. In: LOBO, Jorge. (Org.). *A reforma da Lei das S.A.* São Paulo: Atlas, 1998.

LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas: comentários à lei (arts. 189 a 300)*. Rio de Janeiro: Renovar, 2012. v. 3.

MACHADO, Rubens Approbato. Sociedade por ações. Incorporação, fusão e cisão. Direito de retirada. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 30, n. 82, p. 46-61, abr./jun. 1991.

MARTINS, Fran. *Comentários à lei das sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Rio de Janeiro: Forense, 1978. v. 3. artigos 206 a 300.

MARTINS COSTA, Judith. *Comentários ao novo código civil: do direito das obrigações, do adimplemento e da extinção das obrigações*. Rio de Janeiro: Forense, 2006. v. 5. t. 1. arts. 304 a 388.

MENDONÇA, José Xavier Carvalho. *Tratado de direito comercial brasileiro*. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1964. v. 4, Livro 2, Parte 3.

MIRANDA, Pontes de. *Tratado de direito privado: parte geral*. Rio de Janeiro: Borsoi, 1954. v. 2.

MUNIZ, Ian de Porto Alegre. *Fusões e aquisições: aspectos fiscais e societários*. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. Reflexões sobre o direito de recesso na minirreforma da lei das sociedades por ações. In: LOBO, Jorge. (Org.). *A reforma da Lei das S.A.* São Paulo: Atlas, 1998. p. 70-84.

NUNES, Marcelo Guedes. Direito de recesso nas incorporações. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). *Reorganização societária*. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 263-294.

PAPINI, Roberto. *Incorporação da sociedade anônima*. Belo Horizonte: Del Rey, 2013.

PARAISO, Anna Luiza Prisco. *O direito de retirada na sociedade anônima*. 2. ed. rev. atual. e ampl. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2000.

PARENTE, Norma Jonssen. O direito de recesso na incorporação, fusão ou cisão de sociedades. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 34, n. 97, p. 67-75, jan./mar. 1995.

PARGENDLER, Mariana. *Evolução do direito societário: lições do Brasil*. São Paulo: Saraiva, 2013.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Acordo de acionistas sobre controle de grupo de sociedades. Validade da estipulação de que os membros do Conselho de Administração de controladas devem votar em bloco segundo orientação definida pelo grupo controlador. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, São Paulo, v. 5, n. 15, p. 226-248, jan./mar. 2002.

\_\_\_\_\_. Avaliação do patrimônio líquido de sociedade a ser incorporada. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 2. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2: Pareceres. p. 559-571.

\_\_\_\_\_. Cessão de quotas de “holding” de companhia aberta. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 2. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2: Pareceres. p. 609-635.

\_\_\_\_\_. Criação de nova classe de ações preferenciais menos favorecida. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 2. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2: Pareceres. p. 330-344.

\_\_\_\_\_. Dispositivos da lei das S.A. revogados pela lei nº 7.958/89. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 2. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2: Pareceres. p. 352-376.

\_\_\_\_\_. Incorporação de Controladora. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 2. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2: Pareceres. p. 592-607.

\_\_\_\_\_. Reorganização. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. (Coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 2. p. 1737-1814.

\_\_\_\_\_. Sociedades coligadas, controladoras e controladas. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. (Coord.). *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 2. p. 1921-2050.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões; LAMY FILHO, Alfredo. Estrutura da companhia. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. (Coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 1. p. 775-870.

PENTEADO, Mauro Rodrigues. Direito de retirada dos acionistas na Lei nº 9.457/97. In: LOBO, Jorge. (Org.). *A reforma da Lei das S.A.* São Paulo: Atlas, 1998. p. 100-139.

PEREIRA, Guilherme Setoguti Julio. *Impugnação de deliberações de assembleia das S/A*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

PINHO, Themistocles Américo; PEIXOTO, Álvaro. *A reforma da lei das sociedades anônimas: através da Lei n. 10.303 de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 2002.

