

Recorrente: Argucia Income Fundo de Investimentos em Ações

Assunto: Possibilidade de acionistas da sociedade incorporadora exercerem direito de retirada em função de "incorporação reversa" sujeita ao art. 264 da Lei n.º 6.404/1976 e/ou em função de materialmente haver uma incorporação de ações.

Diretor-relator: Otavio Yazbek

Relatório

I. Objeto

1. Trata-se de recurso protocolado por Argucia Income Fundo de Investimentos em Ações ("Argucia" ou "Reclamante"), na qualidade de acionista da Brasil Telecom S.A. ("BrT"), em face de decisão da Superintendência de Relações com Empresas ("SEP") acerca da possibilidade de exercício de direito de recesso por parte dos acionistas ordinários da BrT, quer em decorrência dos §§3º e 4º do art. 264 da Lei n.º 6.404, 15.12.1976^[1], quer em razão do §1º do art. 252 da mesma lei ^[2].

II. Reorganização Societária

2. Em 24.5.2011, Tele Norte Leste Participações S.A. ("TNLPar"), Telemar Norte Leste S.A. ("Tmar"), Coari Participações S.A. ("Coari") e BrT (em conjunto, "Companhias Oi") divulgaram, conjuntamente, fato relevante dando notícia da determinação de seus controladores indiretos para que fossem conduzidos os procedimentos pertinentes a uma "Reorganização Societária" voltada à simplificação da estrutura societária do grupo.
3. De acordo com os termos deste fato relevante, e dos divulgados em 1º.8.2011 e em 26.8.2011, esta Reorganização Societária compreenderá (i) a cisão parcial da Tmar com a "incorporação" da parcela cindida pela Coari, (ii) a incorporação de ações da Tmar pela Coari, (iii) a incorporação da Coari pela BrT, e (iv) a incorporação da TNLPar pela BrT. Para a descrição das operações e da estrutura do grupo, remeto à análise da SEP (fls. 294-296).
4. As relações de troca foram fixadas seguindo a orientação dos "comitês especiais independentes" especialmente constituídos, sendo relevante destacar que, tomando por base as comparações exigidas pelo art. 264 da Lei n.º 6.404, de 15.12.2011, estas relações de troca representam condições mais vantajosas para os acionistas da Tmar e da TNLPar e, por consequência, menos vantajosas para os acionistas da BrT.
5. Ainda quanto à Reorganização Societária, as Companhias Oi informaram, por meio do fato relevante publicado em 24.5.2011 e de comunicado ao mercado divulgado em 14.11.2011, que poderão exercer o direito de recesso (i) os titulares das ações ordinárias e preferenciais classe A e classe B da Tmar, (ii) os titulares de ações ordinárias e preferenciais da Coari e (iii) os titulares de ações ordinárias da TNLPar.
6. Não estão incluídos nesta lista os titulares de ações preferenciais da TNLPar (que são dotadas de "liquidez" e "dispersão", nos termos do art. 137, II da lei acionária^[3]), e os titulares de ações da BrT, uma vez que tal companhia participará das operações da Reorganização Societária como incorporadora da Coari e da TNLPar e, segundo as Companhias Oi, nas operações de incorporação, os acionistas das companhias incorporadoras não fazem jus ao direito de recesso. É sobre este último ponto que versa a reclamação apresentada.

III. Autuação

III.A. Reclamação, Resposta e Entendimento da Área Técnica

7. Em 17.10.2011, a Argucia protocolou reclamação (fls. 1-20), sustentando que a implementação da Reorganização Societária deve, ao contrário do pretendido pelas Companhias Oi, atribuir direito de recesso aos acionistas ordinários da BrT. Apresentou, nesse sentido, os seguintes argumentos:
 - i. há no §3º do art. 264 da Lei n.º 6.404/1976 uma hipótese autônoma de direito de recesso, que, no presente caso, garante aos acionistas ordinários da BrT o direito de recesso, pois (a) não há dúvidas de que todas as etapas da Reorganização Societária estão submetidas ao "regime especial" previsto no art. 264 da Lei n.º 6.404/1976, (b) as relações de troca propostas nas incorporações da Coari e da TNLPar pela BrT são menos vantajosas aos acionistas da BrT do que as relações de troca apurada com base no valor do patrimônio líquido calculado a preços de mercado, e (c) as ações ordinárias da BrT não possuem liquidez ou dispersão no mercado; e
 - ii. a Reorganização Societária envolve materialmente a incorporação das ações da Tmar pela BrT, de modo que, ao se desconsiderarem as etapas intermediárias (incorporação das ações da Tmar pela Coari e incorporação da Coari pela BrT), aos acionistas ordinários de BrT deve ser assegurado o direito de recesso previsto no §1º do art. 252 da Lei n.º 6.404/1976.
8. Intimada a se manifestar pela SEP (fl. 153), a BrT protocolou, em 4.11.2011, resposta à reclamação da Argucia (fls. 181-196), aduzindo, em síntese, que:
 - i. nas operações de incorporação, somente fazem jus ao direito de recesso os acionistas da companhia incorporada, não sendo possível a extensão deste direito para hipóteses não previstas (já que o recesso tem natureza excepcional);
 - ii. não há, no §3º do art. 264 da Lei n.º 6.404/1976, nova hipótese de direito de recesso, pois o recesso dos acionistas da sociedade incorporada já é assegurado pelos arts. 136, IV, e 137. O §3º do art. 264 traz apenas um benefício adicional ao acionista dissidente, representado pela opção entre o valor de reembolso fixado nos termos do art. 45 da lei acionária e o valor do patrimônio líquido a preços de mercado;
 - iii. já ocorreram diversas "incorporações reversas" (incorporação de controladora por sua controlada) no passado, sem que tenha havido manifestação doutrinária, judicial ou da CVM defendendo a tese de que, em tais operações, o §3º do art. 264 da Lei n.º 6.404/1976

conferiria direito de recesso aos acionistas dissidentes da controlada (que, nesses casos, seria a incorporadora);

