

NELSON EIZIRIK

**A LEI DAS S/A
COMENTADA**

VOLUME IV

ARTS. 206 A 300

2ª EDIÇÃO

REVISTA E AMPLIADA

EDITORA QUARTIER LATIN DO BRASIL
SÃO PAULO, 2015
quartierlatin@quartierlatin.art.br
www.quartierlatin.art.br

EDITORA QUARTIER LATIN DO BRASIL

EMPRESA BRASILEIRA, FUNDADA EM 20 DE NOVEMBRO DE 2001

RUA SANTO AMARO, 316 – CEP 01315-000

VENDAS: FONE (11) 3101-5780

EMAIL: quartierlatin@quartierlatin.art.br

SITE: www.quartierlatin.art.br

EDITORA QUARTIER LATIN DO BRASIL
RUA SANTO AMARO, 316 – CENTRO – SÃO PAULO

COORDENAÇÃO EDITORIAL: VINICIUS VIEIRA

PRODUÇÃO EDITORIAL: JOSÉ UBIRATAN FERRAZ BUENO

DIAGRAMAÇÃO E FINALIZAÇÃO: EDUARDO NALLIS VILLANOVA

REVISÃO GRAMATICAL: TARSILA NASCIMENTO MARCHETTI

PROJETO GRÁFICO DE CAPA: INVENTUM DESIGN

EIZIRIK, NELSON. A LEI DAS S/A COMENTADA. VOLUME IV – 2ª
EDIÇÃO REVISTA E AMPLIADA – ARTIGOS 206 A 300. SÃO PAULO:
QUARTIER LATIN, 2015.

ISBN 85-7674-803-7

1. DIREITO COMERCIAL. 2. DIREITO SOCIETÁRIO. I. TÍTULO

ÍNDICES PARA CATÁLOGO SISTEMÁTICO:

1. BRASIL: DIREITO COMERCIAL
2. BRASIL: DIREITO SOCIETÁRIO

TODOS OS DIREITOS RESERVADOS. Proibida a reprodução total ou parcial, por qualquer meio ou processo, especialmente por sistemas gráficos, microfílmicos, fotográficos, reprográficos, fonográficos, videográficos. Vedada a memorização e/ou a recuperação total ou parcial, bem como a inclusão de qualquer parte desta obra em qualquer sistema de processamento de dados. Essas proibições aplicam-se também às características gráficas da obra e à sua editoração. A violação dos direitos autorais é punível como crime (art. 184 e parágrafos do Código Penal), com pena de prisão e multa, busca e apreensão e indenizações diversas (arts. 101 a 110 da Lei 9.610, de 19.02.1998, Lei dos Direitos Autorais).

COLABORADORA NO VOLUME IV:

ANDREA BRAGA

COLABORAÇÃO DE VINÍCIUS AVERSARI MARTINS
(ARTIGOS 247 A 250)

que persista a personalidade jurídica enquanto houver lide. Cabe aos credores prosseguir contra os acionistas, sucessores da pessoa jurídica e o liquidante².

O dispositivo, no inciso II, declara que constituem outras modalidades de extinção da companhia: (i) a incorporação (artigo 227); (ii) a fusão (artigo 228); e (iii) a cisão com versão de todo patrimônio para outra sociedade (artigo 229). São negócios jurídicos em que sobrevive a unidade econômica, porém sob a titularidade de outra companhia, e que acarretam a sucessão legal dos direitos e obrigações da sociedade extinta. Já na incorporação de ações (artigo 252), não ocorre a extinção da companhia, nem a sucessão legal em seus direitos e obrigações, mas a sua conversão em subsidiária integral da sociedade incorporadora.

² PONTES DE MIRANDA. *Tratado de Direito Privado*. t. II, 3ª edição, São Paulo: Revista dos Tribunais, 1984, p. 46.

CAPÍTULO XVIII

TRANSFORMAÇÃO, INCORPORAÇÃO, FUSÃO E CISÃO

SEÇÃO I

TRANSFORMAÇÃO

CONCEITO E FORMA

“Art. 220. A transformação é a operação pela qual a sociedade passa, independentemente de dissolução e liquidação, de um tipo para outro.

Parágrafo único. A transformação obedecerá aos preceitos que regulam a constituição e o registro do tipo a ser adotado pela sociedade.”

Os sócios têm plena liberdade para escolher o tipo de sociedade mais adequado ao empreendimento que pretendem em conjunto desenvolver. Ao longo da existência da sociedade, razões diversas – regime da responsabilidade pessoal dos sócios, tratamento tributário, maior ou menor flexibilidade para o desenvolvimento dos negócios, etc. – podem levar os sócios à decisão de modificar o tipo de sociedade escolhido originalmente; nada os obriga a mantê-lo indefinidamente. Interessa à economia que o tipo escolhido seja o mais adequado ao desenvolvimento da atividade empresarial, não fazendo sentido deixar os sócios “amarrados” a uma forma jurídica que não mais atende às suas finalidades.