PRADO, Viviane Muller. *Conflito de interesses nos grupos societários*. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

REQUIÃO, Rubens. O controle e a proteção dos acionistas. In: WALD, Arnaldo (Org.). *Direito empresarial: sociedade anônima*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. v. 3. p. 1001-1016.

REYES, Francisco. *Direito societário americano: estudo comparativo*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

RIBEIRO, Renato Ventura. Incorporação de companhia controlada. In: WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge (Coord.). *Fusão, cisão, incorporação e temas correlatos*. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 101-128.

RODRIGUES, Ana Carolina. A incorporação de companhia controlada pela companhia controladora em face do art. 264 da Lei n. 6404/76 e o parecer de orientação CVM n. 35. In: PRADO, Viviane Muller; CARMO, Lie Uema do (Org.). *Estudos empíricos sobre temas de direito societário*. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 121-160.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*. São Paulo: Malheiros, 2011.

SÃO PAULO. Tribunal de Justiça. *Apelação cível nº 510.984-4/8*. Disponível em: <<http://www.tjsp.jus.br/>>. Acesso em: 05 jun. 2016.

SILVA, Lucila. *O valor justo em incorporação de sociedades controladas*. São Paulo: Almedina, 2011.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda. *Das sociedades por quotas de responsabilidade limitada*. São Paulo: Max Limonad, 1956.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. São Paulo: Bushatsky, 1979. v. 2.

TOMAZELLA, Carla Mosna. *Proteção de Acionistas e Credores nas Operações de Incorporação Envolvendo Sociedades Anônimas*. 2011. 218f. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011.

TOMAZELLA, Carla Mosna; MARIZ, Livia. A proteção de acionistas nas operações de fusão, incorporação e cisão no Brasil e no direito comparado. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (Coord.). *Direito societário contemporâneo I*. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 207-235.

WALD, Arnaldo. Direito de recesso. Modificações estatutárias não impugnadas tempestivamente que decorrem do término do prazo de concessão. Descabimento daquele. In: WALD, Arnold (Org.). *Doutrinas essenciais de direito empresarial*. dez. 2010. p. 1083-1098. v. 3. Acesso via: Revista dos Tribunais Online.

VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações: comentários ao Decreto-Lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940*. Rio de Janeiro: Forense, 1941. v. 2.

VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades anônimas*. Rio de Janeiro: Mundo Medico, 1937.

ZANINI, Carlos Klein. *A dissolução judicial da sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Forense, 2005.

## ÍNDICE

<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>9</b>
-------------------------	----------

### PRIMEIRA PARTE

<b>INCORPORAÇÃO DE COMPANHIA CONTROLADA.....</b>	<b>14</b>
<b>Capítulo I – Incorporação de Sociedade .....</b>	<b>14</b>
A. Definição e Natureza Jurídica.....	15
B. Substituição de Ações e Direitos dos Sócios .....	28
C. Procedimento de Incorporação de Sociedades.....	37
D. Peculiaridades das Relações de Controle na Incorporação de Sociedade Controlada.....	47
<b>Capítulo II – Evolução Histórica do Artigo 264 .....</b>	<b>63</b>
A. Projeto de Lei nº 2.559/1976 .....	64
B. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.....	66
C. Lei nº 7.958, de 20 de dezembro de 1989 .....	68
D. Lei nº 9.457, de 05 de maio de 1997 .....	71
E. Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001 .....	78

### SEGUNDA PARTE

<b>REGIME E EFEITOS DO ARTIGO 264 .....</b>	<b>82</b>
<b>Capítulo III – Relação de Substituição de Ações na Perspectiva do Artigo 264.....</b>	<b>86</b>
<b>Capítulo IV – Direito de Recesso na Perspectiva do Artigo 264 .....</b>	<b>109</b>
<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>131</b>
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>139</b>