- iv. a operação que se pretende realizar não encerra a incorporação das ações da Tmar pela BrT, mas uma série de operações distintas dentro de um processo de reorganização societária, as quais definitivamente não foram estruturadas de forma a frustrar os direitos dos acionistas de BrT. Não há, portanto, como se enquadrar as operações envolvendo a BrT na hipótese prevista no artigo 252 da LSA; e que
 - v. qualquer posição no sentido de que os acionistas da BrT teriam direito de recesso só poderia ser aplicado " *a operações que viessem a ser propostas após a divulgação desse entendimento, sob pena de se infringir os princípios da isonomia e da segurança jurídica*".
9. A Argucia teve acesso a essa manifestação da BrT, havendo, em seguida, se manifestado a respeito. Nesta oportunidade, o único argumento verdadeiramente novo que apresentou diz respeito à questão descrita no item "8.v)" acima, com relação ao qual destacou que "*em não havendo qualquer manifestação anterior da CVM, que nunca foi instigada a analisar o tema, não há de se falar nem em uma modificação de posicionamentos nem em um comportamento concludente omissivo apto a criar uma tutela de 'segurança jurídica'*".
 10. Após analisar a reclamação da Argucia, a resposta da BrT e os esclarecimentos que a Argucia apresentou em face da resposta da Companhia (fls. 204-219), a SEP entendeu, por meio do RA/CVM/SEP/GEA-4/N.º 80/11 (fls. 270-312) e do MEMO/ CVM/SEP/GEA4/N.º 163/11 (fls. 313-315), ambos de 8.12.2011, não ser possível o exercício de direito de recesso por parte dos acionistas ordinaristas da BrT, quer em decorrência do §3º do art. 264, da Lei n.º 6.404/1976, quer em razão dos §§1º e 2º do art. 252.
 11. Em sua fundamentação, a área técnica entendeu que, no que envolve o direito de recesso previsto no §3º do art. 264 da Lei n.º 6.404/1976, pela literalidade do referido dispositivo (que faz referência à "controlada"), bem como pela sua finalidade primordial (proteger os acionistas minoritários da controlada, em regra, parte mais vulnerável no âmbito de operações envolvendo sociedades controladora e controlada), seria razoável supor que os acionistas dissidentes da controlada BrT pudessem exercer, no presente caso, o direito de se retirar.
 12. Por outro lado, e tendo em vista a interpretação corrente (observada, principalmente, em "incorporações reversas" já ocorridas), bem como a controvérsia relacionada à autonomia do recesso previsto no §3º do art. 264, entendeu a SEP que "*não [era] possível concluir que os acionistas dissidentes detentores de ações ordinárias de emissão de [BrT] fariam jus ao direito de recesso previsto no parágrafo 3º do artigo 264 da Lei nº 6.404/76, no âmbito das incorporações de [Coari] e [TNLP] pela [BrT]*".
 13. Ao tratar da aplicação do art. 252, a SEP entendeu que não restou comprovado que a operação tenha sido estruturada com o fim de subtrair o direito de recesso previsto no art. 252 da Lei n.º 6.404/1976, pelo que não seria o caso de desconsiderar etapas da operação para tratá-la como incorporação de ações da Tmar pela BrT para, então, conferir, aos detentores de ações ordinárias de emissão de BrT, o direito de recesso previsto no §1º do art. 252 da Lei n.º 6.404/1976.

III.B. RECURSO

14. Em 17.5.2011, a Argucia apresentou recurso (fls. 333-371), rebatendo os argumentos adotados pela SEP. Com relação à aplicação do art. 264 ao presente caso, a Reclamante destacou que:
 - i. este dispositivo assegura aos acionistas minoritários dissidentes um direito de recesso autônomo e independente de outras hipóteses previstas na lei acionária. Esta afirmação estaria respaldada não só pelos termos do Parecer de Orientação CVM n.º 35, de 1º.9.2008, mas, também, pela própria lei acionária, que em nenhum momento subordinou este artigo às outras hipóteses de direito de recesso;
 - ii. não se tem notícia de casos que servem de precedentes para amparar a pretensão da BrT de negar o direito de recesso aos acionistas ordinaristas dissidentes, seja porque os casos mencionados pela BrT e os outros identificados pela SEP não guardam a devida similaridade com o que ora se analisa, seja porque, se o entendimento das companhias em transações passadas foi o de não garantir tal direito, o mérito desta posição não foi analisada pela CVM;
 - iii. a alegação de que os acionistas ordinaristas da BrT poderiam auferir ganhos extraordinários a partir do exercício do recesso não só representa um entendimento aplicável só *de lege ferenda*, como também contraria o fato de este suposto argumento também se aplicar a outras espécies/classes de ações para as quais será garantido o direito de recesso na Reorganização Societária; e
 - iv. a possibilidade de os acionistas ordinaristas da BrT poderem se retirar da sociedade por meio do mercado também representa entendimento aplicável só *de lege ferenda* que, ademais, ignora os negócios que são realizados diariamente com as ações ordinárias da BrT.
15. Já com relação à aplicação do §1º do art. 252, a Argucia afirmou que a intenção do "Grupo Oi" é irrelevante na determinação do regime jurídico aplicável, devendo-se, ao invés, avaliar se, com relação à BrT, a Reorganização Societária impõe operações dissociadas ou uma única operação, com etapas intermediárias, que representam mero expediente formal. A Reclamante asseverou, neste aspecto, que:
 - i. a essência deve sempre prevalecer em relação à forma, nos termos do Parecer de Orientação CVM n.º 37, de 22.9.2011, e conforme os termos da manifestação da SEP que subsidiou a decisão do Colegiado com relação ao Processo RJ 2011/11006, decidido em 3.10.2011;
 - ii. as etapas da Reorganização Societária serão realizadas " *na mesma data, conjunta e indissociada uma da outra* ", sendo a Coari uma "*empresa holding, sem ativos ou operações que não a sua participação societária na BrT* " que, aliás, não constituiu comitê especial nos termos do Parecer de Orientação CVM n.º 35/2008 e teve a relação de troca das suas ações calculada com base nas cotações em bolsa da ações da BrT; e que
 - iii. apesar de a BrT ter respondido que a Reorganização Societária foi objeto de um longo processo de análise interna, que levou em conta aspectos regulatórios, fiscais, contratuais, econômicos, societários e contábeis, a única justificativa que foi efetivamente apresentada em sua manifestação envolve a determinação dos sujeitos aptos a exercer o recesso.

