

# INCORPORAÇÃO E RECESSO NA DOGMÁTICA SOCIETÁRIA

**Xavier de Albuquerque**

Ministro aposentado e ex-Presidente do  
Supremo Tribunal Federal

Ex-Professor Catedrático da Faculdade  
de Direito do Amazonas

Ex-Professor Titular da Universidade  
de Brasília

Advogado

**SUMÁRIO:** I - Direito de recesso: duas palavras como intróito. II - Incorporação e recesso na mutante LSA. A) Lei n. 9.457/1997: antes e depois. B) Formulação defeituosa. C) Lei n. 10.303/2001.

## I - DIREITO DE RECESSO: DUAS PALAVRAS COMO INTRÓITO

1. Pode dizer-se que, salvo exceções de sociedades estritamente familiares, quicá patriarcais, é apenas no seu nascimento que o contrato societário logra reunir unanimidade formadora da vontade negocial. Daí por diante, há de prevalecer — democraticamente, por sinal — o princípio majoritário, cuja atuação implica o predomínio da concordância da maioria sobre a discordância da minoria e, em princípio, a sujeição desta ao quebramento, parcial que seja, de quanto anteriormente pactuado, quebramento que alhures se chamou *turbativa del sinalagma*.<sup>1</sup> “Como regra geral,” — obtempera **Márcia Carla Pereira Ribeiro** — “a minoria deve submeter-se à deliberação da maioria, tendo a possibilidade de permanecer na sociedade ou a opção de alienação de suas ações.”<sup>2</sup>

---

1 Cf. PESUCCI, Stefania Pacchi. *Autotutela dell'azionista e interesse dell'organizzazione*. Milano: A. Giuffrè, 1993. p. 84.

2 RIBEIRO, Márcia Carla Pereira. Comentários aos arts. 136, 137... in: BERTOLDI, Marcelo M. (Coord.). *Reforma da lei das sociedades anônimas: comentários à lei 10.303., de 31.10.2001*. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2002. p. 113-114.

Tal seja a índole da alteração majoritariamente deliberada, pode dar-se de os sócios minoritários discordantes não se lhe deverem submeter sem alternativa. Corre-lhes então a possibilidade, concebida pelo Direito sob a expressão, que fez fortuna,<sup>3</sup> “direito de recesso”, de se retirar da sociedade e dela haver o reembolso do valor de suas ações. Seu interesse, “que a lei protege com o direito de retirada, é o de não serem compelidos a continuar como sócios de companhia substancialmente diferente daquela a que se associaram, ao subscreverem ou adquirirem ações”.<sup>4</sup>

Trata-se de concepção feliz, cujo timbre não destoa do que também guarda, como há pouco assinalado, o princípio majoritário que lhe faz *pendant*. Anota-o **Stefania Pacchi Pesucci**, assim: “*Per offrire l’immagine di una struttura organizzativa a base democratica è necessario, allora, il recesso. Il recesso è, così, uno strumento comodo per popolarizzare l’investimento acionario.*”<sup>5</sup>

2. “Il recesso rappresenta così, **prima facie** almeno,” — acentua outra vez **Stefania Pacchi Pesucci** — “*un temperamento posto a questo ampliamento della possibilità di modificare le clausole contrattuali.*”<sup>6</sup>

Variações de linguagem à parte, também colheu adesões a conotação de *temperamento* sublinhada pela doutrinadora italiana. Desde **Vivante**, que o tomou “como um *freio* e um remédio contra o poder ilimitado da assembléia de modificar o próprio estatuto”,<sup>7</sup> tem a doutrina extraído da etiologia do recesso o viés, que o inspira e marca, da *contenção* do princípio majoritário por via da impositiva *compensação* dos seus efeitos. Encarou-o **Comparato**, com propriedade proverbial, “a modo de *contrapeso* ao princípio do governo social pela maioria”,<sup>8</sup> em passagem adotada e reproduzida por **Negi Calixto** e **Edgard Katzwinkel**,<sup>9</sup> além de posteriormente citada por **Newton de Lucca**.<sup>10</sup> E ainda agora, vem **Márcia Carla Pereira Ribeiro** de qualificar o “direito de retirar-se” como “um atributo da minoria” que

<sup>3</sup> Cf. COMPARATO, Fábio Konder. Direito de recesso de acionista de sociedade anônima. **Revista dos Tribunais**. São Paulo, ano 71, v. 558, p. 33-40, abr. 1982.

<sup>4</sup> LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A lei das S.A.**, 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1995, v. 2, p. 340. (parecer de 26.05.1983).

<sup>5</sup> PESUCCI, *op. cit.*, p. 87.

<sup>6</sup> PESUCCI, *op. cit.*, p. 168

<sup>7</sup> *apud* COMPARATO, *op. cit.*, p. 33-40.

<sup>8</sup> COMPARATO, Fábio Konder. Valor do reembolso no recesso acionário: interpretação do art. 45 da lei das sociedades por ações. **Revista dos Tribunais**. São Paulo, ano 71, v. 563, p. 48-56, set. 1982.

<sup>9</sup> CALIXTO, Negi; KATZWINKEL JÚNIOR, Edgard. Três temas da lei das sociedades anônimas. **Revista dos Tribunais**. São Paulo, ano 75, v. 614, p. 23-32, dez. 1986.

<sup>10</sup> LUCCA, Newton de. O direito de recesso no direito brasileiro e na legislação comparada. **Revista de Direito Mercantil**. São Paulo, ano 37, v. 114, p. 7-13, abr/jun. 1999.

consiste em “*compensação* pela não-prevalência do seu entendimento na condução dos negócios da companhia”.<sup>11</sup>

3. Mas do recesso, *remédio* jurídico que também é — já o dissera **Vivante**, como há pouco visto, e o repete qualificada doutrina<sup>12</sup> —, não se pode utilizar sem específica necessidade de ministração. A modo de patologia que lhe justifica e autoriza o uso terapêutico, traduz tal necessidade a *iliquidez* das ações que têm por titular o acionista dissidente e retirante e cujo valor, em razão dela, lhe há de ser reembolsado pela própria companhia. Segundo depõe **Paulo Lucena de Menezes**, “vinte e três Estados americanos adotam o sistema que proíbe o direito de recesso quando as ações dos acionistas minoritários podem ser negociadas livremente no mercado de valores mobiliários. Esta teoria, a rigor, ampara-se no fundamento de que o direito de recesso é desnecessário quando existe um mercado de valores mobiliários aberto.”<sup>13</sup>

“Trata-se” — sentença **Comparato** para outro efeito, mas também aqui utilmente — “de um remédio jurídico e não de um direito material à obtenção de lucros ou vantagens.”<sup>14</sup> “O recesso é meio” — concorda **Rachel Sztajn** — “de o acionista deixar a sociedade, não de fazer lucros às suas custas”;<sup>15</sup> e acrescenta, indagativamente, noutra oportunidade: “Se o acionista tem ‘mecanismos de mercado’ para se desligar da sociedade, por que admitir exerça o recesso e receba da companhia?”<sup>16</sup> Semelhantemente opinam outros especialistas.<sup>17</sup> Daí dizer-se que o “exercício da retirada é direito excep-

<sup>11</sup> RIBEIRO, *op. cit.*, p. 114 — destaque da transcrição.

<sup>12</sup> Cf. COMPARATO, Direito de recesso... *op. cit.*, p. 34; COMPARATO, Valor do reembolso... *op. cit.*, p. 202; PENTEADO, Mauro Rodrigues. A Lei n. 7.958/1989 e a pretensa modificação do direito de retirada dos acionistas: uma discussão inócua. **Revista de Direito Mercantil**. São Paulo, ano 29, n. 77, p. 49. jan/mar. 1990; CALIXTO; KATZWINKEL JÚNIOR, *op. cit.*, p. 28; LUCCA, *op. cit.*, 11; WALD, Arnoldo. Modificações estatutárias não impugnadas tempestivamente: término do prazo de concessão: direito de recesso. **Revista Forense**. Rio de Janeiro, n. 276, p. 106-113, 1981. (Também publicado na Revista dos Tribunais 564/12 e na Revista de Direito Mercantil 40/29).

<sup>13</sup> MENEZES, Paulo Lucena de. A disciplina do direito de recesso no Projeto de Lei n. 1.564/1996. **Revista do Direito Mercantil**. São Paulo, ano 36, n. 105, p. 136-133. jan/mar. 1997. Também o registra CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**: Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações da Lei n. 9.457, de 5 de maio de 1997. São Paulo: Saraiva, 1997. v. 2, p. 739, aludindo a “inúmeras leis estaduais” norte-americanas.

<sup>14</sup> COMPARATO, Valor do reembolso... *op. cit.*, p. 202. Aderiram-lhe CALIXTO; KATZWINKEL JÚNIOR, *op. cit.*, p. 28.

