

Interessados: Green HG Fund LLC Green II Fund LLC

CSHG Verde Equity Master Fundo de Investimento em Ações CSHG Verde Equity Master Fundo de Investimento Multimercado Telemar Norte Leste S.A.

Assunto: Exercício do direito de recesso.

Diretor Relator: Luciana Dias

Relatório

I. Objeto.

1. Trata-se de recurso interposto por Green HG Fund LLC, Green II Fund LLC, CSHG Verde Equity Master Fundo de Investimento em Ações e CSHG Verde Equity Master Fundo de Investimento Multimercado ("Recorrentes"), na qualidade de acionistas da Telemar Norte Leste S.A. ("Telemar" ou "Companhia"), contra decisão da Superintendência de Relações com Empresas ("SEP") que indeferiu reclamação por eles apresentada.

II. Reclamação.

2. Os Recorrentes apresentaram reclamação requerendo que a CVM determinasse que a Telemar e as demais companhias do Grupo Oi garantam o direito de recesso aos seus acionistas com base na quantidade total de ações detidas em 23.05.2011, por ocasião da assembleia que deliberar a reorganização societária do grupo, independentemente da titularidade ininterrupta das referidas ações.
3. Inicialmente, os Recorrentes destacam os seguintes fatos:
 - i. em 24.05.2011, a Telemar divulgou ao mercado que as companhias do Grupo Oi conduziram estudos e adotariam procedimentos para promover uma reorganização societária, concentrando as participações acionárias na Brasil Telecom S.A. ("BrT") ("Fato Relevante");
 - ii. a reorganização societária compreenderia a incorporação da Telemar pela Coari Participações S.A. ("Coari"), conferindo direito de recesso aos acionistas minoritários da Telemar, nos termos do Fato Relevante;
 - iii. nos termos do Fato Relevante o direito de recesso "é exercível em relação às ações de que [os acionistas] sejam titulares ininterruptamente";
 - iv. em 14.11.2011, a Telemar divulgou comunicado ao mercado no sentido de que caso a titularidade das ações detidas em 23.05.2011 seja transferida, o acionista não poderá exercer o direito de retirada;
 - v. em 16.11.2011, a BM&FBovespa divulgou comunicado no sentido de que seu regulamento de operações não contém disposições específicas sobre a elegibilidade para o exercício do direito de recesso, subscrevendo a manifestação da Telemar de que só poderiam exercer o direito de recesso os acionistas titulares de ações detidas ininterruptamente até a assembleia geral.
4. Os Recorrentes sustentam ainda que:
 - i. o intuito da Telemar seria o de restringir o direito de recesso de seus acionistas, já que a diferença entre o valor das ações no exercício do direito de recesso poderia ser até 40% superior ao valor pago conforme laudo divulgado pela Companhia;
 - ii. ainda não haveria data para as assembleias sobre a reorganização societária, e as convocações estariam sujeitas ao livre arbítrio da Companhia, que poderia postergá-las;
 - iii. se for considerada legítima a exigência de titularidade ininterrupta, os acionistas não poderiam negociar suas ações até a assembleia sob pena de não poderem exercer o direito de recesso; e como nas companhias abertas vigeria o princípio da livre circulação das ações, seria inadmissível que a Companhia impusesse tal condição para o exercício do direito de recesso;
 - iv. a exigência de titularidade ininterrupta para exercício do direito de recesso não teria fundamentação legal; a Lei nº 6.404, de 1976, teria sido expressa quando pretendeu exigir titularidade ininterrupta, como por exemplo no art. 141, §4º;
 - v. o direito de recesso seria direito essencial do acionista, e como tal não poderia ser suprimido pelo estatuto ou pela assembleia geral;
 - vi. os direitos essenciais dos acionistas corresponderiam aos direitos individuais dos cidadãos perante o Estado, que não poderiam ser restringidos ou cassados;
 - vii. nos termos do art. 137, §1º e IV, não se poderia confundir o momento da identificação dos legitimados ao exercício do direito de recesso com o momento do efetivo exercício;
 - viii. a lei não teria impedido que o acionista legitimado ao exercício do direito de recesso no primeiro momento negociasse com suas ações enquanto não se verifica o momento do efetivo exercício; assim, se o acionista fosse titular da mesma quantidade de ações que detinha na data do Fato Relevante, teria direito ao recesso com relação à mesma quantidade de ações;
 - ix. esse argumento seria corroborado pelo fato de que, após o Fato Relevante, as ações seriam negociadas sem direito de recesso, que só poderia ser exercido pelos acionistas titulares de ações até aquela data;
 - x. o entendimento defendido pela Telemar atentaria ainda contra o direito de propriedade; e
 - xi. os prejuízos a serem suportados pelos Recorrentes montariam o total de R\$10.000.000,00.
5. Juntamente com a reclamação os Recorrentes acostam aos autos parecer subscrito pelo professor Calixto Salomão Filho.

III. Análise da SEP.

6. Em 11.01.2012, a SEP apresentou o MEMO/SEP/GEA-4/Nº11/12, nos seguintes termos:
 - i. a questão já teria sido analisada no âmbito do processo CVM nº RJ2011-13464, similar a este, em que a SEP produziu o

- ii. naquele processo, a SEP manifestou o entendimento de que: (a) nos contratos de empréstimo em aberto no dia 23.05.2011, seriam os tomadores das ações, e não os doadores, os titulares do direito de retirada, na incorporação das ações de emissão da Telemar pela Coari, desde que mantenham sua posição de titulares das ações até a data da deliberação assemblear; e (b) os detentores de ações de emissão da Telemar que efetuaram o empréstimo de suas ações em data posterior a 23.05.2011 não estariam legitimados ao exercício do direito de retirada;
- iii. ainda naquele processo, a PFE apresentou o MEMO N°013/2011/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU, concordando com o posicionamento da SEP nos seguintes termos: "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)" (fls. 43/57);
- iv. neste processo, a conclusão não seria diferente, pois o direito de recesso (art. 137, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976) teria por finalidade conferir um meio de saída quando a ação não possui liquidez e dispersão (art. 137, II), ou seja, quando não há uma saída via mercado; seria, assim, uma proteção ao acionista que não encontrasse um mercado suficientemente líquido para alienar suas ações;
- v. haveria um pressuposto implícito para a concessão do direito de retirada que seria o fato de o acionista ser surpreendido com o anúncio de uma operação que não pôde ter sido levada em consideração no momento da realização do investimento;
- vi. a exigência de titularidade ininterrupta decorreria da própria finalidade do art. 137, da Lei nº 6.404, de 1976, por duas razões: (a) primeiro porque se o acionista alienou as ações após o anúncio, significa que as ações tinham liquidez suficiente para proporcionar-lhe a saída do investimento; e (b) segundo porque se, após o anúncio, o acionista que havia alienado as ações as adquire novamente, ele possui todos os elementos para decidir sobre o investimento, não estando mais presente o pressuposto da alteração posterior relevante;
- vii. o argumento dos Recorrentes de que o entendimento da Companhia representaria uma restrição à livre circulação das ações faria sentido no caso concreto;