III.C. MANUTENÇÃO DO ENTENDIMENTO E ENCAMINHAMENTO PARA O COLEGIADO

16. A SEP manteve seu entendimento (fls. 372-374), destacando que (i) algumas das observações que constaram nos Relatório de Análise e no Memorando foram feitas "*no sentido de circunstanciar o caso concreto sem (...) pretender extrapolar o alcance da LSA*", que (ii) foram identificadas algumas "incorporações reversas", nas quais "*foi possível verificar que o entendimento das companhias era de que apenas os acionistas da incorporada (mesmo sendo a controladora) faziam jus ao direito de recesso*", e que (iii) a referida manifestação acerca da primazia da essência sobre a forma não pode ser descontextualizada – naquele caso, diferente deste, "*se estava diante de indícios de eventual manobra realizada com o fim de burlar a finalidade de determinado dispositivo*".

17. O presente processo foi, então, encaminhado para apreciação do Colegiado e, em 10.1.2011, sorteado para o relator.

III.D. MANIFESTAÇÕES POSTERIORES

18. Foram também juntadas aos autos uma nova manifestação da Argúcia (fls. 487-499) e duas outras que a Tempo Capital Principal Fundo de Investimentos em Ações ("Tempo" e, em conjunto com a Argúcia, "Investidores") havia protocolado originalmente em outro processo em curso nesta autarquia (fls. 379-419 e 448-460).
19. Este último expediente protocolado pela Argúcia veio acompanhado de parecer elaborado pelo professor da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, Dr. Calixto Salomão Filho (fls. 504-523), onde se endossa a interpretação de que o art. 264 da lei acionária atribui o direito de recesso aos acionistas das sociedades incorporadora em incorporações reversas. Além de retomar e aprofundar alguns dos pontos já descritos acima, o parecer destaca que o direito de recesso deve ser interpretado de forma não restritiva, já que se trata não só de direito essencial (e, também, "cláusula pétrea"), mas também de instrumento de realização do interesse social. Quanto a este último ponto, destaca-se que o acionista, ao discordar, toma parte no processo decisório, podendo, aliás, dar ensejo à convocação de assembleia para eventual mudança de posicionamento.
20. Dentre os argumentos expostos pela Tempo, pode-se destacar os seguintes (além dos que já estão englobados nas descrições das manifestações da Argúcia):
- i. o Colegiado da CVM, ao apreciar o Processo CVM n.º RJ 2004/5914 (decidido em 25.10.2004), reconheceu que a aplicação das regras do art. 264 às operações descritas no seu §4º deve considerar *as adaptações necessárias*. Assim, mesmo que se aceite o argumento de que a expressão "controlada" do art. 264 não é suficiente para assegurar o recesso aos acionistas da incorporadora, ao se fazer as adaptações necessárias (*i.e.*, considerar que nas incorporações reversas, o minoritário a ser protegido é o da sociedade incorporadora), inevitável a conclusão de que, nestas operações, o art. 264 garante aos acionistas da incorporadora o direito de recesso;
 - ii. os casos que a SEP tomou como "interpretação corrente" não reúnem os fatores que ela própria identifica como necessários para despertar questionamentos de minoritários, não podendo, portanto, serem considerados como paradigmas;
 - iii. "*diversos autores são unânimes em reconhecer que as normas especiais estabelecidas no art. 264 da LSA se aplicam às operações de incorporação de controladora por controlada*", não havendo margem "*para interpretações que excluam a aplicação do direito de recesso a que fazem jus os minoritários de BRTO3*";
 - iv. o art. 137 de lei acionária não é matriz do direito de recesso, nem esgota a sua previsão. Esta, aliás, foi a posição adotada pela 3ª Turma do STJ quando analisou um caso de exercício de direito de recesso com base no art. 230 desta mesma lei (REsp 68.367/MG, rel. Min. Eduardo Ribeiro, j. 10.12.1998);
 - v. não só na análise do Processo CVM n.º RJ 2003/12770 (decidido em 23.12.2003), mas também com a edição do Parecer de Orientação CVM n.º 37/2011, ficou clara a ideia de prevalência da essência sobre a forma. Nesse sentido, "*sob o ponto de vista jurídico e econômico, (...) a BrT está incorporando a Tmar e, por conseguinte, se sujeita às consequências jurídicas da incorporação das ações, nos termos do art. 252 da lei societária*"; e
- Vi. ainda que, no presente caso, não haja um abuso de forma, o art. 187 da Lei n.º 10.406, de 14.1.2002 ("Código Civil") [\[4\]](#) ampara a pretensão dos minoritários ordinaristas de ver respeitado o seu direito de retirada. A negativa deste direito representa, no presente caso, "*um abuso do direito de se valer da forma para refutar um direito intangível do acionista minoritário*".

É o relatório.

