

Para: SEP

De: GJU-2

ASSUNTO: CONSULTA – RECLAMAÇÃO DE INVESTIDOR – DIREITO DE RECESSO – EMPRÉSTIMO DE AÇÕES

Referência: PROCESSO CVM Nº RJ-2011-13464

RA/CVM/SEP/GEA-4/Nº 082/11

Senhor Superintendente,

Trata-se de consulta formulada a esta Procuradoria Federal Especializada (PFE-CVM) acerca do tratamento jurídico a ser conferido às ações que forem objeto de empréstimo de ações, considerando-se a perspectiva do exercício do direito de recesso previsto nos arts. 109, V e 137, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, a seguir transcritos:

"Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembléia-geral poderão privar o acionista dos direitos de:

(...)

V - retirar-se da sociedade nos casos previstos nesta Lei."

"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: (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

I - nos casos dos incisos I e II do art. 136, somente terá direito de retirada o titular de ações de espécie ou classe prejudicadas; (Incluído pela Lei nº 9.457, de 1997)

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: (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

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 (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

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; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

III - no caso do inciso IX do art. 136, somente haverá direito de retirada se a cisão implicar: (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

a) mudança do objeto social, salvo quando o patrimônio cindido for vertido para sociedade cuja atividade preponderante coincida com a decorrente do objeto social da sociedade cindida; (Incluída pela Lei nº 10.303, de 2001)

b) redução do dividendo obrigatório; ou (Incluída pela Lei nº 10.303, de 2001)

c) participação em grupo de sociedades; (Incluída pela Lei nº 10.303, de 2001)

IV - o reembolso da ação deve ser reclamado à companhia no prazo de 30 (trinta) dias contado da publicação da ata da assembléia-geral; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

V - o prazo para o dissidente de deliberação de assembléia especial (art. 136, § 1o) será contado da publicação da respectiva ata; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

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. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

§ 1º O acionista dissidente de deliberação da assembléia, inclusive o titular de ações preferenciais sem direito de voto, poderá exercer o direito de reembolso das ações de que, comprovadamente, era titular na data da primeira publicação do edital de convocação da assembléia, ou na data da comunicação do fato relevante objeto da deliberação, se anterior. (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997)

§ 2º O direito de reembolso poderá ser exercido no prazo previsto nos incisos IV ou V do caput deste artigo, conforme o caso, ainda que o titular das ações tenha se absterido de votar contra a deliberação ou não tenha comparecido à assembléia. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

§ 3º Nos 10 (dez) dias subseqüentes ao término do prazo de que tratam os incisos IV e V do caput 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. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

No caso *sub examine*, a companhia divulgou em 24 de maio de 2011 Fato Relevante, com informações sobre a pretendida reorganização societária, informando-se que a aprovação conferiria aos acionistas dissidentes o direito de retirada, "o qual será exercível em relação às ações de que sejam titulares ininterruptamente desde o encerramento do pregão do dia 23 de maio de 2011 até a data do efetivo exercício do direito de retirada". Esclareceu, ainda, que "as ações adquiridas a partir do dia 24 de maio de 2011 não conferirão ao seu titular direito de retirada com relação à Reorganização Societária".

Em decorrência de dúvidas envolvendo a questão das ações dadas em aluguel (tanto aquelas que a contratação tivesse sido anterior ao Fato Relevante, quanto as contratadas posteriormente), a companhia em questão divulgou Comunicado ao Mercado, em 14 de novembro próximo passado, informando que:

"(...) na forma da lei, caso a titularidade das ações detidas em 23 de maio de 2011 tenha sido transferida, inclusive em virtude de contrato de mútuo de ações ('aluguel de ações'), o acionista não poderá exercer o direito ao reembolso com relação às ações mutuadas, uma vez que, na forma da lei, o mútuo acarreta a efetiva transferência da titularidade das ações do mutuante ao mutuário.

Do mesmo modo, os acionistas que no encerramento do pregão de 23 de maio de 2011 fossem titulares de ações por força de contratos de mútuo vigentes naquela data, e mantenham a titularidade destas ações até o momento do exercício do direito de recesso, poderão exercê-lo, na forma da lei."

O processo ora examinado surge de reclamação de acionista, solicitando desta CVM a confirmação da legalidade do entendimento da companhia.