porém a questão deveria ser analisada para além das peculiaridades do caso, já que em regra o lapso temporal entre o anúncio da operação e a deliberação assemblear não é tão extenso quanto neste caso; e, neste caso, o lapso temporal seria justificável em vista da complexidade das operações envolvidas;

- viii. se fosse verificado que a operação estaria sendo atrasada injustificadamente, seriam apuradas as responsabilidades;
- ix. os Recorrentes estariam subvertendo a ordem lógica da questão, já que é a limitação da circulação que, entre outras, daria causa ao direito de recesso, por prejudicar a saída do investimento via mercado;
- x. as ações PNA de emissão da Telemar possuem liquidez considerável (quase R\$ 8 milhões de volume com cerca de 542 negócios por dia, em média, nos noventa dias anteriores ao anúncio da operação - fls. 58/62), embora não integrem índices admitidos à negociação em mercados futuros;
- xi. não pareceria razoável entender que a necessidade de propriedade ininterrupta das ações estaria limitando a livre circulação; a negociação é uma opção do acionista, que a realiza conforme sua decisão e não por uma imposição da Companhia;
- xii. não seria razoável considerar as características peculiares deste caso concreto para a interpretação de instituto aplicável em operações, em regra, com características bem distintas;
- xiii. a tese defendida pelos Recorrentes poderia causar distorções de mercado indesejáveis; e
- xiv. poderia ainda haver um aumento artificial do preço do papel nas proximidades da realização da assembleia, tendo em vista que os acionistas que teriam direito ao recesso poderiam estar dispostos a comprar o papel por valor superior ao praticado no mercado.

7. Diante dos elementos expostos, a SEP conclui que o entendimento da Companhia não seria passível de correção.

8. Em 11.01.2012, a SEP comunicou sua decisão aos Recorrentes no seguinte sentido (fls. 81/82):

- i. diante dos elementos disponíveis até o momento, o entendimento da Companhia estaria correto, no sentido de exigir a titularidade ininterrupta das ações;
- ii. o direito de recesso (art. 137, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976) teria por finalidade conferir um meio de saída quando a ação não possui liquidez e dispersão (art. 137, II);
- iii. nos contratos de empréstimo em aberto no dia 23.05.2011, seriam tomadores das ações, e não os doadores, os titulares do direito de retirada, na incorporação das ações de emissão da Telemar pela Coari, desde que mantenham sua posição de titulares das ações até a data da deliberação assemblear; e
- iv. os detentores de ações de emissão da Telemar que efetuaram o empréstimo de suas ações em data posterior a 23.05.2011 não estariam legitimados ao exercício do direito de retirada.

IV. Recurso.

9. Os Recorrentes interuseram recurso contra a decisão da SEP, reiterando os argumentos apresentados na Reclamação (fls. 93/103).

V. Nova Manifestação da SEP.

10. Em 30.01.2012, a SEP apresentou nova manifestação mantendo sua posição original (fls. 104/105).

VI. Manifestação da Companhia.

11. Em síntese, a Companhia sustenta que o recurso deveria ser indeferido em razão dos seguintes argumentos (fls. 110/157):

- i. o direito de recesso seria excepcional, e deveria ficar restrito às hipóteses em que não é possível ao acionista retirar-se da companhia via mercado; no presente caso, os acionistas teriam a saída de mercado, uma vez que suas ações têm liquidez;

- ii. o direito de recesso não poderia ser utilizado como forma de especulação ou como forma de se realizarem lucros às custas da companhia;
- iii. as alterações na redação do art. 137 da Lei nº 6.404, de 1976, levariam à conclusão de que a titularidade das ações deveria ser ininterrupta para que o acionista fosse legitimado ao exercício do direito de recesso;
- iv. mesmo os direitos essenciais dos acionistas, como o recesso, poderiam sofrer restrições impostas pela lei;
- v. o empréstimo geraria a transferência da titularidade das ações; e
- vi. não poderia haver aplicação retroativa da norma.

Voto

I. A reclamação.

1. O presente processo tem origem na reclamação feita pelos Recorrentes no contexto da reorganização societária das companhias que compõem o Grupo Oi. Os Recorrentes, por meio de seus advogados, requerem que a CVM determine que o direito de recesso dos detentores de ações ordinárias e preferenciais classe A e B ("Ações") da Telemar seja atribuído aos acionistas com relação ao total de ações detidas no dia 23.5.2011 até o limite da quantidade de que forem titulares na data da assembleia geral extraordinária que deliberar sobre a reorganização societária, marcada para o dia 27.02.2012.
2. Em outras palavras, os Recorrentes desejam que a CVM declare que não é necessária a propriedade ininterrupta das Ações no período compreendido entre o anúncio do Fato Relevante, em 23.5.2011, e a assembleia geral extraordinária que acontecerá em 27.02.2012.

II. Nota inicial.

3. Antes de proferir meu voto, gostaria de deixar anotado que sou sempre a favor de discutir reformas que visem a aprimorar o regime jurídico aplicável ao mercado de capitais e às companhias abertas. E, certamente, eu teria inúmeras ressalvas ao modo que a Lei nº 6.404, de 1976, escolheu lidar com as decisões de grande magnitude que podem ser impostas aos minoritários pelos controladores.
4. Mas, o fato é que se existe um sistema estabelecido, ele deve ser respeitado, em especial pelo regulador. Não é papel do regulador, no intuito de consertar a Lei ou acomodar situações que lhe parecem desequilibradas, fazer remendos com interpretações não coesas com o resto do arcabouço jurídico, principalmente, quando estão em curso operações que podem ser afetadas por tais interpretações.
5. Esse tipo de conduta geraria uma enorme insegurança jurídica que é sempre indesejável, mas que no mercado de valores mobiliários pode ser ainda mais corrosiva. Reformas, quando necessárias, devem ser implementadas depois de amplo debate a respeito das soluções possíveis.
6. Assim, eu entendo que o regime de recesso que passo a descrever não é o ideal, mas acredito firmemente que é o estabelecido pela Lei nº 6.404, de 1976.