Voto

1. Para tratar dos temas que são objeto do presente caso, que não foram diretamente suscitados e discutidos em nenhum caso trazido à CVM e tampouco pela doutrina [\[5\]](#), deve-se recorrer fundamentalmente ao esforço de interpretação do que dispõe a lei. Impõe-se buscar a coerência interna do texto legal, com base no instrumental técnico geralmente aceito para tal, de modo a procurar aferir *se as pretensões da Reclamante merecem guarida*.
2. *O pleito de reconhecimento do direito de recesso a partir do disposto no §1º do art. 252 da lei acionária, a despeito de envolver questões bastante delicadas, passa por um exercício que acredito ser mais simples. Por este motivo, o presente voto se iniciará pela discussão da aplicabilidade do contido no referido dispositivo ao caso para, na seqüência, explorar a questão da interpretação dos §§3º e 4º do art. 264. Antes disso, porém, se tecerão considerações sobre alguns dos fundamentos do exercício de interpretação que se deverá realizar. Tais considerações decorrem não de uma pretensão mais doutrinária, mas, ao invés, da necessidade de se tomar, como ponto de partida, algumas questões de fundo trazidas no bem fundado parecer acostado aos autos.*

I. PRESSUPOSTOS

3. Como acima referido, o parecer trazido aos autos pela Argúcia traz uma série de considerações que se deve explorar antes de qualquer exercício mais objetivo de interpretação do disposto no §3º do art. 264 e nos §§ 1º e 2º do art. 252.
4. O referido parecer inicia-se com uma análise detalhada da natureza do direito de recesso para, a partir daí, identificar o regime aplicável ao instituto. Assim, ele começa por destacar que, alçado à característica de direito essencial do acionista pelo art. 109, V, da Lei n.º 6.404/1976, o direito de recesso seria consequência do "*direito constitucional de livre associação, ou seja, de se auto-determinar no que tange à vinculação e à desvinculação com relação a uma sociedade*", sendo, assim, "*exemplo da adequada analogia entre direito societário e constitucional*". Dessa assunção decorreriam alguns importantes subprodutos: (i) o direito de recesso teria um *status* similar ao dos direitos fundamentais, (ii) por este motivo, ele seria verdadeira cláusula pétrea, que os acionistas não podem condicionar ou afastar pela sua vontade; e, o mais importante aqui, (iii) seria ilegal, conseqüentemente, qualquer forma de interpretação restritiva.
5. O parecer entra em outras questões e discute inclusive mais diretamente a interpretação do art. 264, mas creio que os pontos acima são

essenciais e preliminares para toda a discussão que se pretende realizar na sequência. Parece-me, portanto, que vale a pena aprofundar a sua análise no presente momento.

6. Creio que o movimento de constitucionalização do direito privado deve ser entendido com algumas importantes ressalvas. É bem verdade que o direito de recesso está ligado, em alguma medida, ao direito de livre associação constitucionalmente garantido – decerto alguns considerarão essa relação mais remota que outros, mas ela existe. Mas talvez daí não se possa tirar algumas daquelas consequências acima descritas. E a principal delas é de que se trataria de uma cláusula pétrea, categoria típica do direito público. A segunda consequência que não me parece decorrer naturalmente dali é de que, em razão daquela natureza de cláusula pétrea (ainda que se assuma que tal categoria é passível de utilização no presente contexto, portanto) restaria impedida qualquer forma de interpretação mais restritiva do direito de recesso.
7. Quanto à caracterização daquele direito como cláusula pétrea, destaco que a transposição de institutos de direito público para o campo das relações privadas não me parece ser necessariamente um efeito do reconhecimento das raízes constitucionais de certos direitos detidos pelos agentes privados. O próprio Herbert Wiedemann, em excerto de seu *Direito Societário* 1 há pouco traduzido para o português, destaca que "*não apenas os direitos fundamentais, mas também os princípios estruturais do direito constitucional permitem a propagação da sua eficácia sobre outras regras. [Drittwirkung] A transplantação de princípios do direito público necessita, no entanto, especial fundamentação, e não pode ser deduzida simplesmente da presença de uma relação de supremacia e de subordinação, ou de um grande número de sócios*"^[6]. Em outras palavras, e para remeter a um trecho imediatamente anterior do texto traduzido, não é porque o direito societário é um "pequeno Estado de Direito", com problemas muito parecidos com os da coletividade política, que se impõe a adoção pura e simples de institutos de um campo para o outro^[7].
8. Outro ponto importante a destacar aqui é que direitos fundamentais são também objeto de regulamentação por lei infraconstitucional. E isso mesmo para direitos que são mais diretamente objeto de garantia constitucional, que têm seus contornos delimitados pela lei que os regulamenta. Não haveria porque ser diferente com aquela emanção do direito de livre associação que seria o direito de recesso.
9. No presente caso, os contornos do direito de recesso são dados pela Lei n.º 6.404/1976 e, não se presumindo a inconstitucionalidade de tal diploma, é tal regime que deve servir de fundamento para qualquer interpretação sobre o tema^[8]. E isso me leva ao que caracterizei, acima, como o terceiro subproduto que não se pode retirar daquela interpretação sobre a natureza do direito de recesso, que é a constatação de que não seriam permitidas interpretações restritivas de tal direito. Na verdade, pelo direito de recesso estar engastado em um sistema complexo como é a lei acionária e pelo fato de se tratar de um diploma predominantemente de direito privado, é possível que interpretações na prática mais restritivas (o que não quer dizer que se tratem de interpretações restritivas no sentido que, em hermenêutica, se dá ao termo) se imponham em determinados momentos.
10. E vale lembrar, aqui, que o recesso é oneroso para a companhia e, em consequência, para a coletividade dos acionistas. Existem, então, interesses contrapostos. Daí porque, inclusive, o direito de recesso foi tantas vezes objeto de mudanças legislativas nos últimos anos. E daí também porque não se pode interpretar o direito de recesso como absoluto. Parece-me que não existe, assim, propriamente um limite *a priori* para interpretações de cunho mais restritivo no presente caso.
11. De qualquer maneira, não entendo nem mesmo que as interpretações que se seguem poderiam ser caracterizadas, tecnicamente, como restritivas. Isso porque elas não tem por efeito a redução do alcance do que consta de um texto legal por demais abrangente, em prol de uma maior concreção ou de razoabilidade^[9]. Ao contrário, elas se mantêm, para a delimitação do instituto, adstritas ao texto. Ainda que o direito de recesso encontre suas raízes em direito fundamental, suas feições são delimitadas por norma legal própria. E é a partir desta que se devem analisar as questões relacionadas à existência de tal direito, aos limites para ele estabelecidos e às restrições a seu exercício.