<sup>15</sup> SZTAJN, Rachel. O direito de recesso nas sociedades comerciais. **Revista do Direito Mercantil**. São Paulo, ano 27, n. 71, p. 50-54, jul./set. 1988.

<sup>16</sup> Os projetos de alteração da Lei n. 6.404/76. **Revista do Direito Mercantil**. São Paulo, ano 36, n. 107, p. 183-189. jul./set. 1997.

<sup>17</sup> Cf. CANTIDIANO, Luiz Leonardo. A reforma da lei das sociedades por ações. **Revista Forense**. Rio de Janeiro, ano 93, v. 340, p. 127-244, out./nov./dez. 1997 e FRONTINI, Paulo Salvatore. Sociedade anônima: direito de retirada, recesso de dissidente, Lei Lobão: um precedente judicial. **Revista de Direito Mercantil**. São Paulo, ano 31, n. 86, p. 71-77, abr./jun. 1992.

cional” que a lei apropriadamente limita “quando há possibilidade de fácil negociação das ações do dissidente no mercado”,<sup>18</sup> e se adita que, “existindo tal possibilidade”, recai a preferência normativa na “alienação da ação pelo acionista descontente e não no exercício do direito de retirada.”<sup>19</sup>

Quer-se, enfim, não apenas conter o recesso em limites razoáveis de efetiva necessidade, como também obviar desvios de utilização que terão permitido falar-se — sem embargo do exagero que nisso viu **Mauro Rodrigues Penteado**<sup>20</sup> — em “indústria do recesso”.<sup>21</sup>

4. Contraposta à *iliquidez* que traduz a necessidade do recesso, emerge no prosclênio a *liquidez* das ações que têm por titular o acionista dissidente. Esta, o que revela é a desnecessidade do recesso. Logo, elide o direito que, se configurado, o consubstanciaria. Sua noção se desvela, excelentemente, nesta passagem mutuada a **José Luiz Bulhões Pedreira**:

“Liquidez é a qualidade do bem do patrimônio de ser facilmente conversível em moeda. Nessa metáfora, o estado de substância líquida — que flui, podendo ser transferida de um recipiente para outro e tomar a forma daquele em que se encontra — representa a qualidade de conversibilidade de um bem em moeda.

A moeda é dita capital financeiro líquido porque pode ser trocada por quaisquer outros bens, e o valor financeiro do bem pode ser convertido em moeda mediante troca no mercado. O grau de liquidez do bem é função da probabilidade de conversão: é tão mais líquido quanto mais fácil e mais rapidamente seu valor pode ser realizado em moeda.

Essa conversibilidade pressupõe a existência de mercado no qual o bem seja negociado continuamente em quantidade que autorize a previsão de que, quando ofertado à venda pelo titular, poderá ser trocado por moeda sem perda apreciável em relação ao valor corrente de mercado.

<sup>18</sup> RIBEIRO, *op. cit.*, p. 114.

<sup>19</sup> RIBEIRO, *op. cit.*, p. 116.

<sup>20</sup> PENTEADO, Mauro Rodrigues. Direito de retirada dos acionistas na Lei n. 9.457/1997. In: LOBO, Jorge (coord.). **Reforma da lei das S.A.** São Paulo: Atlas, 1998. p. 100-139.

<sup>21</sup> Cf. BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito societário**. 5. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1999. p. 355; CANTIDIANO, Luiz Leonardo. **Direito societário e mercado de capitais**. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. p. 29-37; EIZIRIK, Nelson Laks. **Reforma das S.A. e do mercado de capitais**. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. p. 25-60, 78, 80; WALD, Arnoldo. A reforma da lei das sociedades por ações. **Revista do Advogado**. São Paulo, n. 52, p. 10-17. fev. 1998; PERIN JÚNIOR, Ecio. A tutela jurídica do acionista minoritário: de acordo com a Lei n. 10.303/2001. **Revista do Direito Privado**. São Paulo, v. 3, n.12, p. 106-130, out/dez. 2002.

A ação é dita líquida quando seu valor pode ser facilmente convertido em moeda mediante venda no mercado (sem perda apreciável de valor), e ilíquida quando essa conversão é difícil, ou impossível.”<sup>22</sup>

5. Outro traço comumente entrevisto no recesso<sup>23</sup> é o de *direito potestativo*.<sup>24</sup>

Explica-o **Comparato**: “É prerrogativa de *poder jurídico lato sensu*, que se opõe ao direito subjetivo pelo fato de comportar uma imissão do titular na esfera jurídica do sujeito passivo. No direito subjetivo em sentido estrito, o titular depende da colaboração do sujeito passivo, que deve fazer ou deixar de fazer algo em benefício daquele. No poder jurídico, ao revés, o outro sujeito é, de fato, totalmente passivo; ele se encontra em situação de ter que sofrer, em sua pessoa ou seu patrimônio, os efeitos jurídicos do exercício do poder. É a *sujeição*. Tal não significa, porém, que após a produção automática desse efeito jurídico em seu patrimônio, ou sua pessoa, não incumba ao sujeito passivo algum dever de cumprir certa prestação, como é o caso do reembolso que se segue ao exercício do recesso societário.”<sup>25</sup>

Daí exercitar-se mediante declaração unilateral de vontade<sup>26</sup> e assumir caráter nitidamente receptício.<sup>27</sup>

<sup>22</sup> Tópico recortado de minuta de peça forense a que teve acesso circunstancial, por cópia, o autor deste exercício.

<sup>23</sup> Ressalve-se a dissidência de RAMOS, Saulo. Descabimento do direito de recesso. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. São Paulo, v. 2, n. 5, p. 239-257, maio/ago. 1999.

<sup>24</sup> Cf. BATALHA, Wilson S.C.; RODRIGUES NETO, Silvia Marina L. B. **A nova lei das S.A.** São Paulo: LTr. 1998. p. 114; COMPARATO, Direito de recesso.... **op. cit.**, p. 34; COMPARATO, Valor de reembolso.... **op. cit.**, p. 201; PENTEADO, Mauro Rodrigues. A Lei n. 7.958/1989 e a pretensa modificação do direito de retirada dos acionistas: uma discussão inócua. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo, v. 29, n. 77, p. 29-51, jan./mar. 1990; SZTAJN, O direito de recesso.... **op. cit.**, p. 53; OCHMAN, Renato; FORGIÓN, Paula A. Direito de retirada do acionista no “fechamento de capital” de companhia. **Revista de Direito Mercantil**. São Paulo, ano 32, n. 90, p. 38-51, abr./jun. 1993; LOBO, Jorge. Direito de retirada nos casos de fusão, incorporação, cisão e participação em grupos de sociedades. **Revista dos Tribunais**. São Paulo, ano 80, v. 664, p. 43-49, fev. 1991; LOBO, Jorge. Reforma da lei das S.A.: Lei n. 9.457 de 05.05.1997. In: LOBO, Jorge (coord.). **A reforma da lei das S.A.** São Paulo: Atlas, 1998. p. 9-54; ainda LOBO, Jorge. Proteção a minoria acionária. **Revista de Direito Mercantil**. São Paulo, ano 36, n. 105, p. 35-36, jan./mar. 1997; PESUCCI, **op. cit.**, p. 76.

<sup>25</sup> COMPARATO, Valor do reembolso.... **op. cit.**, p. 201-202.

<sup>26</sup> Cf. GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Direito de retirada e poder de retratação. **Revista de Direito Mercantil**. São Paulo, ano 20, n. 44, p. 22-27, out./dez. 1981; SZTAJN, O direito de recesso.... **op. cit.**, p. 53; OCHMAN & FORGIÓN **op. cit.**, p. 45 reportando-se a FERRI, Giuseppe. **Manuale de diritto commerciale**. 4. ed. Torino: Torinese, 1976. p. 441. PENTEADO, A Lei n. 7.958/1989.... **op. cit.**, p. 76.

<sup>27</sup> Cf. GUERREIRO, **op. cit.**, p. 22-25; SZTAJN, O direito de recesso.... **op. cit.**, p. 53; PESUCCI, **op. cit.**, p. 74-85; GABRIELLI, Giovanni; PADOVINI, Fábio. [Verbete recesso]. In: CALASSO, Francesco (coord.). **Enciclopédia Del diritto**. Milão: A. Giuffrè, 1958-1995. v. 39, p. 42.; D’AVANZO, Walter. [Verbete recesso] In: AZARA, Antonio; EULA, Ernesto (coord.). **Novissimo digesto italiano**. 3. ed. Torino: Unione Tip. Editrice Torinese, 1957-1975. v. 14, p. 1.036.