A transformação constitui a operação mediante a qual uma sociedade passa de um tipo a outro, mantendo a mesma estrutura empresarial, sem dissolução e liquidação. Não há, na transformação, alteração na atividade empresarial, no negócio desenvolvido, mas na sua forma jurídica, atendendo a razões de interesse dos sócios. Também não se altera a personalidade jurídica da sociedade, mas

apenas sua qualificação. Assim, por exemplo, se os sócios de uma sociedade limitada desejam aumentar o escopo do empreendimento, admitir novos parceiros e até mesmo abrir o seu capital, procedem à sua transformação em sociedade anônima, que é a estrutura jurídica adequada a uma grande empresa. Por outro lado, se os acionistas de uma sociedade anônima desejam conferir ao empreendimento uma feição mais personalista, podem optar por sua transformação em limitada. Em qualquer dos casos, mantém-se a mesma personalidade jurídica antes existente, assim como a mesma empresa.

Há 2 (dois) princípios básicos que devem ser observados na transformação: o da liberdade contratual e o da segurança dos sócios quanto às bases do contrato de sociedade¹.

De acordo com o princípio da liberdade contratual, os sócios são os únicos que podem deliberar a transformação, sem que caiba a qualquer autoridade – judicial ou administrativa – opor-se ao mérito da decisão, assim como à sua conveniência ou oportunidade. Já o princípio da segurança dos sócios quanto às bases do contrato de sociedade significa que eles têm o direito à manutenção de sua condição de participantes em determinado tipo societário.

Existem, genericamente, 2 (duas) modalidades de transformação: a homogênea e a heterogênea². A primeira hipótese ocorre quando uma sociedade é transformada de um tipo societário em outro: por exemplo, uma limitada em sociedade por ações, ou vice-versa. Já a transformação heterogênea verifica-se quando uma sociedade passa a ser um consórcio, uma fundação, ou, ainda, uma associação; não há, no caso, modificação apenas do tipo de sociedade, mas da própria natureza do empreendimento³.

1 MODESTO CARVALHOSA. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. v. 4, t. I, 5ª edição, São Paulo: Saraiva, 2011, p. 209.

2 FRANCESCO GALGANO. *Diritto Commerciale. Le Società: Contratto di Società. Società di Persone. Società per Azioni, Altre Società di Capitali. Società Cooperative*. Bologna: Zanichelli, 2005, p. 493 e seguintes.

3 Ver, a propósito, o art. 2.500 do Código Civil Italiano, que, com a reforma de 2003, passou a admitir a transformação heterogênea.

O Direito Societário Brasileiro admite apenas a transformação homogênea, pois a norma conceitua a operação como a passagem de um tipo de sociedade para outro. Assim, é possível a transformação das sociedades reguladas pelo Código Civil – em nome coletivo (artigo 1.039 e seguintes), em comandita simples (artigo 1.045 e seguintes), de responsabilidade limitada (artigo 1.052 e seguintes) – e pela Lei das S.A. – sociedade anônima e em comandita por ações. Não se pode aplicar o instituto para fundações, que não constituem um tipo de sociedade. Desse modo, não existe possibilidade jurídica de transformar-se, por exemplo, uma sociedade por ações em fundação, ainda que para desenvolver a mesma atividade; é necessário, primeiramente, proceder-se à dissolução e liquidação da companhia e, depois, à constituição da fundação.

Não se verifica, na transformação, sucessão de direitos e obrigações, uma vez que remanesce a pessoa jurídica, que continua a ser titular dos mesmos direitos e obrigações, inclusive na esfera processual. Tampouco ocorre qualquer alteração nas relações mantidas com terceiros, empregados e o Estado. O que pode acontecer é a alteração dos direitos, obrigações e responsabilidades dos sócios. Assim, por exemplo, no caso de transformação de sociedade em nome coletivo em sociedade anônima, cessa a responsabilidade ilimitada e solidária dos sócios, os quais, como acionistas, passam a responder apenas pela integralização das ações subscritas ou adquiridas (artigo 1º).

Do ponto de vista formal, importa a transformação em novo ato constitutivo, extinguindo-se os anteriores, dada a alteração do tipo societário. Portanto, devem ser obedecidas as regras reguladoras da constituição e do registro da nova forma societária a ser adotada: a Lei das S.A. para as companhias e sociedades em comandita por ações e o Código Civil para todos os demais tipos de sociedades⁴.

4 Sobre o arquivamento dos atos de transformação, ver a Instrução Normativa DREI nº 10/2013, que revogou a Instrução Normativa DNRC nº 88/2001, que aprova os Manuais de Registro de Empresário Individual, Sociedade Limitada, Empresa Individual de Responsabilidade Limitada – EIRELI, Cooperativa e Sociedade Anônima.