12. Passemos, então, à análise da aplicação do §1º do art. 252 para, em seguida, tratar dos §§3º e 4º do art. 264.

II. APLICAÇÃO DO § 1º DO ART. 252

13. O §1º do art. 252 da Lei das S/A, ao tratar das operações de incorporação de ações, estabelece que "*A assembleia-geral da companhia incorporadora, se aprovar a operação, deverá autorizar o aumento do capital, a ser realizado com as ações a serem incorporadas e nomear os peritos que as avaliarão; os acionistas não terão direito de preferência para subscrever o aumento de capital, mas os dissidentes poderão retirar-se da companhia, observado o disposto no art. 137, II, mediante o reembolso do valor de suas ações, nos termos do art. 230.*"
14. Tal dispositivo, a rigor, cria uma nova hipótese de direito de recesso, distinta daquelas previstas no art. 137 da lei acionária, para os acionistas dissidentes da sociedade que incorpora as ações de outra. Uma vez que não é propriamente a existência ou a extensão de tal direito, nem mesmo a lógica que o inspira que estão em discussão (ele afinal está expressamente previsto em lei), não é necessário explorar os motivos para a sua criação.
15. Tais considerações mereceriam destaque apenas se, antes, respondermos positivamente a uma outra questão, que diz respeito à *possibilidade* de se estender o direito de recesso aos acionistas da BrT em função da incorporação das ações da Tmar pela Coari. O raciocínio que levaria a esta extensão passaria pela constatação de que a BrT, ao cabo do processo de reestruturação, deverá incorporar a Coari que, por sua vez, e no momento imediatamente anterior, terá incorporado as ações da Tmar. Advém daí que, materialmente, os acionistas minoritários da BrT estariam na posição de acionistas minoritários em uma operação de incorporação de ações – a das ações da Tmar pela BrT –, devendo se beneficiar do direito de recesso atribuído pelo dispositivo supra transcrito.
16. Ora, a questão que se impõe analisar antes mesmo de se pensar na razoabilidade dessa extensão do direito de recesso do ponto de vista econômico é a da possibilidade de transposição do direito de recesso para os minoritários de sociedade que não é diretamente parte na operação

de incorporação de ações. E isso porque esses seriam materialmente afetados por essa operação em razão dos motivos acima.