## II - INCORPORAÇÃO E RECESSO NA MUTANTE LSA

### A) Lei n. 9.457/1997: antes e depois

6. Meio século tardou o Brasil, desde quando a Itália o fizera em seu Código do Comércio de 1882, a incorporar o direito de recesso por decreto de 1932. Mantiveram-lhe agasalho o Decreto-Lei n. 2.627/1940 e a Lei n. 6.404/1976, que desde então sucessivamente regularam as sociedades por ações, até que, passado mais que outro meio século, intentou extirpá-lo nas hipóteses de incorporação a Lei n. 7.958/1989, discutibilíssima e discutidíssima por sinal. Já não guarda oportunidade, porque não mais releva — senão, talvez, para fins históricos, aliás nada edificantes —, lembrar a viva controvérsia que se instalou naquela quadra sobre se o último diploma efetivamente alcançara, ou não, o efeito derogatório a que visara.

Os anos 1990 marcaram-se de efervescência reformista da Lei de 1976, geralmente havida como carecedora de ajustes e modificações. No começo da década, anteprojetos da CVM bem trabalhados e discutidos acabaram não vingando. Sucederam-lhes, porém, projetos de lei de iniciativa parlamentar que, iniciados na Câmara dos Deputados e ali fundidos, vieram a desfechar na Lei n. 9.457, de 05.05.1997, que afinal implementou a primeira reforma da precedente LSA.

7. No tocante ao direito de retirada, nesta última disciplinado, a voz autorizada do Professor **Alfredo Lamy Filho** clamou por sua reformulação, criticando-a por havê-lo, mas erradamente, tornado mais amplo do que era sob o Decreto-Lei de 1940.<sup>28</sup>

A reformulação se fez e sobremodo atingiu, contraindo-o, o recesso motivado por incorporação. E nisso atraiu encômios e reservas, quando não abertas censuras. Para **Luiz Leonardo Cantidiano**, “a nova lei resolveu acertadamente a questão, ao restringir o direito de recesso”.<sup>29</sup> Já **Modesto Carvalhosa** sublinhou o que chamou “fragilização” e “neutralização” do direito de recesso, expressões da supressão ampla, que a nova lei operou, de direitos dos acionistas minoritários.<sup>30</sup> De sua parte, **Mauro Rodrigues**

<sup>28</sup> LAMY FILHO, Alfredo. Considerações sobre a elaboração da lei de S.A. e sua necessária atualização. *Revista de Direito Mercantil*. São Paulo, ano 35, n. 104, p. 86-94. out./dez. 1996.

<sup>29</sup> CANTIDIANO, A reforma da lei..., *op. cit.*, p. 141.

<sup>30</sup> CARVALHOSA, Modesto. A reforma da lei de sociedade por ações. *Revista do Advogado*. São Paulo, n. 52, p. 28-31, fev. 1998. De “progressiva neutralização desse direito” também falou LUCCA, *op. cit.*, p. 31.

**Penteado** reputou “irrelevantes, em cotejo com os direitos que deles foram subtraídos”, as vantagens trazidas pela lei reformadora aos acionistas não-controladores;<sup>31</sup> e não ficou longe de insinuar contradição entre o declarado “objetivo último” do “Projeto Kandir”, de “incentivar o desenvolvimento do mercado de capitais do Brasil”, e as “draconianas soluções que continha, em desfavor dos minoritários e dos investidores, entre as quais a supressão e redução do direito de recesso”.<sup>32</sup> “Projeto Kandir” que, sem embargo da “significativa melhoria” apontada por **Modesto Carvalhosa** na passagem há pouco citada, que lhe teria propiciado a “Emenda Hauly” – como ali designado o substitutivo do Relator na Câmara dos Deputados, Deputado **Luiz Carlos Hauly** –, impregnou de seu travo constritor a própria lei finalmente promulgada.

Certo é, repita-se, que, para o bem ou para o mal, fez-se a reformulação. Resumiu-a **Nelson Eizirik** ao relacionar as modificações introduzidas na precedente LSA pela Lei n. 9.457/1997: “– nos casos de incorporação, fusão e participação em grupo de companhias, excluiu o direito de recesso para os titulares de ações de presumida liquidez e dispersão, estabelecendo os parâmetros para a sua determinação”.<sup>33</sup>

**8.** Com as alterações de redação que lhe introduziu aquela primeira reforma, ficou assim regulado o assunto – em disciplina que o tempo mostrou ser não mais que provisória, pois nem chegou a durar um lustro – na Lei n. 6.404/1976:

“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:

(...)

II - nos casos dos incisos IV [fusão da companhia, ou sua incorporação em outra] e V [participação em grupo de sociedades], 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

<sup>31</sup> PENTEADO, Direito de retirada..., *op. cit.*, p. 101.

<sup>32</sup> *Ibid.*, p. 102.

<sup>33</sup> EIZIRIK, *op. cit.*, p. 22.

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;

(...).”

## B) Formulação defeituosa

9. Semelhante formulação não podia passar, como não passou, sem explícitos reparos, nem deixar de causar, como efetivamente causou, perplexidade que nutriu ampla divergência interpretativa. Não tanto pelo requisito da alínea **a**, mais facilmente apreensível, quanto por aquele outro, francamente enigmático, da alínea **b**, ambas do inciso II do novo art. 137 da LSA.

Dir-se-ia — talvez com algum exagero — ter sido ela bom exemplo de como *não* se deve elaborar uma lei. Não será excessivo, porém, dizer-se que constituiu mais um fruto do olímpico desprezo que geralmente se vota, faz tempo e por desgraça, a elementares postulados de técnica legislativa, quando o que se impõe, muito pelo contrário, é cumpri-los religiosamente. Calha bem neste momento a feliz metáfora de **Victor Nunes Leal**: “Tal é o poder da lei que a sua elaboração reclama precauções severíssimas. Quem faz a lei é como se estivesse acondicionando materiais explosivos.”<sup>34</sup> “É, entretanto, lamentável” — deplorou há sessent’anos **Antão de Moraes** — “assinalar que leis bem redigidas rareiem cada vez mais. A regra é o desleixo, a confusão, a imprecisão, os excessos, as lacunas, os erros a monte e a pedir por boca.”<sup>35</sup>

Há de evitar-se a todo custo o flagelo da obscuridade. Já **Montesquieu** advertia que — “*Las leyes no deben ser sutiles: se hacen para gente de entendimiento mediano; han de estar al alcance de la razón vulgar de un padre de familia y del sentido común, sin ser un arte de lógica ni una exposición de sutilezas.*”<sup>36</sup> “A compreensão da mensagem (normativa) contida na comunicação do Direito” — obtempera **Eduardo Vieira Manso** —

<sup>34</sup> LEAL, Victor Nunes. **Problemas de direito público**. Rio de Janeiro: Forense, 1960. p. 7-32.

<sup>35</sup> MORAES, Antão. A má redação de nossas leis: juristas e jurisprudência, renovação e crise de direito, força da tradição e preservação do direito. **Revista dos Tribunais**. São Paulo, ano 88, v. 762, p. 777-783, abr. 1999. (Republicação na Seção Memória do direito brasileiro, de discurso anteriormente divulgado na mesma Revista dos Tribunais 163/412-420 e na Revista Forense 110/529-533).

<sup>36</sup> MONTESQUIEU. **Del espíritu de las leyes**. Version castellana de Nicolas Estevanez. Buenos Aires: Albatros, 1942. t. 2, p. 322.

“será tanto mais segura quanto mais sincrônicas forem as palavras e os fatos que elas devem designar.”<sup>37</sup> “A linguagem das leis” — acrescenta noutro passo — “deve ser a mais inequívoca possível”.<sup>38</sup> Em estudo mais recente, **Gilmar Ferreira Mendes** ministra lição coincidente: “O princípio da segurança jurídica, elemento fundamental do Estado de Direito, exige que as normas sejam pautadas pela precisão e clareza, permitindo que o destinatário das disposições possa identificar a nova situação jurídica e as conseqüências que dela decorrem. Devem ser evitadas, assim, as formulações obscuras, confusas ou contraditórias.”<sup>39</sup> E note-se que semelhantes ensinamentos, além de muitos outros, convergentes, que se lhes poderiam adicionar, não exaurem sua inspiração em puro preciosismo, já de si justificável; embebe-se, também, de oportuno pragmatismo, pois objetivam eliminar “o fardo imposto aos juízes, assoberbados com casos provocados unicamente pela redação obscura da fórmula legislativa”, que **Filippo Vassali** precedentemente assinala.<sup>40</sup>

10. “*El estilo debe ser conciso*”, propugnou **Montesquieu** noutra linha de orientação. E acrescentou: “*Además de lacónico, el estilo de las leyes ha de ser sencillo: la expresión directa se comprende siempre mejor que la figurada.*”<sup>41</sup> Retomando-lhe a lição, **Victor Nunes Leal** também escreveu: “A lei destina-se a ser entendida pelo maior número de pessoas. Há de ser, pois, concisa, clara, simples, escrita tanto quanto possível no estilo direto. (...) As primeiras recomendações de **Montesquieu** sobre a feitura das leis referiam-se a esse aspecto...”<sup>42</sup> E outro tanto faz **Pinto Ferreira**: “O estilo das leis deve ser simples, como relembra **Montesquieu**, a expressão *direta* devendo ser preferida, pois nada é melhor do que apreender diretamente o sentido das leis.”<sup>43</sup>

Igualmente reverenciando o clássico de Bordéus, **Antão de Moraes** objurgou nas leis aqueles “dispositivos que se estorturam em tremendas

37 MANSO, Eduardo Vieira. O léxico jurídico. *Revista de Direito Civil, Imobiliário, Agrário e Empresarial*. São Paulo, v. 9, n. 33, p. 96-104, jul./set. 1985.