III. Direito de recesso.

7. O direito de recesso serve para lidar com decisões extremamente relevantes para a companhia que podem ser impostas pelo controlador aos acionistas minoritários. É, assim, uma estratégia de saída que permite aos acionistas insatisfeitos se retirarem da companhia quando não querem suportar as consequências econômicas ou políticas das decisões tomadas pelos controladores.
8. Não sem motivo, o direito de recesso é usado com muita cautela pelos legisladores. A primeira e mais óbvia razão para tal parcimônia é o fato de que os custos gerados pelo exercício do direito de recesso são arcados pela companhia, uma vez que esta é responsável por recomprar as ações dos acionistas insatisfeitos.
9. Um efeito colateral dos custos gerados pelo direito de recesso é que tomar decisões impopulares fica mais caro para a companhia. De um lado, esse efeito protege os acionistas, como classe, das decisões que não parecem atraentes a todos. De outro, tal mecanismo pode prejudicar os acionistas se decisões que agregariam valor para companhia deixarem de ser feitas por conta dos custos gerados pelo recesso.
10. Assim, o sistema legal que suporta o recesso tem a difícil missão de equilibrar essa balança. De um lado, ele não pode ser tão atrativo que impeça ou encareça boas decisões. De outro, ele não pode ser tão insignificante que seja simplesmente tratado como custo das operações que tendem a ser impopulares entre os minoritários. Encontrar esse equilíbrio é uma tarefa muito difícil.
11. Por conta dessas feições, o direito de recesso foi se moldando, nas diversas jurisdições, de maneira bastante restrita. Muitas vezes, o direito de recesso foi simplesmente suprimido e substituído por outros remédios que conferem alguma legitimidade para essas decisões de ampla magnitude.
12. O direito comunitário europeu, por exemplo, não exige que os Estados Membros garantam o direito de recesso, embora a França e a Alemanha^[1] ofereçam essa proteção em situações bastante limitadas.^[2]
13. Para lidar com decisões cruciais para a companhia que poderiam ser simplesmente impostas aos minoritários pelos controladores, a Inglaterra ^[3], em especial, e os europeus, em geral, apoiam-se com mais vigor em sistemas de aprovação especiais (como, por exemplo, aprovação pela maioria da minoria) ou conferem poderes para terceiros desinteressados que poderão ser responsabilizados em caso de conduta inapropriada.^[4]
14. Os sistemas de aprovação especiais parecem particularmente interessantes porque, ao contrário do que ocorre no recesso, os responsáveis pela decisão não tem qualquer incentivo para deixar de aprovar uma operação se ela agregar valor para a companhia e para a coletividade de acionistas. Se a operação é entendida como benéfica, ela tende a ser aprovada.
15. O recesso não é, portanto, a maneira pela qual o direito europeu lida com decisões de grande magnitude para a companhia. Em especial, o direito europeu, em geral, não confere aos acionistas direito de recesso em reorganizações societárias.