17. Neste ponto, o problema não reside no direito de recesso em si, mas na *possibilidade* de se desconsiderar a estrutura formal de um determinado negócio jurídico (ou, dependendo da forma de se enxergar a operação, desconsiderar as personalidades jurídicas das sociedades envolvidas) a fim de permitir aquela transposição do direito.
18. E essa desconsideração da forma – ainda mais quando geradora de ônus para uma das partes – apenas é possível em algumas hipóteses. Não há que se falar em desconsideração de forma, máxime em negócios entre privados, pura e simplesmente porque uma solução é mais justa ou mais equitativa que outra.
19. Assim, caso se admita que se deve afastar a carapaça que reveste o processo de reestruturação societária em benefício daquele conteúdo material ora postulado, há apenas dois caminhos: (i) o do reconhecimento de algum vício no negócio jurídico realizado, que justifique o reconhecimento de sua nulidade, ou, ao menos, a sua pontual e excepcional ineficácia, ou (ii) o da desconsideração da personalidade jurídica da sociedade que incorporará as ações da Tmar, a fim de transpor determinados efeitos para os acionistas da BrT.
20. Analisemos primeiro a questão do potencial vício do negócio jurídico. Em princípio, parece que, com base naquilo que a Reclamante sustenta, poder-se-ia presumir que é de simulação ou de fraude à lei que se está tratando. Como se sabe, ambas as figuras, no Código Civil de 2002, representam causas de nulidade do negócio jurídico (arts. 167 e 166, VI). E aqui vejo uma questão preliminar que já me parece suficiente para afastar a pretensão da Reclamante. Refiro-me à necessidade de o reconhecimento da eventual nulidade do negócio dever decorrer de decisão judicial – a CVM não poderia, por si, declarar a nulidade de uma operação entre agentes privados no âmbito, por exemplo, de uma reestruturação societária. Ela dispõe de determinados poderes de cautela e de determinadas capacidades de intervenção em relação a operações privadas, mas aqueles poderes e essas capacidades não chegam a tanto.
21. Não referi, dentre os vícios do negócio jurídico, a questão do abuso de direito, definido e caracterizado como ato ilícito no art. 187 do Código Civil e incidentalmente mencionado pela Tempo em sua manifestação. A própria Tempo, é bom lembrar, não afirma diretamente que se trata de abuso de direito, apenas asseverando que o disposto no referido dispositivo ampararia, de alguma maneira, a pretensão dos minoritários no presente caso. Lembro aqui, apenas, que o art. 187 do Código, ao definir aqueles atos de abuso de direito ali referidos como ilícitos, o faz tendo em vista o art. 927, que trata do dever de indenizar. Não se trata, também aqui, de suporte para uma pretendida desconsideração de negócio.
22. Sem prejuízo de tais fatos, creio que vale explorar a questão da existência ou não de indícios diretos de irregularidade na operação. Antes disso, porém, gostaria de explorar o que caracterizei, acima, como o segundo caminho que, hipoteticamente, permitiria ignorar as formas adotadas em busca de resultados materiais – a desconsideração da personalidade jurídica.
23. A regra matriz para tal desconsideração, desconsiderados regimes legais específicos, é, hoje, o art. 50 do Código Civil, de acordo com o qual "*Em caso de abuso de personalidade jurídica, caracterizado pelo desvio de finalidade, ou pela confusão patrimonial, pode o juiz decidir, a requerimento da parte, ou do Ministério Público quando lhe couber intervir no processo, que os efeitos de certas e determinadas relações de obrigação sejam estendidos aos bens particulares dos administradores ou sócios da pessoa jurídica*".
24. Vejo, mais uma vez, empecilhos preliminares à desconsideração da personalidade jurídica, para os fins pretendidos, de uma das sociedades, na operação pretendida, para benefício dos minoritários de outra. O primeiro ponto a considerar é, também aqui, que a desconsideração da personalidade jurídica, para os efeitos do referido art. 50, deve ser declarada pelo juiz. Mais do que isso, porém, tais efeitos são de ordem distinta e estão muito mais relacionados a situações em que se permite atingir o patrimônio dos sócios ou administradores.
25. É verdade que a CVM pode interpretar determinados fatos e operações, dentro de sua competência legal, para várias finalidades. O reconhecimento *a priori* da natureza de uma operação societária para os fins acima referidos, porém, parece-me ir além do que a autarquia pode fazer. E isso, se não por outro motivo, pelo simples fato de que, em princípio, e considerando-se as operações que se realizarão em função da Reorganização, há verossimilhança na descrição dessas operações e dos fins almejados.
26. O fato relevante de 24.5.2011 fala, ao tratar dos motivos da reestruturação, em simplificação da estrutura societária das companhias do grupo, com a extinção de algumas das sociedades em razão do regime regulatório e com a concentração de liquidez das ações e a redução de custos diversos. Em princípio, tal descrição corresponde, de fato, às soluções que se estão adotando no âmbito daquele processo. Nada impede, porém, que, em um segundo momento, se venha a identificar irregularidades capazes de suscitar outras investigações – mas essa é uma outra questão, que se resolve de maneira distinta.
27. Também não creio que se possa alegar, em benefício da possibilidade de interpretação mais flexível pela CVM, o disposto no Parecer de Orientação n.º 37, de 22.9.2011, ou regime similar, como pretendido pelos Investidores. A prevalência da essência em relação à forma, ali definida, ainda que possa ir além de matérias estritamente contábeis, está diretamente relacionada ao dever de representação adequada de determinados fatos, pelos responsáveis por aquela representação e pela divulgação daqueles fatos. A CVM pode muito bem, em determinados casos, considerar a essência em detrimento da forma, mas, como demonstrado, não no presente âmbito.
28. Em suma, por enquanto o que se verifica é que, para a reestruturação se adotaram formas aparentemente legítimas, que correspondem aos fins colimados, ou seja, que são hábeis a chegar àqueles resultados referidos no fato relevante supra mencionado. Não vejo, assim, causa para a desconsideração pura e simples das estruturas adotadas e para a aplicação, que a meu ver seria arbitrária, do disposto no §1º do art. 252 aos minoritários da BrT.
29. Daí porque afasto a pretensão de transposição do direito de recesso decorrente da incorporação de ações da Tmar para os acionistas minoritários da BrT. E o faço, inclusive, sem tecer maiores considerações sobre os argumentos relacionados à razoabilidade de se criar tal direito de recesso, uma vez que a questão, a meu ver, deve ser esgotada antes – no plano da possibilidade jurídica de se adotar solução como a postulada.

III. INTERPRETAÇÃO DOS §§3º E 4º DO ART. 264

30. O segundo ponto que se apresenta para a discussão, no presente caso, diz respeito à natureza e aos efeitos do disposto nos §§3º e 4º do art. 264 da lei acionária.
31. O §3º daquele artigo, que trata das operações de incorporação de sociedade controlada, estabelece que "*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 no termo do art. 45 e o valor do patrimônio líquido a preços de mercado*". O §4º do mesmo dispositivo, por sua vez, determina que "*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”.