38 *Ibid.*, p. 102.

39 MENDES, Gilmar Ferreira. Questões fundamentais de técnica legislativa. *Revista Trimestral de Direito Público*. São Paulo, n. 1, p. 255-271, 1993. Também publicado na *Ajuris* 53/114-138 e nos *Cadernos de Direito Constitucional e Ciência Política* 2/36.

40 VASSALI, Filippo. A missão do jurista na elaboração das leis. *Revista Forense*. Rio de Janeiro, v. 148, n. 601/602, p. 50-57, jul./ago. 1953.

41 MONTESQUIEU, *op. cit.*, p. 320.

42 LEAL, *op. cit.*, p. 320.

43 FERREIRA, Pinto. Técnica legislativa como a arte de redigir leis. *Revista de Informação Legislativa*. Brasília, ano 23, n. 89, p. 169-198, jan./mar. 1986.

contorsões, dando triste amostra de que se estirou ao máximo o direito que todos têm de usar com cautela a ordem inversa. (...) E nada mais necessário de ser imediatamente apreendido do que o sentido das leis. No entanto, rara é hoje a cláusula legislativa que se consegue compreender sem penoso esforço, graças, em boa parte, ao abuso e falta de gosto e tacto no emprego da ordem inversa.”<sup>44</sup> De sua parte e modernamente, **José de Queiroz Campos** aconselha que se evite, para obter-se a clareza das leis, “o exagero da ordem inversa”.<sup>45</sup>

11. Bem se vê que a nada disso acudiu a formulação defeituosa de que estamos a cuidar, que a um tempo enfeou a lei e obnubilou seu significado. Não havia benevolência, de resto, que bastasse para titulá-la ao perdão por se haver descaminhado para a disciplina da matéria — como anotou o Professor **Alfredo Lamy Filho** — “sob a forma de duas negativas”.<sup>46</sup>

Quicá se devessem tais defeitos à índole circunstancial da lei — notadamente no relativo à compressão, perseguida a todo custo, do direito de recesso, em hipóteses nas quais se tornara incômodo em perspectiva macroeconômica — e à precipitação com que discutida (?) e aprovada a versão finalmente prevalecente. Desses dois pontos sabidamente trataram, e alguns o fizeram acremente, vários articulistas cujo rol faz-se dispensável compor e documentar neste momento. “As leis feitas de afogadilho,” — censurou **Victor Nunes Leal** com cabível severidade — “para atender a certas situações mais prementes, são as maiores responsáveis pela mutilação dos institutos jurídicos.”<sup>47</sup> Embora compreendendo que “as exigências da vida moderna não só impõem ao legislador um dever de agir, mas também lhe cobram uma resposta rápida e eficaz aos problemas que se colocam”, faz-lhe companhia **Gilmar Ferreira Mendes**: “É exatamente a formulação apressada (e, não raras vezes, irrefletida) de atos normativos que acaba ocasionando as suas maiores deficiências: a incompletude, a incompatibilidade com a sistemática vigente, incongruência, inconstitucionalidade etc.”<sup>48</sup>

<sup>44</sup> MORAES, *op. cit.*, p. 780.

<sup>45</sup> CAMPOS, José de Queiroz. **A arte de elaborar a lei**. 2. ed. Rio de Janeiro. Verbete, 1972. p. 19. *apud* FONSECA, A. Carlos. Técnica jurídica e função criadora da jurisprudência. **Revista de Informação Legislativa**. Brasília, ano 19, n. 75, p. 137-176. jul./set. 1982.

<sup>46</sup> LAMY FILHO, Alfredo. Folha 06 de parecer de 20.04.1999, aparentemente não publicado, a que teve acesso circunstancial, por cópia, o autor deste exercício.

<sup>47</sup> LEAL, *op. cit.*, p. 24.

<sup>48</sup> MENDES, *op. cit.*, p. 115.

Dir-se-ia universal o fenômeno, o que todavia não nos pode dar consolo porque nem por isso é menos deplorável. Com efeito, relata **Filippo Vassali** que, no concernente à Grã-Bretanha, **Boutmy** e **Dacey** “lâncam acusações bastante graves contra as leis que, segundo eles, são por demais sujeitas ao ímpeto do momento, não levando suficientemente em conta nem princípios gerais, nem a própria lógica.”<sup>49</sup> Relativamente à sua Itália, reporta: “Não há instância alguma, inclusive a Suprema Corte, que não tenha, todos os dias, de levantar a sua pedra de Sísifo, que consiste em dar um sentido e uma ordem a matérias regulamentadas com precipitação”.<sup>50</sup>

Dar sentido e ordem a composições normativas mal-ajambradas — ao revés de se lhes submeter acriticamente e passivamente — é papel do intérprete do Direito. Cabe-lhe recompor, idealmente que seja, o que descomposto se mostre, para poder extrair dessa restauração “estética” o significado que racional e logicamente se lhe deva atribuir. Como anotou **Mauro Rodrigues Penteado**, o “critério de dispersão” delineado na alínea **b** do inciso II do art. 137 “exige que se o reescreva, para permitir seu correto entendimento”.<sup>51</sup>

12. É bem verdade — encerrando-se a digressão irreprimível e voltando-se à formulação defeituosa que a todos afligiu — que a terão inspirado, no próprio nascedouro, inegáveis bons propósitos. Quando por primeiro concebeu, e *unicamente*, o requisito que depois se inscreveu na dita alínea **a**, o mencionado Relator na Câmara dos Deputados justificou assim — até aí, aceitavelmente<sup>52</sup> — sua inserção no substitutivo oferecido: “A nova redação é mais objetiva e define com precisão os destinatários do direito de retirada nos casos de fusão da companhia, ou sua incorporação em outra.”<sup>53</sup> Posteriormente, porém, já apensado o projeto a outro, que o antecederia, novo parecer e novo substitutivo ofereceu o mesmo Relator, agora inserindo também o *segundo* requisito que a alínea **b** — com pequena mas significativa supressão — passou a abrigar. E continuou a utilizar, para justificação de *ambos* e

49 VASSALI, *op. cit.*, p. 51.

50 *Ibid.*

51 PENTEADO, *Direito de retirada...*, *op. cit.*, p. 132.

52 Ressalve-se a crítica de Mauro Rodrigues Penteado na obra acima citada, para quem a redação, mesmo a relacionada com esse primeiro requisito, “poderia ter sido mais precisa”.

53 HAULY, Luiz Carlos. Projeto de Lei n. 1.564 de 1996: parecer e substitutivo apresentado à Comissão de Economia, Indústria e Comércio da Câmara dos Deputados, ao projeto de lei de autoria do Deputado Antonio Kandir. *Revista de Direito Mercantil*. São Paulo, ano 36, n. 105. p. 159-182, jan./mar. 1997.

inobstante a impactante enxertia, a mesma idéia, já tornada imprópria, de ser a redação mais objetiva e precisa.<sup>54</sup>

Vã ambição, portanto, a do legislador, conquanto bem intencionada. Donde os reparos já aludidos, que mereceu dos estudiosos. **Newton de Lucca** tachou de “ambíguos” os critérios utilizados.<sup>55</sup> A redação “no mínimo, ambígua”, também referiu-se **Francisco Antunes Maciel Müssnich**.<sup>56</sup> De “redação meio torta” falou, a propósito do censurado inciso II, **José Edwaldo Tavares Borba**.<sup>57</sup> Mais direto, **Mauro Rodrigues Penteado** não hesitou em tachar a redação de “tortuosa”.<sup>58</sup> Compreensivelmente discretos e cerimoniosos, **Alfredo Lamy Filho** registrou ser a nova lei objeto “de novos e maiores questionamentos pelas notórias impropriedades redacionais”,<sup>59</sup> ao passo que **José Luiz Bulhões Pedreira** anotou que o mesmo inciso II “tem ensejado diversas interpretações porque sua redação é, inquestionavelmente, imperfeita.”<sup>60</sup>

Discrição e cerimônia à parte, não houve negar que a redação foi francamente lastimável, por túrgida e obscura. Daí que as tentativas de decifração da Esfinge puseram em dissidência, sob prismas relevantes, reputados especialistas.