16. Já a maior parte dos estados nos Estados Unidos garante o direito de recesso para acionistas dissidentes de decisões sobre reorganizações societárias. Embora haja regras peculiares em cada estado, em geral, as leis societárias conferem direito de recesso, a valor justo, para acionistas que rejeitam decisões sobre incorporações, fusões, consolidações, alienação de todos ou quase todos os ativos, e alterações de estatuto extremamente relevantes.
17. No entanto, 23 dos estados americanos, inclusive Delaware, estabelecem a exceção chamada "market out" que nega o direito de recesso quando as ações são listadas para negociação pública ou são detidas por um número tão grande de acionistas (em geral 2.000^[5]) que há a possibilidade de um mercado secundário de fato.^[6]
18. Em Delaware, há uma única hipótese em que a "market out exception" não se aplica: quando, em uma reorganização, a compensação dos acionistas for diferente de ações da empresa resultante ou de ações publicamente negociadas. Assim, somente haverá recesso em uma companhia listada ou cujo capital seja disperso quando o resultado da operação deixar os acionistas com algum ativo diferente de ações publicamente negociadas.
19. A doutrina americana tem travado acalorado debate sobre o tema do recesso. ^[7] O foco da discussão é, em geral, entender a função do direito de recesso e lhe atribuir algum significado.^[8] Embora haja várias correntes, em um aspecto esses autores parecem concordar: o direito de recesso é um instrumento de proteção de liquidez e não de valor.^[9]
20. O recesso funciona como um substituto para o mercado. Para esses autores, por mais imperfeito que seja o processo de formação de preços, em mercados líquidos, a tendência é que tal processo produza sistematicamente resultados mais corretos que a determinação de preços por terceiros, mesmo que sejam terceiros especializados.^[10]
21. Assim, na maior parte das vezes o mercado avaliaria um ativo a um preço bem perto do "preço justo", que é aquele garantido pelo recesso. Como os custos de se desfazer da posição em mercado são bem menores que exercer o recesso, o direito de retirada simplesmente não teria qualquer utilidade em papéis com liquidez.
22. Do exposto, conclui-se que, nem na Europa, nem nos Estados Unidos, o direito de recesso é um instrumento utilizado de maneira ampla no mercado de valores mobiliários. Quando existente, ele responde somente pelas exceções. Se o mercado ou os mecanismos de governança dão respostas melhores e menos custosas para a companhia, o recesso é excluído.^[11] Ele é obviamente importante para companhias fechadas ou com baixa liquidez, porque representa, muitas vezes, a única porta de saída dos minoritários. Mas, este não é o caso da Telemar e dos Recorrentes.
23. E faz sentido que seja assim. O recesso afeta negativamente a esfera de interesses de diversos agentes. Não só os acionistas remanescentes serão possivelmente prejudicados, mas também os credores da companhia e, em alguns casos, contrapartes comerciais, uma vez que os efeitos financeiros dos custos do recesso podem alterar a percepção do mercado sobre os riscos da companhia.^[12]
24. Desta forma, essa opção de usar com muita parcimônia o direito de recesso, dando preferência a soluções de mercado quando existentes, parece ser uma maneira razoável de equilibrar o interesse dos acionistas de não arcar com situações políticas e econômicas geradas por decisões com as quais não concordam; e, ao mesmo tempo, não onerar excessivamente a companhia ou criar custos para que boas decisões sejam tomadas.
25. O legislador brasileiro oscilou entre o regime europeu e o americano. Em algumas oportunidades adotou soluções de governança existentes na Europa, como no §1º do art. 136, que condiciona a criação ou a alteração de preferências e vantagens de ações preferenciais à aprovação ou ratificação por titulares de mais de metade da classe de ações preferenciais prejudicadas.
26. Mas, em relação às operações societárias o sistema da Lei nº 6.404, de 1976, é mais próximo do encontrado nos Estados Unidos.
27. Embora o legislador brasileiro tenha sido mais conservador que o americano, é impossível não ver certa semelhança e, talvez, inspiração, entre os critérios de exclusão do recesso nos Estados Unidos, a chamada "*market out exception*", e o regime estabelecido pelo art. 137, inciso II da Lei nº 6.404, de 1976.
28. Referido comando nega o direito de recesso aos acionistas dissidentes das deliberações tomadas por companhias abertas que aprovarem fusão ou sua incorporação em outra, quando tais acionistas sejam titulares de ações de classe ou espécie que tenham liquidez e dispersão. As alíneas do comando definem liquidez para efeito de aplicação daquele artigo referindo-se às ações que integram o índice. O requisito de dispersão é cumprido quando o acionista controlador detiver menos de metade das ações da classe ou espécie objeto do recesso.
29. O legislador brasileiro consagrou as soluções de mercado quando teve certeza de que elas existiriam. Constatada a liquidez e dispersão, de acordo com critérios bastante conservadores definidos em Lei, não se viu necessidade de garantir o direito de recesso. Assim, o recesso, no Brasil, é um remédio de exceção, como é em outros lugares, e não se justifica se os acionistas tiverem mecanismos de mercado para saírem de suas posições. Há imensa doutrina nacional confirmando o caráter excepcional do direito de recesso.^[13]
30. É, por isso, que não faz sentido dentro do sistema estabelecido pela Lei nº 6.404, de 1976, assegurar o direito de recesso para quem encontrou uma solução de mercado para se desfazer de suas ações.
31. Se o mercado ofereceu instrumentos de liquidez suficientemente atrativos para certos acionistas que teriam direito de exercer o recesso e se eles se utilizaram desses instrumentos e, sem qualquer coerção, efetivamente alienaram suas ações, por valores que entenderam razoáveis, tais

acionistas não precisam de um mecanismo de proteção de liquidez, como é o direito de recesso.