32. Pretendem os Investidores que se reconheça que o §4º, ao estender às operações ali relacionadas o regime estabelecido no art. 264, também criaria uma hipótese nova de direito de recesso, autônoma em relação às demais regras que tratam da matéria, nomeadamente em relação ao direito de recesso estabelecido no art. 137 da Lei n.º 6.404/1976 – o que ocorre, aliás, com outros direitos de recesso espalhados em dispositivos da mesma Lei, como, exemplificativamente, 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.
33. Começo por destacar, aqui, uma vez mais, que não apenas inexistente precedente em que se declare haver direito de recesso em tal hipótese [\[10\]](#), como também que não há doutrina que sustente exatamente essa mesma opção. Com efeito, todos os autores referidos pelos Investidores dizem a mesma coisa, com algumas variações: que, ao se incluir o §4º no art. 264, se criou uma proteção aos acionistas minoritários também nas operações nele relacionadas. Ninguém tratou expressamente, porém, da nova hipótese de direito de recesso que ali estaria embutida – e destaco que isso não significa que tais autores neguem a existência dessa nova hipótese, mas apenas que não é correto falar em amplo suporte doutrinário para o pleito.
34. Dito isso, esclareço que tenho uma série de ressalvas a tal pretensão e, ao explorá-las, deixarei de lado, novamente, questões de ordem econômica. Estas nos levariam a uma discussão sobre o regime ideal ou sobre a justeza (para não dizer justiça) das soluções hoje existentes e, como já esclareci anteriormente, não é com essa dimensão que se está lidando quando da necessidade de julgamento de um caso concreto envolvendo direito de recesso.
35. Minhas ressalvas à pretensão da Reclamante são, na sua maioria, de ordem estritamente formal. E, se nenhuma delas esgota plenamente a questão, creio que, em conjunto, elas acabam por reforçar a ideia de que os §§3º e 4º do art. 264 efetivamente não criam nova hipótese de recesso, ainda que, *pelo menos em tese*, pudessem fazê-lo [\[11\]](#).
36. O primeiro ponto a destacar está relacionado à própria estrutura do art. 264 e ao regime que este pretende estabelecer. A rigor, como se pode ver pelo *caput*, tal dispositivo pretende criar, em operações caracterizadas pela sua maior opacidade e pelas maiores possibilidades de manipulação dos preços praticados, se estabelece a obrigação de, na justificativa que se apresentará à assembleia geral da controlada, apresentar o "*cálculo das relações de substituição das ações dos acionistas não controladores da controlada*" também baseado no critério ali estabelecido.
37. Daí não decorre, porém, que o disposto no art. 264 tenha natureza exclusivamente informacional. Isso porque, além daquela função informacional, aquele outro valor também poderá ser utilizado como uma alternativa ao valor de reembolso previsto no art. 45 da lei acionária, na hipótese do § 3º. Ou seja, dele decorrem efeitos que vão além daqueles necessários ganhos de transparência. Mas, como nas operações primariamente regidas pelo art. 264 (a "*incorporação, pela controladora, de companhia controlada*"), o direito de recesso foi previsto em outro lugar (a saber, no art. 137, que remete expressamente ao inciso IV do art. 136), o §3º parece existir exclusivamente para estabelecer aquela alternativa de reembolso, mas nunca como a origem de um direito de recesso propriamente dito.
38. E se, para a hipótese da operação prevista no *caput*, que o §3º regulamenta, o direito de recesso é aquele previsto em outro dispositivo, não parece lógico presumir que, para as operações referidas no §4º, aquela regra seria capaz de criar novo e autônomo direito de recesso.
39. Esta constatação parece que fica mais clara quando se compara a redação deste dispositivo com a forma pela qual a lei cria, nos demais dispositivos que tratam do tema, o direito de recesso. E este é o segundo ponto, também de ordem formal, para o qual chamo a atenção. Embora muitas vezes seja simplório remeter a questões desta ordem, é importante destacar que todos os outros dispositivos da lei que criam direito de recesso, ainda que para outras hipóteses, o fazem expressamente. De fato, o recesso não é, em nenhum desses outros artigos, regulamentado de maneira indireta, a partir da mera referência ao reembolso – que está já no campo da concretização do direito de recesso. Assim, se o legislador pretendesse criar nova hipótese de retirada nos §§3º e 4º do art. 264, provavelmente teria empregado construções similares às aquelas encontradas nos demais dispositivos ou, no mínimo, feito alguma referência mais incisiva ao direito de o acionista dissidente se retirar. Não meramente ao reembolso, que, repita-se, é o que exclusivamente se regulamenta no §3º.
40. Outro ponto que me parece importante é que o argumento dos Investidores cria não apenas um direito de recesso *ad hoc*, mas também um direito que, se existisse, estaria inadequadamente delimitado. Presumir que existe direito de recesso naquelas distintas operações referidas no §4º sem que, ao mesmo tempo, se identifiquem os beneficiários de tal direito, quando aquelas operações são diferentes entre si, é ignorar essas diferenças. Quem seriam os beneficiários a cada caso? As minorias prejudicadas são sempre as mesmas? No caso em tela, por exemplo, se está postulando o recesso para minoritários da sociedade incorporadora em operações de incorporação reversa, enquanto o §3º, origem daquele direito de recesso, remete apenas aos "*acionistas dissidentes da deliberação da assembleia geral da controlada*", que é incorporada nas operações ali referidas. Ainda que se presumisse a possibilidade de recesso, não me parece que seria possível se presumir toda a relação dos potenciais beneficiários de tal direito, a cada caso – e daí se pode constatar que, aparentemente, não se estava, no §3º, querendo de fato criar um novo direito [\[12\]](#).
41. Voto, assim, pelo indeferimento do recurso interposto, reconhecendo que não existe direito de recesso para os acionistas minoritários da BrT em razão da Reorganização, seja pela inaplicabilidade do disposto no §1º do art. 252 ao caso, seja em razão da consideração de que os §§3º e 4º do art. 264 não criam nova hipótese de recesso.

É o meu voto.

Rio de Janeiro, 16 de fevereiro de 2012.

Otávio Yazbek

[1] **Art. 264.** Na incorporação, pela controladora, de companhia controlada, a justificação, apresentada à assembléia-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. (...) **§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 assembléia-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 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.

[2] **Art. 252.** A incorporação de todas as ações do capital social ao patrimônio de outra companhia brasileira, para convertê-la em subsidiária integral, será submetida à deliberação da assembléia-geral das duas companhias mediante protocolo e justificação, nos termos dos artigos 224 e 225. **§1º** A assembléia-geral da companhia incorporadora, se aprovar a operação, deverá autorizar o aumento do capital, a ser realizado com as ações a serem incorporadas e nomear os peritos que as avaliarão; os acionistas não terão direito de preferência para subscrever o aumento de capital, mas os dissidentes poderão retirar-se da companhia, observado o disposto no art. 137, II, mediante o reembolso do valor de suas ações, nos termos do art. 230. **§2º** A assembléia-geral da companhia cujas ações houverem de ser incorporadas somente poderá aprovar a operação pelo voto de metade, no mínimo, das ações com direito a voto, e se a aprovar, autorizará a diretoria a subscrever o aumento do capital da incorporadora, por conta dos seus acionistas; os dissidentes da deliberação terão direito de retirar-se da companhia, observado o disposto no art. 137, II, mediante o reembolso do valor de suas ações, nos termos do art. 230.