**13.** Um desses aspectos, de índole mais geral, disse com “a relação entre as normas das duas alíneas, variando as opiniões dos intérpretes se são: — a) alternativas — bastando que o titular da ação se enquadre em uma delas para que tenha o direito de retirada; — b) cumulativas, caso em que somente tem direito de retirada o titular de ação que se enquadre simultaneamente nas duas normas; ou — c) complementares, no sentido de que a alínea **b** confere o direito de retirada a titular de ação que, segundo a norma da alínea **a**, não teria esse direito.”<sup>61</sup>

54 HAULY, Luiz Carlos. Parecer e substituto ao PL n. 622, de 1995, apresentado à CEIC/CD e consultados em cópia obtida na Câmara dos Deputados.

55 LUCCA, *op. cit.*, p. 31.

56 MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. Reflexões sobre o direito de recesso na minirreforma da lei das sociedades por ações. In: LOBO, Jorge (coord.). **A reforma da lei das S.A.** São Paulo: Atlas, 1998. p. 79-84.

57 BORBA, *op. cit.*, p. 353, nota 6.

58 PENTEADO, Directo de retirada.... *op. cit.*, p. 132.

59 LAMY, Parecer de 20.04.1999...., *op. cit.*, folha 5.

60 PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Passagem recortada da folha 12 da minuta da peça forense anteriormente citada.

61 *Ibid.*, folha 16.

Pela relação de *alternatividade* pronunciaram-se **Modesto Carvalhosa**,<sup>62</sup> **Nelson Eizirik**,<sup>63</sup> **José Edwaldo Tavares Borba**<sup>64</sup> e **Francisco Antunes Maciel Müssnich**.<sup>65</sup>

Pela de *cumulatividade*, ao revés, manifestaram-se **Luiz Alberto Colonna Rosman**<sup>66</sup> e **Paulo Afonso de Sampaio Amaral**.<sup>67</sup> Embora entendendo desnecessário ingressar na discussão teórica, **Saulo Ramos** pareceu optar, também, por este endereço doutrinário.<sup>68</sup>

Por nem serem alternativas, nem cumulativas, mas *complementares* uma à outra, propugnaram **Alfredo Lamy Filho** e **José Luiz Bulhões Pedreira** e nisso remontaram a momentos da elaboração legislativa, notadamente o “Projeto Kandir” e a emenda, dita de redação e como tal aprovada, com a qual se intercalou entre as duas alíneas a conjunção “e”.

“Indo o projeto ao Senado,” — registrou **Lamy** — “o Relator, Senador José Serra procurou restaurar a inspiração original do Projeto Kandir que excluía do recesso as ações que ‘embora admitida a negociação nos mercados’ ‘*encontram-se em situação de iliquidez*’ e para isso acrescentou um **e** entre os itens **a** e **b** (Emenda n. 2) deixando expresso que as duas hipóteses A e B não são alternativas, mas, sim, *complementares*, como estava no projeto original do deputado Kandir, e na exposição que o precedeu”.<sup>69</sup> Semelhantemente expôs **José Luiz Bulhões Pedreira**: “No projeto do Deputado Kandir, a complementariedade era expressa: a alínea **a** conferia direito de retirada apenas aos titulares de ações de companhias fechadas e a alínea **b** acrescentava que também tinham esse direito os titulares de ações de companhias abertas que se encontrassem em situação de iliquidez, tal como definida pela CVM. A complementariedade era explicitada pela redação da norma da alínea **b**: tinha direito de retirada o titular de ações que, ‘*embora admi-*

62 CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*: Lei n. 6.404 de 15 de dezembro de 1976, com as modificações da Lei n. 9.457 de 5 de maio 1997. São Paulo: Saraiva, 1997. v. 2. p. 737.

63 EIZIRIK, *op. cit.*, p. 353. Mais explicitamente: Notas sobre o direito de recesso na incorporação, fusão e cisão das companhias. *Revista de Direito Mercantil*. São Paulo, ano 37, n. 113, p. 124-129, jan./mar. 1999.

64 BORBA, *op. cit.*, p. 353.

65 MUSSNICH, *op. cit.*, p. 79.

66 ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. Modificações na lei das S.A.: com destaque para o art. 17, breves comentários à Lei n. 9.457/1997. *Revista Forense*. Rio de Janeiro, ano 94, n. 341, p. 161-192, jan./mar. 1998.

67 AMARAL, Paulo Afonso de Sampaio. O direito de recesso na incorporação, fusão, cisão e participação em grupo de sociedades. *Revista do Advogado*. São Paulo, v. 52, p. 44-53, fev. 1998.

68 RAMOS, *op. cit.*, p. 247 e 249.

69 PEDREIRA, *op. cit.*, folhas 8/9.

*tidas à negociação nos mercados referidos na alínea anterior*, se encontrassem em situação de iliquidez.” E prosseguiu: “O substitutivo do Deputado Haully não reproduziu essa frase da alínea **b**, e como não continha a conjunção aditiva ‘e’ no final da alínea **a**, ensejava dúvidas de interpretação que foram eliminadas pela emenda de redação do Senado Federal, tornando incontestada a proposição de que as duas normas *não são alternativas*.”<sup>70</sup>

**14.** Sobre o requisito da alínea **a** do inciso II não se registraram, como fora previsível — mais facilmente apreensível que ela era, qual a definimos precedentemente —, dissidências carecedoras de menção.

Algun autor a andou treslendo, mas por evidente lapso e sem conseqüências, com impropriamente aludir a “ações admitidas”. Como estava claro, aí sim, no texto legal, o atributo da *admissão* a negociação em bolsas de futuros era exigido aos próprios índices gerais, não às ações integrantes das carteiras teóricas que eles representam. “Diferentemente” — preleciona **Arnoldo Wald** — “do que ocorre com o mercado futuro de ações, por exemplo, no mercado futuro de índices, o objeto negociado não é constituído por ações de uma empresa determinada, mas por um índice, que significa uma carteira teórica de ações, ou seja, uma realidade abstrata.”<sup>71</sup>

**15.** O que comportou realce, neste particular, foi o entendimento incontestado de que a integração em índice geral, que o texto legal valorizou como indicativo de liquidez das ações de que fosse titular o acionista dissidente, apurava-se levando em conta a espécie ou classe dessas mesmas ações, se fossem de diferentes espécies e classes as emitidas pela companhia.

Observou **Nelson Eizirik** que “não é a companhia que integra o índice, mas as ações por ela emitidas que são dotadas de maior liquidez.”<sup>72</sup> O autor ilustrou a observação: “Assim, por exemplo, a companhia *X* pode ter todas as ações preferenciais de sua emissão integrando o índice, ou apenas uma classe delas, embora as ações ordinárias não façam parte do índice.” E concluiu: “A exclusão do direito de recesso refere-se apenas aos titulares das ações (da

<sup>70</sup> Passagem recortada da fl. 17 da minuta de peça forense anteriormente citada.

<sup>71</sup> WALD, Arnaldo. O mercado futuro de índices e os valores imobiliários. **Revista de Direito Mercantil**. São Paulo, ano 24, n. 57, p. 5-18, jan./mar. 1985.