32. Desta forma, ainda que a lei não tenha expressamente mencionado a propriedade ininterrupta das ações desde a data do comunicado de fato relevante ou do edital de convocação da assembleia para deliberação que dá ensejo ao recesso, somente quando os acionistas não encontraram outros meios de dar liquidez às suas posições, o direito de recesso deve ser garantido.
33. O requisito de propriedade ininterrupta, embora não expresso, decorre da lógica do mecanismo de recesso e das exceções estabelecidas pelo art. 137, inciso II, da Lei 6.404, de 1976. Alienar as ações é praticar um ato contrário à expectativa de exercício do recesso, é deixar de ser acionista.
34. Os Recorrentes não fizeram a distinção entre alienações por venda ou por empréstimo, uma vez que para eles, qualquer alienação seria compatível com os requisitos legais para o exercício do direito de recesso. No entanto, os Recorrentes mencionam que alienaram Ações tanto via venda quanto via mútuo.
35. Não acredito que a natureza da alienação tem qualquer relevância aqui. Há razões jurídicas e de conveniência para tanto, que passo a explicar.
36. Primeiro, juridicamente é difícil ultrapassar o fato de o Código Civil, com muita clareza, ter estabelecido que o empréstimo de coisas fungíveis transfere a propriedade do bem objeto do negócio. Ainda que fosse juridicamente possível dar esse passo, acredito que a CVM e o mercado sempre interpretaram o empréstimo de ações como transferência de propriedade. E mudar essa interpretação agora seria inovar em meio a uma operação, o que é em vários aspectos inadequado.
37. A CVM, por meio da manifestação da SEP no MEMO/CVM/SEP/GEA-4/Nº099/06, de 23.10.06 (Processo CVM Nº RJ/2006/7166 – Tele Norte Leste Participações S.A.), analisou quem poderia exercer o direito de voto de uma ação que tenha sido objeto de empréstimo. Nesta oportunidade, declarou "*no serviço de empréstimo de títulos oferecido pela Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia - CBLIC, o tomador celebra um contrato de mútuo, tal qual previsto nos artigos 586 e 587 do Código Civil, assumindo a posição de proprietário das ações, ou seja, podendo destas livremente dispor, desde que as entregue, na mesma quantidade e qualidade, na data de vencimento do aluguel*".
38. Da mesma forma, o mercado sempre teve a interpretação de que o mútuo de ações transfere a propriedade. Evidência disso é a existência de arranjos contratuais entre mutuante e mutuário para lidar com os efeitos de tais transferências.
39. O mutuante de ações (doador) deve estar ciente desses efeitos, no mínimo, porque negociou contratos para evitar alguns deles. Por exemplo, o contrato de empréstimo de ações padrão do BTC estipula que o mutuário (tomador) transfira os dividendos, juros sobre capital próprio e outros benefícios econômicos para o mutuante (doador), nas mesmas quantias e datas a que o doador faria jus se fosse titular do papel.[\[14\]](#)
40. Além de juridicamente ser mais coerente entender que venda e empréstimo devem ser tratados da mesma forma para os efeitos do direito de recesso, porque, afinal, ambos transferem a propriedade do ativo subjacente, acredito que, do ponto de vista da adequação prática, é mais conveniente também.
41. Considerar que, para os efeitos do exercício do direito de recesso, o empréstimo de ações não transfere a propriedade gera, pelo menos, duas consequências. Primeiro, a base de pessoas que potencialmente podem exercer o recesso aumenta substancialmente, já que todos os acionistas efetivos e todos os mutuantes seriam titulares de tal direito, desde que recuperassem suas ações até a data da assembleia que deliberará sobre a matéria objeto do recesso.
42. Porque a base de potenciais titulares do direito é maior que a base de ações em circulação, caso o preço de exercício do direito de recesso seja atrativo, haverá um aumento de demanda por essas ações, pois todos que potencialmente podem exercer o direito de recesso e não tem as ações na carteira vão a mercado buscá-las. Esse movimento para aquisição das ações tende a gerar um aumento dos preços, não com base nos fundamentos econômicos ou em outros fatores naturais de mercado, mas simplesmente em função do aumento da demanda de ações para que se possa exercer contra a companhia uma opção de venda.
43. A CVM tem razões para temer interpretações que deem margem a esse tipo de movimento. Até 1997, quando o art. 137, § 1º, dispunha que os titulares do direito de recesso seriam aqueles que detivessem a ação na data da assembleia geral que deliberasse sobre a matéria objeto do recesso e que nela tivessem votado contra tal deliberação ou não tivessem comparecido, era possível saber sobre o recesso antes que o momento aquisitivo do direito ocorresse.
44. Em momentos de preços deprimidos era bastante comum que o valor do recesso fosse superior ao valor de mercado das ações. Na expectativa do exercício do direito de recesso mais vantajoso que o valor de mercado, sempre que uma companhia anunciava evento que podia dar ensejo ao exercício do direito de recesso a demanda por suas ações aumentava. Agentes de mercado que nunca haviam sido acionistas da companhia compravam tais ações simplesmente porque o exercício do recesso era atraente. O resultado é que, até 1997, toda vez que havia uma situação de direito de recesso, cujo valor de exercício superava o de mercado, ele era exercido até o seu limite, muitas vezes, em detrimento da saúde financeira da companhia, por agentes que definitivamente não precisavam de tal proteção. A doutrina se refere a esse fenômeno como a "indústria do recesso".
45. O legislador de 1997 corrigiu a redação do art. 137, § 1º, determinando que somente os titulares de ações na data da primeira publicação do edital de convocação da assembleia, ou na data da comunicação do fato relevante objeto da deliberação, se anterior, possam exercer o recesso. O comando, assim, fez uma clara opção de proteger aqueles que foram surpreendidos com o anúncio de deliberação de grande magnitude e que pode lhes ser imposta pelos controladores.
46. Dessa forma, acredito que a CVM não deve permitir interpretações das regras de recesso que possam gerar uma demanda artificial por esses papéis decorrente simplesmente da possibilidade do exercício do direito de recesso. Não é esse o propósito do remédio oferecido pela Lei nº 6.404, de 1976.
47. Embora esse não tenha sido um argumento trazido pelos Recorrentes, outros acionistas da Telemar, em situação semelhante, demonstram preocupação sobre como uma decisão como esta afetaria o mercado de empréstimos de ações que tem se desenvolvido com vigor no Brasil. Esses outros reclamantes argumentam que impedir que o doador seja titular de direito de recesso prejudicaria demasiadamente esse mercado. Acredito que esse argumento seja exagerado.
48. Primeiro porque há outros eventos societários, como a distribuição de dividendos, benefícios econômicos, exercício do direito de voto para os quais as partes encontraram soluções contratuais. É sempre possível encontrar arranjos contratuais que cuidem dessas situações.
49. Segundo, porque eventos que gerem direito de recesso são a exceção na vida de uma companhia. Parece pouco provável que investidores

mudem seu padrão de negociação à espera de um evento de recesso. Diante dos arranjos contratuais adequados, a tendência é que quem emprestava ações continue emprestando.