[3] **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: (...) 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.

[4] **Art. 187.** Também comete ato ilícito o titular de um direito que, ao exercê-lo, excede manifestamente os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes.

[5] As manifestações doutrinárias asseveram, com algumas variações, que, com o disposto no §4º do art. 264 da lei acionária, procurou-se reduzir os riscos para os acionistas minoritários e sempre fazem referências também a operações de incorporação reversa. No entanto elas não lidam expressamente com a questão da extensão ou não do direito de recesso aos minoritários da controlada incorporadora, nos termos defendidos pelos Investidores no presente caso.

[6] França, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa*. São Paulo: Malheiros Editores, 2009, p. 629.

[7] Dentre outros motivos porque, tal como concluído por Jean Paillusseau, " *La conception démocratique de la société a eu une vogue certaine pendant les premières décennies de ce siècle. On s'est aperçu depuis qu'elle était fautive et l'évolution du droit des sociétés tend au contraire à concentrer et à unifier le pouvoir aux mains de certaines personnes. Une telle évolution de la pensée et du droit éat parfaitement normale car l'homogénéité des actionnaires que postulait cette construction n'existe pas. En fait, certains actionnaires dirigent seuls les affaires sociales et ils ont réussi à faire admettre leur droit au contrôle*" (*La Société Anonyme – Technique d'organisation de l'entreprise*. Paris: Sirey, 1967, p. 46-47).

[8] Vale, aqui, uma referência à posição adotada por Virgílio Afonso da Silva ao tratar dos casos de colisão entre regras e princípio. Nesta oportunidade, o autor afirma que o sopesamento entre ambos (ou, melhor, "entre o princípio em colisão e o princípio no qual a regra em colisão ") é problemático, não só porque "dá a entender que o aplicador do direito está sempre livre, em qualquer caso e em qualquer situação para afastar a aplicação de uma regra por entender que há um princípio mais importante que justifica esse afastamento"; mas principalmente porque ignora que, na maior partes desses casos, " há (...) simplesmente o produto de um sopesamento , feito pelo legislador, entre dois princípios que garantem direitos fundamentais, e cujo resultado é uma regra de direito ordinário. A relação entre a regra e um dos princípios não é, portanto, uma relação de colisão, mas uma relação de restrição. A regra é a expressão dessa restrição. Essa regra deve, portanto, ser simplesmente aplicada por subsunção" (*Direitos Fundamentais – Conteúdo Essencial, Restrição e Eficácia*. São Paulo: Malheiros Editores, 2009, p. 52).

[9] E remeto aqui a Ferraz Jr., Tércio Sampaio, *Introdução ao Estudo do Direito– Técnica, Decisão, Dominação*. São Paulo: Atlas, 1990, p. 258.

[10] Como acima apontado, os casos efetivamente analisados pelo Colegiado da CVM não chegaram a tratar especificamente da extensão do direito de recesso aos acionistas da incorporadora controlada, abordando, tão somente, a questão da aplicação do regime especial previsto no art. 264. Cf., nesse sentido, o Processo CVM n.º RJ 2001/11663 (referente à incorporação de ações da Bunge Alimentos S.A. e da Bunge Fertilizantes S.A. pela Serrana S.A. e decidido em 15.1.2002) e RJ 2004/5914 (referente ao pedido de dispensa da elaboração de laudo de avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado feito pela Companhia Piratininga de Força e Luz e decidido em 25.10.2004).

[11] Existem decisões jurisprudenciais relevantes no sentido de que o art. 137 não esgota as hipóteses de direito de recesso, podendo-se mencionar, exemplificativamente, o REsp n.º 68.367/MG (Rel. Min. Eduardo Ribeiro, votação unânime, julgado em 12.12.1998 e publicado no Diário Oficial de Justiça da União em 22.3.1999) que, por sua vez, foi reconhecido como "precedente de relevo" no voto do relator do REsp n.º 970.339/BA (Rel. Min. Sidnei Beneti, votação unânime, julgado em 23.4.2009 e publicado no Diário Oficial de Justiça da União em 11.5.2009). Entendo, porém, que isso apenas comprova que é possível que outros dispositivos além do art. 137 da lei acionária prevejam hipóteses diversas de recesso. A existência ou não de recesso, nesses casos, depende da interpretação daqueles outros dispositivos.

[12] E vale referir alguns exemplos da diferença de tratamento quanto à constituição do direito e a identificação de seus potenciais beneficiários. Assim, o art. 221, ao tratar da dissidência na deliberação de transformação, destaca que "o sócio dissidente terá o direito de retirar-se da sociedade". O §4º do art. 223 dispõe que, caso a sociedade sucessora de companhia aberta em operações de incorporação, fusão ou cisão não obtenha o correspondente registro, tal fato "dará ao acionista direito de retirar-se da companhia". O parágrafo único do art. 236 estabelece que " sempre que pessoa jurídica de direito

público adquirir, por desapropriação, o controle de companhia em funcionamento, os acionistas terão direito de pedir, dentro de 60 (sessenta) dias da publicação da primeira ata... o reembolso de suas ações...". E o §2º do art. 252, ao tratar da assembleia geral da companhia que deliberar a incorporação de suas ações por outra sociedade, estabelece, em fórmula bastante parecida com a adotada no §1º do mesmo artigo, que "os dissidentes da deliberação terão direito de retirar-se da companhia, observado o disposto no art. 137, II, mediante o reembolso do valor de suas ações..."