<sup>72</sup> A fonte vai indicada logo adiante. Abre-se esta nota para registrar que, recortada da fl. 14 da minuta de peça forense anteriormente citada, **José Luiz Bulhões Pedreira** fez observação coincidente: “Cabe destacar que o que integra o índice de bolsa de valores *não são companhias, e sim determinadas espécies e classes de ações de companhias*. (...) Para aplicar a norma da alínea **a** ... a um caso concreto não basta, portanto, saber se a companhia emissora da ação consta do índice — há que *verificar se a espécie e classe da ação integram o índice*.”

espécie ou classe) que integrem o índice. Se a companhia X tem ações ordinárias e ações preferenciais das classes A, B e C e somente as preferenciais da classe C integram o índice Ibovespa, o direito de recesso, por ocasião de fusão ou incorporação, somente pode ser negado aos titulares das ações preferenciais da classe C.”<sup>73</sup> Propugnando a mesma compreensão, disse **Paulo Afonso de Sampaio Amaral**, para finalizar o exame do tema, “que o que importa é que a espécie de ação em causa integre ou não o índice.” E exemplificou: “A preferencial do Bradesco e da Acesita compõem o índice, por exemplo, como se pode ver do exame da composição da carteira teórica do Ibovespa vigorante neste quadrimestre, mas as respectivas ordinárias não. Aquelas companhias não poderiam então opor-se ao pedido de recesso de um minoritário titular de ordinárias, porque as suas preferenciais integram o Ibovespa.”<sup>74</sup>

Na mesma linha opinaram **José Luiz Bulhões Pedreira** e **Luiz Carlos Piva**, *verbis*: “O índice ‘Ibovespa’ é constituído com base em carteira que compreende determinadas espécies e classes de ações de cada companhia, e não todas as ações de cada companhia.”<sup>75</sup>

Nem pudera ser de outro modo, pois a carteira teórica do Ibovespa — único admitido a negociação em bolsas de futuros — integrava-se geralmente de ações de diferentes espécies, ordinárias ou preferenciais, mas também, quanto a algumas companhias, de ações de ambas as espécies, ordinárias e preferenciais.<sup>76</sup>

**16.** Aflitivo e conflituoso mostrou-se, ao contrário, o esforço por decifrar o requisito da alínea **b** do multicitado inciso II. Aqui, o principal dos escolhos consistiu em assentar se — à maneira do que ocorria, e foi há pouco mostrado, com o requisito da alínea **a** — também se devia apurá-lo levando em conta a espécie ou classe das ações de que fosse titular o acionista dissidente, se de diferentes espécies e classes eram as emitidas pela companhia.

Ainda enfocando o problema, àquela altura, para a aplicação do referido inciso II em sua integralidade, **José Luiz Bulhões Pedreira** e **Luiz Carlos Piva** identificaram sua “primeira questão” na determinação de “se a

<sup>73</sup> EIZIRIK. Notas sobre o direito de recesso.... *op. cit.*., p. 127.

<sup>74</sup> AMARAL, *op. cit.*, p. 48-49.

<sup>75</sup> Fl. 3 de parecer de 02.12.1998, a que teve acesso circunstancial, por cópia, o autor deste exercício.

<sup>76</sup> Cf. AMARAL, *op. cit.*, p. 48.

satisfação dos requisitos para que o acionista tenha o direito de retirada, constantes das alíneas **a** e **b**, é verificada com relação a cada espécie e classe de ações, ou ao conjunto de todas as ações da companhia.”<sup>77</sup>

17. Boa parte das lições doutrinárias de então respondeu afirmativamente, ou seja, pela adoção da primeira das duas alternativas lançadas ao final da transcrita passagem de **Bulhões e Piva**.

Para **Mauro Rodrigues Penteado**, o dispositivo dava “a equívoca impressão de que é irrelevante que estejam dispersas 50% das ações preferenciais ou ordinárias, isoladamente ou em suas várias classes.” Rebateu-a, porém, o monografista: “Essa impressão se desfaz mercê da interpretação teleológica da lei, pois esta criou outra ‘válvula de escape’, em lugar do direito de recesso, que não pode ser estreitada mais ainda em detrimento dos não-controladores, o que conduz à conclusão de que a dispersão deverá ser verificada em relação a cada espécie e classe de ações.”<sup>78</sup>

Em sua qualidade de Diretor Jurídico da Companhia Vale do Rio Doce (CVRD), **Pedro de Abreu Mariani** palmilhou a mesma senda. “É evidente” — escreveu — “que a referência às expressões ‘total das ações por elas (companhias abertas) emitidas’ e ‘todas as ações da companhia’ devem ser interpretadas em conexão com a ‘espécie’ ou ‘classe’ prejudicada e, no entender da CVRD, jamais poderiam se referir a um universo de ações que resulte por esvaziar o direito de retirada, até porque uma companhia pode ter diferentes classes e espécies de ações, algumas com liquidez, outras não, algumas com dispersão, outras não”.<sup>79</sup>

Pronunciou-se a respeito, provocado por **Mariani**, o Professor **Alfredo Lamy Filho**, nestes termos: “Mas a liquidez só pode ser verificada em relação a cada espécie ou classe de ação, seja na alínea **a** porque integra índices gerais de bolsas de futuros, seja na alínea **b** por estarem em circulação mais da metade do total em cada classe das ações da companhia, menos as do controlador. — À objeção de que na alínea **b** não há referência à espécie ou classe da ação, cabe referir que também na alínea **a** não existe tal referência, e a ninguém ocorreu sustentar que ela é dispensável. Em realidade, essa

<sup>77</sup> Fl. 3 de parecer de 02.12.1998, anteriormente citado.

<sup>78</sup> PENTEADO, Direito de retirada.... *op. cit.*, p. 133. Na nota 31, o autor invoca o ensinamento coincidente de Nelson Eizirik, a que ainda se fará alusão.

<sup>79</sup> Fl. 2/12 da carta-consulta de 22.03.1999 ao Professor **Alfredo Lamy Filho**, a que teve acesso circunstancial, por cópia, o autor deste exercício.

especificação por ser óbvia, em ambas as alíneas está subentendida, para que façam sentido.”<sup>80</sup> Ao encerrar seu pronunciamento, pontou que “o dispositivo em questão só exclui o direito de recesso, em caso de incorporação quando as ações da mesma espécie e classe gozam de liquidez nas Bolsas, de forma que o dissidente possa negociá-las se o desejar. A negociação existente com outras espécies ou classes de ações, por maior que seja a dispersão, não produz o efeito de revogar o direito essencial de recesso das ações não negociadas.”<sup>81</sup>

Vale ainda transcrever, para encerrar o rol de lições convergentes, a manifestação de **José Luiz Bulhões Pedreira**. Ei-la: “A experiência demonstra que o número das ações da mesma espécie e classe da companhia que circulam no mercado é fator importante da sua liquidez: se a quantidade é pequena, a ação é ilíquida. — As ações da mesma companhia que tem mais de uma espécie ou classe negociadas no mercado têm graus de liquidez diferentes, e umas podem ser líquidas e outras ilíquidas. Nesta hipótese, o cálculo de um grau médio de liquidez de todas as espécies de ações é uma abstração estatística, sem nenhuma representação da realidade, porque inferior ao dos títulos mais líquidos e superior aos dos menos líquidos. Assim, se a companhia tem ações ordinárias e preferenciais negociadas em bolsa, somente podemos apurar e representar separadamente a liquidez de cada espécie, e não faz sentido falarmos de liquidez do conjunto de todas as ações.”<sup>82</sup>

**18.** Em sentido contrário pronunciaram-se outros doutores. Segundo **Paulo Afonso de Sampaio Amaral**, “diferentemente do que acontece em relação ao índice de não-liquidez anterior [alínea **a** do inciso II], em que é necessário saber a espécie ou classe de ação que integra a carteira, para determinar a quantidade de ações em circulação no mercado, despreza-se a eventual diferença de espécie ou classe entre as ações do controlador e as que estão no mercado. A regra legal para calculá-la é: ‘todas as ações da companhia menos as de propriedade do acionista controlador’, independentemente de ele possuir ou não ações da mesma espécie ou classe das que são negociadas no mercado.”<sup>83</sup>

---

<sup>80</sup> Fl. 9 do parecer de 20.04.1999, anteriormente citado.

<sup>81</sup> Fl. 13 do parecer acima.

<sup>82</sup> Passagem recortada da fl. 11 da minuta de peça forense anteriormente citada.

<sup>83</sup> AMARAL. *op. cit.*, p. 49.

A essa diretriz aderiu **Saulo Ramos**, que disse: “Ora, a lei, ao presumir **juris et de jure** o critério de entendimento sobre ‘circulação no mercado’, representa o claro significado verbal: todas as ações emitidas pela Companhia, menos aquelas de propriedade do acionista controlador. — Não traz em sua expressão verbal qualquer limitação ou adjetivação ao substantivo ‘ações’. O termo ações aparece, assim, sem quaisquer limitações de significado. Não pode, pois, como acentua, com razão, o Professor **Arnoldo Wald**,<sup>84</sup> a expressão contida na lei — ‘total das ações emitidas pela Companhia’ — sofrer distinções, muito menos ser substituída para ‘o total das ações de cada classe ou espécie (por ela emitidas)’.”<sup>85</sup>

**19.** Comporta especial registro, por fim, a posição de **Nelson Eizirik** a propósito da questão. O acatado especialista integrou, a princípio, a primeira das correntes, resenhada pouco atrás (n. **17**, *supra*). “O critério de dispersão” — escreveu em livro dedicado ao estudo da reforma operada pela Lei n. 9.457/1997 — “não se relaciona apenas às ações ordinárias, com pleno direito de voto; referindo-se a Lei ao ‘total das ações emitidas’, fica claro que podem ser ordinárias ou preferenciais, sem direito de voto.” E a seguir, esclarecedoramente: “Para que seja validamente suprimido o direito de recesso é necessário que mais da metade das ações de cada classe ou espécie esteja em circulação no mercado.”<sup>86</sup>

Esse seu ensinamento deu suporte explícito ao de **Mauro Rodrigues Penteado**, que já reproduzimos (n. **17**, segundo parágrafo, *supra*), e também pareceu colher a adesão de **Newton de Lucca**, que lhe transcreveu o primeiro dos tópicos que vimos de registrar no parágrafo imediatamente anterior.<sup>87</sup> Foi ele reiterado pelo autor em trabalho subsequente e voltado para o exame do direito de recesso no contexto da reforma, no qual também inseridas, tal e qual, as passagens de que logo acima nos servimos.<sup>88</sup>

Em novo e terceiro estudo, todavia, o doutrinador desertou da corrente a que reiteradamente aderira. Assim explicou a apostasia: “Reconhecemos

<sup>84</sup> Parece referir-se a parecer noticiado ao longo do trabalho, que o respeitado jurista e professor teria exarado; mas, aparentemente não publicado, de conteúdo que o autor deste exercício não logrou conhecer.