A SEP, em sua análise, a partir dos contornos jurídicos do contrato de mútuo – em que há a efetiva transferência da propriedade do bem ao mutuário – e, também, do regulamento específico da BM&FBovespa, que trata dos direitos contratuais dos mutantes e mutuários de ações, concluiu em linha com o entendimento da companhia, que:

"a) nos contratos de empréstimos de ações em aberto no dia 23.05.11 (data do fato relevante que anunciou a operação), são os tomadores das ações, e não os doadores, os possuidores do direito de retirada, na incorporação das ações de emissão da Telemar Norte Leste S.A., desde que mantenham sua posição de titulares das ações até a deliberação assemblear; e

b) os detentores de ações de emissão da Telemar Norte Leste S.A. que efetuaram o empréstimo de suas ações em data posterior a 23.05.11 tiveram prejudicado seu direito de retirada, no âmbito da referida operação."

O direito de recesso, ou de retirada, é, como já apontado, um dos direitos essenciais do acionista (art. 109 da LSA).

Como definição, pode-se afirmar que é o direito de o titular de ações se desfazer destas, recebendo da sociedade o respectivo reembolso, quando dissidente de determinadas deliberações da assembleia geral, e presentes as condições previstas expressamente nos incisos do art. 137 da Lei nº 6.404/76.

Nas palavras de Modesto Carvalhosa, "é a faculdade legal do acionista de retirar-se da companhia, mediante a reposição do valor patrimonial das ações respectivas. Trata-se de um negócio jurídico, em virtude do qual a companhia é obrigada a pagar aos acionistas dissidentes o valor de suas ações. Constitui uma rescisão unilateral ou denúncia. É, portanto, reminiscência da concepção contratualista da sociedade anônima, que ainda subsiste em diversas esferas da sua estrutura"^[1].

É, pois, verdadeiro sistema de freios e contrapesos que tem por função primordial a limitação ao poder dirigente da companhia, exercido pela maioria, buscando o real equilíbrio entre a vontade do controlador e os interesses dos investidores minoritários.

Conforme assentado no voto do Ministro do Superior Tribunal de Justiça (STJ), Eduardo Ribeiro, proferido no julgamento do Recurso Especial nº 197.329, "assegura-se a retirada, como proteção ao minoritário, cuja participação na sociedade seria substancialmente afetada, com modificações em pontos relevantes de seus estatutos. Quem se associou a uma empresa tem o direito de não a ver alterada no que tem de mais relevante, bem como de que não seja diminuído o significado econômico resultante da titularidade das ações"^[2].

Constitui, ainda segundo o voto citado, "instituto que visa a evitar prejuízos que pudessem ser impostos, pelos sócios majoritários, aos demais."^[3]

Em simplificação, o direito de recesso busca compensar, para o acionista minoritário dissidente, a perda de valor do seu patrimônio pela decisão dos demais sócios.

O direito de recesso é, como se observa, uma clara exceção à forma ordinária de negociação de ações, que é assegurada por lei nos casos em que a alienação dos títulos na forma usual, i.e., privadamente ou no mercado, venha a trazer prejuízos ao acionista.

Ou seja, por força da deliberação aprovada pela maioria dos acionistas da companhia, o valor a ser obtido no mercado poderá ficar diminuído (isso fora os casos em que ele simplesmente se mantém em patamar demasiadamente baixo), não tendo o acionista dissidente tomado parte de tal escolha da sociedade, que inclusive pode ter alterado substancialmente elemento relevante para a formação do seu preço, da sua cotação.

Advindo tal situação, a companhia deverá 'indenizar' o acionista, pagando pelas suas ações o valor justo, de acordo com critérios anteriormente estabelecidos no estatuto da própria companhia, retirando tal valor de seu caixa, através de processo sempre desvantajoso para a continuidade da empresa.

Por outro lado, se existir saída a mercado ou o eventual legitimado se utilizar do próprio mercado antecipadamente, descabe o exercício do direito de recesso frente à companhia, ante a existência de alternativa ou decisão voluntária que, além de atender os interesses dos próprios acionistas, se demonstra menos onerosa para a sociedade.

Nesse diapasão, afirmam Lamy e Bulhões Pedreira:

"A lei somente prevê direito de retirada em alguns casos expressos, de deliberações que modificam

de modo fundamental a organização da companhia ou os direitos de participação dos acionistas, porque o reembolso de ações põe em risco a continuidade e viabilidade do funcionamento da empresa, cuja preservação é – por motivos de interesse geral, econômico e social – um dos principais objetivos da lei. O direito de retirada é, portanto, excepcional, e por ser capaz de prejudicar o interesse geral há de ser interpretado de modo estrito". [4]

Portanto, a interpretação a ser conferida ao instituto em questão deverá ser sempre no sentido da manutenção da empresa, da continuidade do negócio. Como afirma com precisão Rubens Requião, "a decisão de recesso é muito grave. Pode, conforme o volume das ações dos dissidentes, levar a sociedade à descapitalização e à séria crise financeira" [5].