50. Também considero que a situação sob análise é bastante rara. Via de regra, o mercado de empréstimo de uma ação é tão mais robusto quanto maior for a liquidez deste ativo. Ações pouco líquidas tendem a não ser objeto de empréstimo. Se as ações mais líquidas, nos termos em que determina a Lei, são excluídas do recesso, poucos serão os ativos que farão jus a recesso e terão um mercado de empréstimo ativo ao mesmo tempo.
51. Finalmente, acredito que valha a pena ressaltar que no caso em análise, a Telemar esclareceu no fato relevante de 24.5.2011 que somente teriam direito ao exercício do direito de recesso aqueles acionistas que detivessem as ações ininterruptamente: "[n]os termos do art. 137, §1o da Lei das S.A., os acionistas dissidentes terão 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. 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.**" (grifos nossos)
52. Obviamente o fato relevante não é constitutivo de direito e essa decisão não seria diferente se dele não previsse expressamente a necessidade de propriedade ininterrupta, mas demonstra que essa era a interpretação da companhia a respeito das alienações das ações posteriores a 23.5.2011. Ainda que investidores que alienaram suas ações pudessem ter um entendimento distinto, era certo que havia no mercado mais de uma maneira de ler o remédio do recesso, e que as companhias do Grupo Oi tinham outra interpretação. Assim, haveria discussão a respeito do tema caso resolvessem alienar ações.
- IV. Demais argumentos dos Recorrentes.**
53. Passo a analisar, ponto a ponto, os demais argumentos dos Recorrentes.
54. Os Recorrentes buscam fundamentar na doutrina alemã seu pleito de que a Companhia lhes garanta o exercício do direito de recesso. Vejo, porém, alguns obstáculos nessa fundamentação. Na elaboração da disciplina do direito de recesso o legislador brasileiro não se inspirou no direito alemão. Como já mencionei, o direito de recesso na Alemanha é muito mais restrito que no Brasil e reorganizações societárias não são abrangidas por tal mecanismo. No mercado alemão, o remédio para operações que supostamente prejudicam minoritários é judicial e *ex post*.
55. Além disso, os Recorrentes procuram, à luz da doutrina alemã, construir uma analogia entre direito societário e direito constitucional, no sentido de que o direito de recesso, assim como as garantias fundamentais do cidadão, não poderia ser restringido ou suprimido.
56. Em primeiro lugar, entendo que a analogia que os Recorrentes procuram traçar entre direito societário e direito constitucional deve ser analisada com cautela, uma vez que há divergências a respeito da sua adoção em meio à doutrina nacional.[\[15\]](#)
57. Em segundo lugar, não se discute que a Lei nº 6.404, de 1976, estabeleceu direitos essenciais aos acionistas, entre os quais está o direito de recesso. Mas, mesmo para o exercício desses direitos essenciais há procedimentos a serem observados, podendo haver restrições, desde que a lei as imponha ou o interesse social assim exija.[\[16\]](#)
58. No presente caso, o direito de recesso não está sendo suprimido pelo estatuto ou pela assembleia. Embora haja certos procedimentos previstos para a elegibilidade e o exercício, a Telemar está outorgando o direito de recesso aos acionistas nos moldes previstos pelo art. 137 da Lei nº 6.404, de 1976.
59. Além disso, não estou convencida dos argumentos dos Recorrentes de que não se poderia confundir o momento da identificação dos legitimados ao exercício do direito de recesso com o momento do efetivo exercício e de que o intuito da Companhia seria o de restringir o direito de recesso por meio da exigência de titularidade ininterrupta das ações.
60. Como mencionei, com a reforma de 1997, o legislador procurou antecipar o momento da verificação de elegibilidade do direito de recesso para a data da comunicação da operação ou da divulgação do fato relevante que daria ensejo ao exercício de tal direito. Nesse particular a reforma atendia a duas finalidades principais: (i) continuar garantindo o direito de recesso ao acionista surpreendido com o anúncio da operação pelos controladores; e (ii) evitar o desenvolvimento da indústria do recesso, resguardando o interesse da companhia.
61. Assim, não considero que o intuito da Companhia, ao exigir a titularidade ininterrupta das ações até a deliberação assemblear, seja diferente dos objetivos que a reforma implementada na Lei nº 6.404, de 1976, procurou atingir.
62. O argumento dos Recorrentes de que ainda não haveria data para a realização das assembleias já perdeu a importância, uma vez que as assembleias estão previstas para ocorrer em 27.02.2012. No entanto, mesmo que assim não fosse, o tempo de realização de operações depende da complexidade das mesmas e não é possível determinar *a priori* o quanto é razoável. Abusos no período entre o anúncio da operação e a realização da assembleia terão que ser averiguados *a posteriori*.
63. No caso específico, a SEP, área técnica responsável pelo acompanhamento de reorganizações societárias, não identificou, até o momento, indícios de que a convocação das assembleias estaria sendo postergada injustificadamente pela Companhia. Caso a área técnica verifique tais indícios, as responsabilidades serão devidamente apuradas no âmbito dos procedimentos adequados.
64. Também não estou convencida do argumento dos Recorrentes de que a exigência da titularidade ininterrupta das ações representaria óbice à livre circulação das mesmas, princípio basilar do direito das sociedades anônimas.
65. A exigência de titularidade ininterrupta não contraria o princípio da livre circulação das ações. Se as ações gozam de liquidez no mercado, trata-se de opção do titular aliená-las ou mantê-las. Caso, nesse mercado líquido, o titular aliene suas ações, transferindo sua titularidade, seja via compra e venda, seja via empréstimo de ações, o acionista gozou da livre circulação das ações e não precisará gozar de seu direito essencial ao recesso. Caso, no entanto, o acionista veja-se tolhido de alienar seus papéis, em razão da baixa ou nenhuma liquidez das ações em mercado, socorre-o o direito de recesso.[\[17\]](#)

66. Em outras palavras, não há nada que impeça os acionistas de venderem suas ações se assim desejarem.
67. Não vejo, portanto, como a exigência de titularidade ininterrupta poderia representar uma limitação ao princípio da livre circulação das ações nas sociedades anônimas. A esse respeito, parece-me correta a análise da área técnica, nos seguintes termos: "[a]legar que o direito de recesso, nas condições ora defendidas, estaria limitando a circulação das ações significa subverter a ordem lógica da questão. Em verdade, é a limitação da circulação que, entre outras condições, dá causa ao direito de recesso, justamente em razão dessa limitação prejudicar a saída do papel via mercado. Sendo assim, não parece razoável entender que a necessidade de propriedade ininterrupta das ações estaria limitando a livre circulação, a negociação é uma opção do acionista, que a realiza conforme sua decisão de (des)investimento. Caso entenda conveniente não alienar suas ações para exercer o recesso, isso é uma opção sua, não uma imposição da Companhia" (fls. 79).
68. Assim, o requisito da titularidade ininterrupta não é avesso ao princípio da livre circulação das ações pelos seguintes motivos: ou o acionista mantém aquelas ações e exerce o direito de recesso, ou ele as aliena em mercado e do recesso não precisará.
69. Os Recorrentes argumentam ainda que a exigência de titularidade ininterrupta para exercício do direito de recesso não teria fundamentação legal, uma vez que a lei não foi expressa ao estabelecê-la.
70. Concordo com os Recorrentes que tal exigência não se encontra expressamente prevista. Todavia, a exigência de titularidade ininterrupta decorre do sistema estabelecido pela Lei nº 6.404, de 1976, e é coerente com os objetivos almejados pelo legislador de 1997, conforme explorado na seção anterior deste voto.
71. Assim, embora tal exigência não esteja prevista pelos artigos que tratam do direito de recesso, ela me parece condizente com as finalidades buscadas pelo legislador sob o ponto de vista jurídico, bem como mais adequada e conveniente, sob o ponto de vista prático.

V. Conclusão.

72. Por todo o exposto, voto pelo indeferimento do recurso interposto e pela consequente manutenção do entendimento da área técnica no sentido da regularidade da exigência de titularidade ininterrupta das ações entre a divulgação do Fato Relevante de 24.05.2011 e a realização da assembleia prevista para 27.02.2012.

Rio de Janeiro, 16 de fevereiro de 2012.