<sup>85</sup> WALD, *op. cit.*, p. 248.

<sup>86</sup> EIZIRIK, Reforma das S.A. & mercado..., *op. cit.*, p. 73.

<sup>87</sup> *Op. cit.*, p. 32.

<sup>88</sup> EIZIRIK, Reforma das S.A. e direito de ..., *op. cit.*, p. 75. Também publicado em LOBO, *op. cit.*, p. 145-155.

ter incorrido em contradição ao comentarmos o referido dispositivo legal (“Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais”, **cit.**, p. 77) que agora pretendemos corrigir, uma vez que ora nos referíamos ao total das ações, ora às ações de cada espécie ou classe, parâmetro somente aplicável, conforme aqui analisado, à hipótese prevista na letra **a** do inciso II do art. 137.”<sup>89</sup> Segundo sua nova compreensão, “se o acionista controlador, ou grupo de controladores, em conjunto com os administradores, detêm, direta ou indiretamente, menos da metade do total das ações da companhia, *independentemente da espécie ou classe*, presume-se que esteja atendido o requisito de *dispersão* das ações, podendo ser legitimamente negado o direito de recesso ao acionista dissidente da deliberação de incorporação ou fusão da companhia.”<sup>90</sup> “O dispositivo legal, na realidade,” — ponderou pouco adiante — “não poderia exigir que mais da metade de cada espécie ou classe de ações estivesse dispersa no mercado, sob pena de transformar-se, no caso das ações ordinárias, em letra morta.”<sup>91</sup>

**20.** Ninguém duvidaria certamente de que o ponto nodal da questão situava-se em terem relevância e deverem ser consideradas, ou não na terem e deverem ser desprezadas na aferição desse segundo indicativo legal de liquidez, que se costumava designar por *dispersão*, a espécie ou classe das ações de que fosse titular o acionista dissidente, se a companhia as houvesse emitido de diferentes espécies e classes.

Após detida reflexão, convencemo-nos de ser à corrente afirmativa que assistia procedência (n. **17**, *supra*). Suas próprias razões de sustentação, que escusa repetir, foram alicerce de nosso convencimento.

A corrente negativista, que se lhe opunha (ns. **18** e **19**, *supra*), parece-nos que se deixava impregnar de *literalismo* demasiado e até servil, que só não o seria se fosse diáfana e racional — o que ninguém duvidava, por igual, de que não ocorresse — a *letra da lei* a que assim se prestava tão cega vassalagem.

Entendida esta, porém, **civili modo** e com resguardo dos bons princípios, a outra hermenêutica, aquela propugnada pela corrente afirmativa, é que se podia e devia chegar, e não à perfilhada pela corrente negativista.

<sup>89</sup> EIZIRIK. Notas sobre o direito de recesso..., **op. cit.**, p. 127, nota 6.

<sup>90</sup> EIZIRIK, **op. cit.**, p. 127; itálico do original e sublinhas da transcrição.

<sup>91</sup> EIZIRIK, **op. cit.**, p. 128.

**C) Lei n. 10.303/2001**

21. Outro passou a ser, como é sabido, desde fins de 2001, o quadro normativo passível de exegese. À reforma da LSA de 1997, que se traduzira na Lei n. 9.457, de 05 de maio, veio a suceder — menos de um lustro depois, como já acentuado (n. 8, *supra*) — a de 2001, de alcance societário muito maior e, além disso, também abrangente da Lei do Mercado de Valores Mobiliários (Lei n. 6.385, de 07.12.1976), reforma esta consubstanciada na Lei n. 10.303, de 31.10.2001.

Semelhante proximidade temporal entre uma e outra reformas pode explicar-se por motivos de diferente índole. Um, quiçá designável por *estrutural*, terá residido, ao menos na perspectiva do direito de recesso aqui focalizado, no que **Modesto Carvalhosa** e **Nelson Eizirik** apontaram como “conduta volúvel dos sucessivos legisladores quanto ao alcance e aos objetivos do instituto.”<sup>92</sup> Outro, a que talvez caiba o rótulo de *conjuntural*, terá repousado na “evidente preocupação” — consoante tópicos mutuados a **Daniela Gomes Alonso** — “com as funestas conseqüências que a reforma legal de 1997 poderia trazer para o nosso mercado de capitais, afugentando os investidores que viram sua proteção legal reduzida, num mercado já altamente concentrado”, e que “fez com que, logo em seguida, se iniciasse um novo processo de reforma, que após longa tramitação legislativa culminou com a edição da Lei n. 10.303/2001.”<sup>93</sup> Daí afirmar esta mesma monografista: “A reforma da lei das sociedades anônimas que culminou com a promulgação da Lei n. 10.303/2001, já vinha sendo discutida desde a promulgação da Lei n. 9.457, de 05.05.1997.”<sup>94</sup>

É como se as duas leis sucessivas não houvessem veiculado, a rigor, autônomas reformas, mas traduzido *fases*, conglobadas num só **processus**, de uma mesma e compósita reforma<sup>95</sup> em que talvez coubesse integrar, também, a despeito de havermo-nos esquivado de considerá-la neste ensejo (n<sup>o</sup>

<sup>92</sup> CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **A nova lei das S/A**. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 265.

<sup>93</sup> AFONSO, Daniela Gomes. Parecer CVM de 16.04.2002: critérios para a eleição de membros do Conselho de Administração de S/A aberta, após a Lei n. 10.303/2001. **Revista de Direito Mercantil**. São Paulo, ano 41, n. 126. p. 193-216, abr./jun. 2002.

<sup>94</sup> *ibid.*, p. 206.

<sup>95</sup> Dando suporte à conjectura do texto, **Ecio Perin Júnior** (*ob. cit.*, p. 129) alude à “reforma da Lei das Sociedades por Ações, iniciada em 1997 e concluída com a promulgação da Lei 10.303, de 31.10.2001”.

6, primeiro parágrafo, *supra*), a tristemente célebre Lei n. 7.958, de 20.12.1989. Esta eventualidade, de todo modo, imporá acudir-se ao acre reparo de **Modesto Carvalhosa** e **Nelson Eizirik**: “As modificações constantes verificadas no direito de recesso a partir de 1989 constituem um reflexo de sua indevida utilização como instrumento de política governamental: ora é enfraquecido para viabilizar ou reduzir os custos da privatização, ora é fortalecido, como ocorre com a Lei n. 10.303/2001, para aumentar o valor de posições acionárias minoritárias do governo federal.”<sup>96</sup> “Não é necessário dizer” – acrescentaram estes juristas – “que essa *ciclotimia legislativa* é extremamente danosa”.<sup>97</sup>

22. No que concerne especificamente ao tema deste exercício desprezioso, assim ficou deduzida, em quadro comparativo das versões de 1997 e de 2001, abaixo lançado, a disciplina respectiva, incorporada à LSA:

### Lei n. 6.404/1976

Redação da Lei n. 9.457, de 05.05.1997	Redação da Lei n. 10.303, de 31.10.2001
<p>Art. 136. É necessária a aprovação de acionistas que representem metade, no mínimo, das ações com direito a voto, se maior <b>quorum</b> não for exigido pelo estatuto da companhia cujas ações não estejam admitidas à negociação em bolsa ou no mercado de balcão, para deliberação sobre:</p> <p>(...)</p> <p>IV - fusão da companhia, ou sua incorporação em outra;</p> <p>(...)</p> <p>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:</p> <p>(...)</p> <p>II - nos casos dos incisos IV e V, somente terá direito de retirada o titular de ações:</p> <p>a) que não integrem índices gerais representativos de carteiras de ações admitidos à negociação em bolsas de futuros; e</p> <p>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</p>	<p>(sem alteração)</p> <p>(...)</p> <p>(sem alteração)</p> <p>(...)</p> <p>Art. 137. A aprovação das matérias previstas nos incisos I a VI e IX do artigo 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:</p> <p>(...)</p> <p>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:</p> <p>a) liquidez, quando a espécie ou classe de ação, ou certificado que a represente, integre índice geral representativo de carteira de valores mobiliários</p>

<sup>96</sup> CARVALHOSA; EIZIRIK. *op. cit.*, p. 272.