Por isso, inclusive, o legislador impôs uma série de condições ao exercício do direito de retirada pelo acionista dissidente.

Ou seja, o direito de recesso é remédio excepcional, oneroso para a companhia, tendo, inclusive, sido alterada a lei para exigir expressamente que, em determinadas situações, e em existindo mercado para as ações detidas (liquidez e dispersão), é mediante a negociação no mercado que deve o acionista se desfazer de sua posição acionária.

O instituto destina-se, portanto e exclusivamente, àquele acionista em relação ao qual é alterado o pacto estrutural com a companhia e que já não tenha como se valer amplamente do próprio mercado e da vida negocial normal após ter conhecimento do fato que ensejará o direito de recesso.

Como afirma Carvalhosa, "são dois os pressupostos para o exercício do direito de recesso: o primeiro é ter havido deliberação eficaz da assembléia geral sobre uma das matérias especificadas em lei como suscetíveis de gerar esse direito (art. 136) ou a prática de atos ultra vires que alterem substancialmente o objeto social, seja pela mudança de atividade, seja pelo desaparecimento significativo do patrimônio operacional que instrumentalmente permitia a sua consecução; o segundo, o de não ter havido consentimento do acionista à modificação" [6].

Além disso, para a hipótese específica do caso ora examinado (art. 137, II), a lei traz as seguintes exigências adicionais:

"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: (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

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 (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

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; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)"

Essa excepcionalidade do instituto e as diversas limitações legais impostas ao seu exercício, consoante destaca a doutrina, decorrem também da necessidade de se evitar fraudes e manipulações, excluindo eventuais falsos dissidentes e simples aproveitadores de uma situação economicamente proveitosa. [7]

Aliás, a doutrina, a jurisprudência dos tribunais superiores e as iniciativas legislativas nos últimos anos (inclusive com ativa participação desta CVM) têm sido no sentido de se prevenir e combater a notoriamente conhecida "indústria do recesso", que constitui distorção a subverter o instituto e, inclusive, tentar histórica e indevidamente submetê-lo a vontades circunstanciais meramente privadas e de mercado. [8] Nesse contexto, é também marcante o aspecto institucional (interesse social) inerente às sociedades anônimas.

O aluguel ou empréstimo de ações [9], por sua vez, "consiste (...) na transferência da custódia das ações do doador (proprietário) para o tomador (arrendatário), mediante o pagamento de uma comissão (aluguel) e o depósito de garantias (fiança bancária, títulos públicos federais, certificados de ouro, dinheiro ou ações). (...) Na transação, ocorre a transferência de fato das ações do doador para o tomador, porém a valorização e os direitos inerentes às ações (subscrição, dividendos e bonificação) continuam sendo do doador, à exceção do direito de voto que é transferido ao tomador durante o período do empréstimo. O tomador recebe as ações e poderá utilizá-las da forma que desejar, dentro de um determinado prazo pactuado, vendendo, dando em garantia ou mesmo retirando as ações da custódia da Bolsa". [10]

Em verdade, conforme bem observado pela SEP, trata-se de verdadeiro contrato de mútuo, em que há a entrega de bens fungíveis para posterior devolução da mesma quantidade, com o pagamento de uma comissão, e não de locação (aluguel), em que o bem dado é infungível.

Feita essa digressão preliminar acerca dos institutos em questão, é inafastável concluir que o direito de recesso configura uma situação claramente excepcional:

"O direito de retirada pode prejudicar a sociedade e, por isso, é excepcional e deve ser interpretado de modo estrito". [11]

Daí porquê entendemos que a interpretação dos dispositivos legais em questão não pode se dar de forma a alargar a aplicabilidade do instituto.