Luciana Dias

Diretora

[1] A respeito da legislação alemã, N. de Lucca destaca que: "Não obstante a norma constante do art. 375, que admite a possibilidade do recesso na hipótese de transformação da forma da sociedade, com a compra pela companhia da parcela de capital do acionista, entende-se haver caráter indenitário nessa compra e não, propriamente, o exercício de um direito de recesso. Além disso, é certo que o art. 57 da Aktiengesetz exclui a possibilidade do exercício do direito de recesso tendo em conta a proibição expressa de que sejam devolvidas as contribuições dos sócios ao capital social" cf. N. de Lucca, *O direito de recesso no direito brasileiro e na legislação comparada*, in RDM, nº 114, abr-jun 1999, p. 20. Na verdade, na Alemanha, o remédio para operações consideradas injustas é *ex post* e não *ex ante*, como o recesso, os acionistas recorrem ao judiciário para discutir esse tipo de questão: "[n]ote, however, that some individual member states go beyond the minimum required by Community law and provide individual shareholders with a right to challenge the fairness of merger prices, a right that resembles the appraisal remedy in spirit if not in form. This is the case in both Germany and Italy where shareholders of merged companies may sue the surviving companies for the difference between the value of the shares they previously owned and the value of those they received in exchange", cf. E. Rock, P. Davies, H. Kanda e R. Kraakman, *The Anatomy of Corporate Law*, 2ª ed., Nova Iorque, Oxford University Press, 2009, p. 202.

[2] A exclusão da Itália foi proposital, embora por lá também se ofereça o direito de recesso em certos casos. Até 2004, o direito de recesso era conferido somente quando havia mudança de objeto ou de tipo societário. Mas, com a reforma de 2004, em contrapartida à maior liberdade contratual conferida para as companhias, houve um aumento significativo das hipóteses de recesso. Ocorre que, na Itália, o exercício do direito de recesso em sociedades listadas se dá a valor de mercado cf. art.2437-ter do Código Civil ("*Il valore di liquidazione delle azioni quotate in mercati regolamentati è determinato facendo esclusivo riferimento alla media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi che precedono la pubblicazione ovvero ricezione dell'avviso di convocazione dell'assemblea le cui deliberazioni legittimano il recesso.*"). Considerando que os procedimentos para o exercício do direito de recesso são relativamente trabalhosos e demorados e, portanto, custosos, e que o retorno do investidor será muito próximo da cotação do papel em mercado, uma vez que será determinado pela média da cotação do papel nos 30 dias que antecedem a decisão e, por fim, que os custos de transação para venda do papel em bolsa parecem muito menores, considero que o efeito prático do direito de recesso é bastante limitado e que esse recesso só será exercido em companhias abertas em situações muito peculiares.

[3] Cf. Paul. P. de Vries, *Exit Rights of Minority Shareholder in a Private Limited Company*, p. 145: "[a]ppraisal rights play an insignificant role in English company law. This could be explained by adherence to company majority rule. The only valuation found is hardly ever applied, at least no cases were found. Lastly there is no such a thing as an exit right at will in English Law. An exit right at will has been rejected both by the Law Commission and by the House of Lords."

[4] Cf. E. Rock, P. Davies, H. Kanda e R. Kraakman em *The Anatomy of Corporate Law*, 2ª ed., Nova Iorque, Oxford University Press, 2009, p. 202: "These difficulties may explain why most European jurisdictions have never turned to the exit strategy – appraisal rights – as general remedy to protect minority shareholders in uncontrolled mergers. Instead, as we have seen, EC Law relies on decision rights strategy (shareholders approval) and on the gatekeeper strategy as well, to the extent that EC law requires valuation by independent experts who are liable to shareholders for their misconduct."

[5] Cf. P. Mahoney e M. Weinstein, *The Appraisal Remedy and Merger Premiums*, p. 7, disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=151488, acesso em 6 de fevereiro de 2012.

[6] "Although the specifics of appraisal differ from jurisdiction to jurisdiction, most state appraisal statutes share several basic features: they confer appraisal rights on shareholders who object to one or more of the following transactions: mergers and consolidations, sales of all, or substantially all, the corporation's assets (other than in connection with dissolutions), and "serious" charter amendments, such as those altering the purposes for which the corporation is organized; they define "fair value" -- that is, the amount to be received by shareholders upon exercise of their appraisal rights -- as the value of the shares prior to giving effect to the transaction from which the shareholders dissent;2 and they include a "market out" which withdraws appraisal rights when the objector's shares are publicly traded." Cf. P. V. Letsou, *The Role of Appraisal in Corporate Law*, disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=10587, acesso em 6 de fevereiro de 2012.

[7] Essa discussão se intensificou em 1962 com o provocativo artigo do Professor Bayless Manning, *The Shareholder's Appraisal Remedy: an essay for Frank Colker*, publicado no *Yale Law Journal* 223 (1962) que ao final propunha a pergunta sobre qual seria o propósito do direito de recesso. O desafio proposto por Manning vem sendo desenvolvido com o envolvimento de vários autores, entre eles Daniel R. Fischel, Hideki Kanda, Saul Levmore e Ronald S. Gilson. Para uma exploração desse debate e uma proposta de explicação sobre as funções do recesso no direito americano cf. P. V. Letsou, *The Role of Appraisal in Corporate Law*, disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=10587, acesso em 6 de fevereiro de 2012.

[8] Há autores que defendem que o valor pago pelo recesso estabelece um preço mínimo para as operações que transferem ativos da companhia, fato que incentivaria os administradores a negociarem com mais afinco e propor melhores negócios. O recesso seria um mecanismo que incentivaria operações que fossem boas para coletividade de acionistas e agregassem valor para companhia, uma vez que se transação beneficiasse só um grupo de acionistas, o custo do recesso seria suportado pelo grupo remanescente. Cf. Frank H. Easterbrook e Daniel R. Fischel, *The economic structure of corporate Law*, pg. 149 e ss.

[9] Cf. E. Rock, P. Davies, H. Kanda e R. Kraakman, *The Anatomy of Corporate Law*, 2ª ed., Nova Iorque, Oxford University Press, 2009, p. 201: "apparently on the theory either that appraisal rights ought to protect the liquidity rather than the value of minority shares, or that the valuation provided by markets, while imperfect, is unlikely to be systematically less accurate than that provided by court."

[10] Cf. F. H. Easterbrook e D. R. Fischel, *The economic structure of corporate Law*, Cambridge, Harvard University Press, 1998, Capítulos 1, 7 e 11 e Cf. P. V. Letsou, *The Role of Appraisal in Corporate Law*, g. 27 e ss., disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=10587, acesso em 6 de fevereiro de 2012.