<sup>97</sup> *Ibid.*, p. 272.

<p>circulação no mercado todas as ações da companhia menos as de propriedade do acionista controlador;</p> <p>(...)</p> <p>V - o pagamento do reembolso somente poderá ser exigido após a observância do disposto no § 3º e, se for o caso, da ratificação da deliberação pela assembléia geral;</p> <p>(...)</p> <p>§ 3º Nos dez dias subsequentes ao término do prazo de que trata o inciso III do <b>caput</b> deste artigo, contado da publicação da ata da assembléia-geral ou da assembléia especial que ratificar a deliberação, é facultado aos órgãos da administração convocar a assembléia-geral para reconsiderar ou ratificar a deliberação, se entenderem que o pagamento do preço do reembolso das ações aos acionistas dissidentes que exerceram o direito de retirada porá em risco a estabilidade financeira da empresa.</p>	<p>admitido à negociação no mercado de valores mobiliários, no Brasil ou no exterior, definido pela Comissão de Valores Mobiliários; e</p> <p>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;</p> <p>(...)</p> <p>VI - o pagamento do reembolso somente poderá ser exigido após a observância do disposto no § 3º e, se for o caso, da ratificação da deliberação pela assembléia geral.</p> <p>(...)</p> <p>§ 3º Nos 10 (dez) dias subsequentes ao término do prazo de que tratam os incisos IV e V do <b>caput</b> deste artigo, conforme o caso, contado da publicação da ata da assembléia geral ou da assembléia especial que ratificar a deliberação, é facultado aos órgãos da administração convocar a assembléia geral para ratificar ou reconsiderar a deliberação, se entenderem que o pagamento do preço do reembolso das ações aos acionistas dissidentes que exerceram o direito de retirada porá em risco a estabilidade financeira da empresa.</p>
--	---

**23.** A qualidade do novo texto legal supera de longe, como é prontamente perceptível, a do que o precedeu e atraiu, ao seu tempo, censuras tão severas (ns. **9 usque 12**, supra).

Enaltece-o a doutrina ao registrar que, com ele, “o legislador procura aperfeiçoar o instituto do direito de retirada, ao mesmo tempo em que elimina algumas dúvidas e divergências dos doutrinadores sobre o tema.”<sup>98</sup> Circunscrita embora à do atual inciso I do art. 136, não propriamente incluído no roteiro deste périplo, faz-se-lhe a lisonja de qualificar como “mais técnica” a redação do dispositivo.<sup>99</sup>

Mas nem sempre a lei reformadora, no seu todo, constitui alvo do enaltecimento doutrinário. Critica-a, ao invés, relativamente à forma de preenchimento dos cargos do conselho de administração, objeto do novo § 4º do art. 141 da Lei Societária, **Daniela Gomes Alonso**, para quem, de um lado, “a má redação dos dispositivos dificultou o entendimento, dando margem a sérias dúvidas”,<sup>100</sup> e, de outro, “faltou ao legislador o rigor técnico

<sup>98</sup> Cf. CANTIDIANO, Luiz Leonardo. **Reforma da lei das S.A. comentada**. Rio de Janeiro: Renovar, 2002. p. 158.

<sup>99</sup> Cf. RIBEIRO, **op. cit.**, p. 109.

<sup>100</sup> ALONSO, **op. cit.**, p. 200.

necessário no tratamento das matérias”.<sup>101</sup> Daí falar a comentarista nas “impropriedades técnicas do novo texto legal, que quebram o rigor sistemático com que foi elaborado o Diploma de 1976”.<sup>102</sup>

**24.** Segundo a disciplina agora imposta à hipótese de incorporação da sociedade em outra (além de à de participação em grupo de sociedades), falece direito de recesso ao titular de ação que tenha *liquidez e dispersão* no mercado (inciso II do art. 137 da LSA; texto no quadro do n. **22**, *supra*). Falece-lhe tal direito, obviamente, por prescindir dele o acionista dissidente (n. **3**, *supra*).

De quando se considera presente cada qual desses dois atributos, cuida também, agora inteligivelmente,<sup>103</sup> a mesma preceituação (alíneas **a** e **b** do dito inciso II do art. 137; textos no quadro do n. **22**, *supra*).

Ditos atributos da(s) ação(ões) do acionista dissidente não constituem novidade. Não os nominava, é certo, o texto resultante da Lei n. 9.457/1997; mas não é menos certo que conceptualmente, conquanto defectivamente, os contemplava (textos no quadro do n. **22**, *supra*). O novo texto, de 2001, como anota **Márcia Carla Pereira Ribeiro**, “reforça noções que já existiam desde a reforma de 1997”.<sup>104</sup> Esta, com efeito, agora na observação de **Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik**, “excluiu o direito de recesso nas hipóteses em que as ações da companhia possuísem elevados níveis de *liquidez* ou quando apresentassem índices expressivos de *dispersão* no mercado.”<sup>105</sup> Constituem tais atributos, no concordante registro de **Luiz Leonardo Cantidiano**, “requisitos instituídos pela lei de 1997”.<sup>106</sup> O que se tem entendido é que, mantidos os parâmetros que remontavam a 1997, a lei de 2001 modificou os *critérios* para sua aferição.<sup>107</sup>

<sup>101</sup> *Ibid.*, p. 211.

<sup>102</sup> *Ibid.*, p. 211.

<sup>103</sup> De “conceito mais claro de liquidez” fala o Professor **Arnoldo Wald** (“A Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: os Direitos dos Minoritários na Nova Lei das S.A.”, Reforma da Lei das Sociedades Anônimas. (Inovações e Questões Controvertidas da Lei n. 10.303, de 31.10.2001, (Coord.: Jorge Lobo), Forense, 2002, p. 232.

<sup>104</sup> RIBEIRO, *op. cit.*, p. 115. Não parece exata, conseqüentemetne, a compreensão de Themistocles Pinho e Álvaro Peixoto (PINHO, Themistocles; 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. 106), no sentido...

<sup>105</sup> CARVALHOSA; EIZIRIK, *op. cit.*, p. 268.

<sup>106</sup> CANTIDIANO, Reforma da lei das..., *op. cit.*, p. 122.

<sup>107</sup> Cf. CARVALHOSA; EIZIRIK, *op. cit.*, p. 264-273. Embora limitadamente ao atributo de dispersão, aquiesce Leslie Amendolara (AMENDOLARA, Leslie. **Direito dos acionistas minoritários**: Lei n. 10.303 de 2001: nova lei das S.A.. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2003, p. 101) em que “a modificação ocorrida diz respeito à forma de aferi-la”.

Cabe anotar, por fim, a inclinação doutrinária para o reconhecimento da *cumulatividade*, tida agora como necessária à exclusão do direito teórico de retirada, dos falados atributos da(s) ação(ões) do acionista dissidente.<sup>108</sup> A propósito, ainda enfatizam **Modesto Carvalhosa** e **Nelson Eizirik** que a doutrina acolhera “plenamente”, ao cuidar da elaboração dogmática da normatividade decalcada na Lei n. 9.457/1997, o entendimento de serem *alternativos* tais critérios,<sup>109</sup> e chegam mesmo a asseverar que eram eles, naquele regime, “inequivocamente *alternativos*”.<sup>110</sup> A despeito de lançada tão peremptoriamente, a asseveração pode embaraçar-se na diversidade de opiniões que marcou aquela quadra (n. 13, *supra*).

---

<sup>108</sup> Cf. CANTIDIANO, Reforma da lei das S.A..., **op. cit.**, p. 165. [...]; (“A lei recém-sancionada... passa a exigir que os dois requisitos instituídos pela lei de 1997 — *liquidez* e *dispersão* — sejam atingidos de forma cumulativa.”); WALD, A reforma da lei das..., **op. cit.**, p. 232 [...]; (“... a redação do art. 137 da Lei n. 6.404/1976 deixa claro que o exercício do direito de recesso está condicionado ao atendimento dos dois requisitos exigidos: ausência de liquidez das ações no mercado e de dispersão das mesmas...”); CARVALHOSA; EIZIRIK, **op. cit.**, p. 273... (“Agora, com a reforma da Lei n. 10.303/2001, tais critérios passam a ser *cumulativos*.”).

<sup>109</sup> CARVALHOSA; EIZIRIK, **op. cit.**, p. 270.

<sup>110</sup> **Ibid.**, p. 273.