A primeira conclusão a que chegamos, portanto, é a de que as ações a serem reembolsadas, conforme previsão no *caput* do art. 137 da LSA, são exatamente aquelas que o acionista detinha na data da divulgação do Fato Relevante, e não outras que venha a adquirir, posteriormente, a qualquer título. Portanto, são aquelas ações detidas, naquela data, pelos acionistas cujos nomes estiverem devidamente lançados nos registros da companhia, na forma do art. 100 e § 2º, da Lei nº 6.404/76 [12]:

"Art. 100. A companhia deve ter, além dos livros obrigatórios para qualquer comerciante, os seguintes, revestidos das mesmas formalidades legais:

I - o livro de Registro de Ações Nominativas, para inscrição, anotação ou averbação: (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997)

a) do nome do acionista e do número das suas ações;

b) das entradas ou prestações de capital realizado;

c) das conversões de ações, de uma em outra espécie ou classe; (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997)

d) do resgate, reembolso e amortização das ações, ou de sua aquisição pela companhia;

e) das mutações operadas pela alienação ou transferência de ações;

f) do penhor, usufruto, fideicomisso, da alienação fiduciária em garantia ou de qualquer ônus que grave as ações ou obste sua negociação.

II - o livro de "Transferência de Ações Nominativas", para lançamento dos termos de transferência, que deverão ser assinados pelo cedente e pelo cessionário ou seus legítimos representantes;

(...)

§ 2º Nas companhias abertas, os livros referidos nos incisos I a V do caput deste artigo poderão ser substituídos, observadas as normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, por registros mecanizados ou eletrônicos. (Redação dada pela Lei nº 12.431, de 2011)."

Portanto, pessoa que posteriormente venha a se tornar titular da ação em questão, salvo se por sucessão, não estará legitimada a exercer o direito de recesso ora analisado.

Além disso, qualquer alienação posterior acarretará a perda do direito de recesso, ainda que, posteriormente, venha o acionista a readquirir o mesmo número de ações.

Afinal, ainda que se demonstre que existe uma sistemática precisa para a realização dos negócios de empréstimo de ações, fato é que, à luz da lei societária, o negócio jurídico em questão, firmado entre particulares, sem a anuência ou intervenção da companhia, não tem força legal para ser oponível à companhia[13]. Para ela, segundo a Lei nº 6.404/76, somente importará a informação da posição acionária na data da divulgação do Fato Relevante, visto que, desde aquela data, o acionista que discordar daquela decisão, já terá assegurado seu direito, exceto se alienar sua posição, anteriormente ao momento futuro, recordando-se, sempre, como anota Jorge Lobo[14], que, entre os pressupostos para o exercício do direito de recesso, está o de " **ser acionista (...), cumprindo-lhe provar que era titular na data da primeira publicação (...)**".

Outrossim, mesmo no regime do empréstimo em si, de acordo com a regulamentação vigente, a única ressalva expressa ao que fica com o tomador diz com direitos patrimoniais de cunho econômico alienáveis mediante contrato privado - como o são os dividendos, a valorização e os proventos em geral - e não, como aliás parece óbvio, com direitos personalíssimos, como é o caso do direito de retirada, que não comportam alienação privada, já que o direito de recesso, por exemplo, somente pode ser exercido perante a companhia, terceira estranha ao contrato e que pode ser gravemente afetada, inclusive e no limite, com a sua descontinuidade, por aquela pessoa (e não outra) titular comprovadamente de ações na data respectiva e que seja acionista no momento futuro, recordando-se, sempre, como anota Jorge Lobo[14], que, entre os pressupostos para o exercício do direito de recesso, está o de " **ser acionista (...), cumprindo-lhe provar que era titular na data da primeira publicação (...)**".

Nesse diapasão, o direito de recesso estará limitado àquelas ações detidas na data da divulgação do fato relevante e, ademais, mantidas em sua propriedade até o momento do exercício do direito (de forma ininterrupta).

Aliás, nesse sentido, transcreva-se o seguinte trecho da *Delaware Corporation Law*, acerca do *appraisal right*, semelhante ao direito de recesso brasileiro, que, de forma explícita, reconhece tal necessidade para o exercício de tal direito excepcional:

"§ 262. Appraisal rights.

(a) Any stockholder of a corporation of this State who holds shares of stock on the date of the making of a demand pursuant to subsection (d) of this section with respect to such shares, **who continuously holds such shares through the effective date of the merger or consolidation**, who has otherwise complied with subsection (d) of this section and who has neither voted in favor of the merger or consolidation nor consented thereto in writing pursuant to § 228 of this title shall be entitled to an appraisal by the Court of Chancery of the fair value of the stockholder's shares of stock under the circumstances described in subsections (b) and (c) of this section. As used in this section, the word "stockholder" means a holder of record of stock in a corporation; the words "stock" and "share" mean and include what is ordinarily meant by those words; and the words "depository receipt" mean a receipt or other instrument issued by a depository representing an interest in 1 or more shares, or fractions thereof, solely of stock of a corporation, which stock is deposited with the depository."[\[15\]](#)

Muito embora na legislação brasileira não haja a expressa e literal referência à necessidade da titularidade ininterrupta, de todo o já exposto fica patente que tal requisito é insito ao instituto.