[11] Esse movimento de crescente restrição das hipóteses em que o acionista pode exercer o direito de retirada é fruto de uma evolução paulatina do sistema do recesso nesses países. Para uma análise da evolução "parabólica", marcada por uma inicial ascensão e uma posterior restrição das hipóteses de exercício do direito de recesso nos Estados Unidos e na Europa e mesmo no Brasil, cf. F. K. Comparato, *O novo direito de retirada do acionista nos casos de fusão e incorporação*, in *RDM*, nº 116, out-dez 1999, pp. 11/16.

[12] Cf., a respeito, F. K. Comparato, *Direito Empresarial*, Saraiva, São Paulo, 1995, p. 227: "Observe-se, ainda, que o reembolso de ações entende também com o interesse dos credores sociais. Se a garantia comum destes últimos reside no ativo social líquido, não podendo os acionistas reduzir o capital sem acordo dos credores ou pagamento das dívidas sociais quirográficas (Lei n. 6.404, art. 174), não pode a retirada do acionista afetar o montante dessa garantia fora e além dos limites impostos pela lei ou pelo estatuto. O interesse individual do sócio retirante, repita-se, não prevalece sobre o interesse da companhia e o da empresa, a cuja sorte acham se julgidos os credores sociais."

[13] V., por exemplo, N. Eizirik, *A Lei das S.A. Comentada*, Quartier Latin, São Paulo, 2011, vol. II, p. 207: "O recesso apresenta natureza excepcional, uma vez que, como é a própria companhia que deve arcar com o pagamento do reembolso devido ao dissidente, o seu exercício pode colocar em risco a sua saúde financeira, além de dificultar ou onerar mudanças estruturais que podem ser necessárias ao desenvolvimento dos negócios da empresa". Ver também: A. Lamy Filho, *A Lei das S/A*, Renovar, Rio de Janeiro, 1996; e N. de Lucca, *O direito de recesso no direito brasileiro e na legislação comparada*, in *RDM*, nº 114, abr-jun 1999.

[14] Vale transcrever trecho do material disponível na página eletrônica da BM&FBovespa sobre o Banco de Títulos – BTC: "[a] ssim, durante a vigência do contrato, o doador não tem mais o direito de algumas prerrogativas, como a participação em assembleias da companhia (evitando que uma determinada ação proporcione mais de um voto) e outros benefícios econômicos (por exemplo, juros e dividendos). Entretanto, a operação de empréstimo obrigará o tomador a pagamentos equivalentes de compensação ao doador a título de reembolso, já que a companhia emissora creditará o provento ao detentor dos títulos em data-base definida. A BM&FBovespa, por meio do BTC, é responsável por esse mecanismo de compensação, garantindo ao doador do empréstimo o mesmo tratamento (em valores financeiros e datas de pagamento) que teria caso estivesse com seus ativos em carteira."

[15] Esse enfoque do direito societário é inclusive alvo de críticas da doutrina, cf. A. Lamy Filho e J. L. Bulhões Pedreira, *Direito das Companhias*, vol. I, Forense, Rio de Janeiro, 2009, pp. 79/80: "Esse modelo continuou a exercer grande influência na evolução do direito das companhias até o primeiro terço do Século XX e serviu de fundamento para analogias com a sociedade política, que contribuíram para dificultar o desenvolvimento de novos institutos, como o acordo de acionistas sobre exercício de direito de voto nas assembleias gerais. É que, a rigor, o modelo só representa adequadamente as companhias cujos acionistas são pessoas naturais que participam efetivamente das assembleias gerais possuindo, cada um, pequena porcentagem do total de votos. O que caracteriza a evolução do moderno direito das companhias é o reconhecimento e a disciplina de tipos de companhia que não se ajustam a esse modelo, pois resultam de utilização da mesma forma jurídica para organizar unidades sociais diferentes, principalmente as criadas pelo processo de concentração industrial, bem como a participação de uma companhia como acionista de outra e a formação dos grupos de sociedades (v. § 472). PAILLUSSEAU (1967, p. 46), invocando RIPERT e CHAMPAUD, confirma, nos seguintes termos, a superação desse modelo de sociedade anônima: "a concepção democrática da sociedade esteve em voga durante os primeiros decênios deste século."

Percebeu-se, depois, que ela era falsa, e a evolução do direito das sociedades tende, ao contrário, a concentrar e a unificar o poder nas mãos de certas pessoas".

[16] Cf. F. K. Comparato, *Direito de recesso de acionista de sociedade anônima*, in *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 558, abr., 1982, p. 39: "Não é pelo fato de os direitos essenciais do acionista serem atribuídos pela lei em defesa de interesses próprios do seu titular que deixará de existir a possibilidade jurídica de abuso. Ele ocorre, justamente, quando o interesse visado pelo agente não coincide com o que a norma estabeleceu como razão de ser da prerrogativa. No caso do direito de recesso, importa assinalar, como já foi visto mais acima, que ele somente existe como remédio jurídico contra prevalecimento do princípio majoritário, no rompimento das 'bases essenciais' da relação societária. Tratando-se, portanto, de meio de defesa do acionista, não pode ser utilizado como fator de enriquecimento. Comete abuso do direito de recesso, p. ex., o investidor que adquire ações unicamente para poder lograr o seu valor de reembolso. É, por isso mesmo, suspeita a conduta o acionista dissidente que adquire ações da companhia após a deliberação da assembleia ensejadora do recesso; pois, se ele deseja se retirar da sociedade, supostamente em defesa da seu investimento acionário, não se compreende que procure aumentar esse investimento – e o risco a ele inerente – após a alteração das 'bases essenciais' da companhia. O seu interesse individual se revela, na hipótese, nitidamente especulativo e antissocial."

[17] O recesso ficaria restrito aos casos em que seria prejudicial ou impossível ao acionista alienar suas ações em mercado em razão da baixa ou nenhuma liquidez, cf. "É indiscutível que o acionista pode sempre abandonar a companhia, vendendo ou transferindo as suas ações. Mas, como a venda ou a transferência das ações, nas hipóteses previstas na lei, pode ser difícil ou prejudicial ao acionistas, deverá a sociedade reembolsar, ao que dissente da deliberação da Assembleia Geral que aprovou qualquer das matérias nas letras a, b e e g do artigo 105, o valor de suas ações." T. M. Valverde, *Sociedades por Ações*, Rio de Janeiro, Forense, p. 381.