Não há que se esquecer, também, que, em regra, o mutuário – aquele que toma por empréstimo as ações – não permanece com as ações em carteira durante o período do contrato. Normalmente, ele as recebe e as aliena, em geral apostando numa queda de sua cotação, para recomprar posteriormente por valor inferior, quando da necessidade da devolução, auferindo lucro.

Dessa forma, o mutuário, ao devolver, nessas hipóteses, deverá adquirir as ações no mercado, **de alguém que, portanto, estará alienando tais ações em momento posterior à divulgação do fato relevante e que pode, inclusive, ter votado favoravelmente à operação**. Ou seja, a interpretação pretendida, em especial em relação aos contratos anteriores à divulgação do fato relevante, pode levar à absurda possibilidade de que se utilizem, para exercício do direito de recesso, ações que votaram favoravelmente à operação!

Por fim, também não se pode olvidar da boa-fé objetiva da companhia que divulgou, antecipada e detalhadamente, todas as regras relacionadas ao exercício do direito de recesso de que se trata.

Por todo o exposto, e em acréscimo às observações já apresentadas pela SEP, com as quais concordamos, entendemos que a companhia está agindo em estrito cumprimento da legislação aplicável, sendo, portanto, inaplicável o direito de recesso aos casos narrados, conforme a conclusão a que chegou a área técnica.

À PFE.

JOSÉ EDUARDO GUIMARÃES BARROS

Subprocurador-Chefe

Matrícula SIApe nº1358480

[1] Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, vol. II pág. 889.

[2] Resp. 197.329-SP. Data do julgamento: 02.02.99. in DJ de 17.05.99. Grifos da transcrição.

[3] Resp. 197.329-SP. Data do julgamento: 02.02.99. in DJ de 17.05.99.

[4] A Lei das S. A.. vol. II, pág. 340.

[5] In Curso de Direito Comercial. Ed. Saraiva, 20ª edição, 1995, pág. 151.

[6] Ob. Cit. Pág. 894.

[7] Geraldo de Camargo Vidigal e Ives Gandra Martins (coordenadores), *Comentários à Lei das Sociedades por Ações*, Rio de Janeiro: Forense Universitária, 1999, p. 424.

[8] Nesse sentido, vale transcrever o seguinte trecho da obra *Reforma das S.A. e do mercado de capitais*, Nelson Eizirik, Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 80-81: "A Lei nº 9.457/97 também visou eliminar a 'indústria do recesso', ou seja, a operação de aquisição de ações realizada com a única finalidade de dissentir de deliberações sociais e receber o reembolso das ações. Para tanto, possibilitou, em primeiro lugar, o cálculo do valor de reembolso com base no valor econômico da companhia, conforme acima mencionado. Em segundo lugar, alterou o § 1º do art. 137, exigindo, para a legitimação ao exercício do direito de recesso, a titularidade das ações na data da primeira publicação do edital de convocação da assembleia, ou na data da comunicação do fato relevante objeto da deliberação (no caso de companhia aberta), se anterior à publicação do edital".

[9] Conforme Instrução CVM nº 441, de 10 de novembro de 2006 e regras decorrentes.

[10] Fortuna, Eduardo. *Mercado Financeiro*. 19ª edição, Ed. Qualitymark pág. 589.

[11] Lamy e Bulhões, obra citada em nota na p. 213 de Direitos dos acionistas, Jorge Lobo, Elsevier, 2011.

[12] A propósito, vale fazer menção à Deliberação CVM nº 472, de 27 de julho de 2004, uma vez que os registros mantidos pelas instituições autorizadas pela CVM a prestar serviços de custódia de ações fungíveis integram e complementam, para todos os efeitos legais, os livros da companhia emissora ou os registros da instituição prestadora de serviços de ações escriturais.

[13] No mesmo sentido, pode ser feita a analogia com o art. 118, *caput*, da LSA, que somente exige a observância dos acordos de acionistas pelas companhias quando arquivados em sua sede. Além disso, o parágrafo 1º do mesmo artigo também estabelece que as "*obrigações ou ônus decorrentes desses acordos somente serão oponíveis a terceiros, depois de averbados nos livros de registro e nos certificados das ações, se emitidos*".

[14] In Direitos dos acionistas, Elsevier, 2011.

[15] Os grifos são da transcrição.