A eventual modificação do estatuto para introduzir o regime de capital autorizado não importa transformação do tipo de sociedade. Da mesma forma, a alteração do estatuto para que uma companhia fechada passe a ser aberta, ou vice-versa⁵. Nas 2 (duas) hipóteses, a sociedade continua a ser uma companhia, não ocorrendo transformação de seu tipo societário.

DELIBERAÇÃO

“Art. 221. A transformação exige o consentimento unânime dos sócios ou acionistas, salvo se prevista no estatuto ou no contrato social, caso em que o sócio dissidente terá o direito de retirar-se da sociedade.

Parágrafo único. Os sócios podem renunciar, no contrato social, ao direito de retirada no caso de transformação em companhia.”

No direito societário, vige plenamente o princípio majoritário; a vontade da maioria dos acionistas, manifestada mediante os votos em assembleia geral, traduz a vontade da sociedade¹. O princípio majoritário permite o desenvolvimento normal dos negócios e impede o minoritário discordante de obstruir o processo decisório. As normas legais e estatutárias que estabelecem outras modalidades de expressão da vontade social ou que dificultam o processo decisório – direito de veto, maioria qualificada e, especialmente, a unanimidade – constituem exceções ao princípio majoritário, devendo, pois, ser objeto de interpretação restritiva.

O requisito da unanimidade na deliberação de transformar a sociedade decorre do princípio de que não se pode submeter o

5 A transformação constitui fato relevante, nos termos do art. 2º da Instrução CVM nº 358/2002.

1 Ver os comentários ao art. 129 da Lei das S.A.

sócio à alteração de seus direitos, obrigações e responsabilidades pela vontade majoritária²⁻³.

Verifica-se, no direito comparado, tendência no sentido de abrandar as exigências legais para a decisão de transformar a sociedade. Nesse sentido, a modificação do Código Civil Italiano, em 2003, expressou movimento em favor da transformação, atendendo ao objetivo geral da reforma do direito societário a fim de permitir à empresa adotar a forma jurídica mais adequada ao empreendimento e à situação do mercado. Para tanto, extinguiu o requisito da unanimidade e adotou o princípio majoritário para a deliberação de transformar a sociedade⁴.

A decisão de transformar a sociedade é tomada mediante deliberação em assembleia geral de acionistas ou reunião de sócios, que deve, em princípio, atender a todos os requisitos legais, conforme o caso: (i) convocação; (ii) *quorum* de instalação; (iii) legitimação e representação dos sócios; (iv) livro de presença; (v) mesa; (vi) *quorum* das deliberações; e (vii) ata da assembleia.

Não há outra forma de manifestação da vontade dos acionistas que expresse a vontade social senão mediante a deliberação em assembleia geral que cumpra todos os requisitos previstos em lei. Assim, por exemplo, não constitui expressão válida da vontade

2 O Código Civil, em seu art. 1.114, assim dispõe: “Art. 1.114. A transformação depende do consentimento de todos os sócios, salvo se prevista no ato constitutivo, caso em que o dissidente poderá retirar-se da sociedade, aplicando-se, no silêncio do estatuto ou do contrato social, o disposto no art. 1.031”.

3 O item 3.2.12.1, do Manual de Registro de Sociedade Anônima, aprovado pela Instrução Normativa DREI nº 10/2013, que revogou a Instrução Normativa DNRC nº 88/2001, assim dispõe: “A transformação de um tipo jurídico societário para qualquer outro deverá ser aprovada pela totalidade dos sócios ou acionistas, salvo se prevista em disposição contratual ou estatutária. Em caso de transformação por deliberação majoritária, do instrumento resultante não constará o nome de dissidentes”.

4 FRANCESCO GALGANO. *Diritto Commerciale. Le Società: Contratto di Società. Società di Persone. Società per Azioni, Altre Società di Capitali. Società Cooperative*. Bologna: Zanichelli, 2005, p. 494 e seguintes.

dos acionistas a assinatura de termo ou qualquer outro documento manifestando sua concordância com determinada decisão, operação ou negócio jurídico⁵.

Quando a norma exige o consentimento unânime dos sócios ou acionistas, está se referindo à unanimidade dos presentes, posto que a matéria é submetida à sua deliberação. Ademais, em sociedades com grande número de acionistas, a exigência da totalidade do capital social poderia implicar, de fato, na impossibilidade de proceder-se à transformação.

Deve-se levar em conta, ainda, que a incorporação de uma sociedade limitada por uma companhia, da qual decorre, necessariamente, a transformação do tipo societário, é tomada mediante deliberação majoritária dos sócios presentes⁶. A incorporação de companhia por limitada, na qual também obrigatoriamente há a passagem de um tipo social para outro, depende do voto de, no mínimo, 3/4 (três quartos) do capital social, não da unanimidade dos acionistas⁷. Se em tais hipóteses, em que os sócios não só são privados de sua participação no capital de uma sociedade como também passam a participar em sociedade de outro tipo, não se exige a unanimidade do capital, não faria o menor sentido tal requisito no caso da transformação. Além disso, na transformação não há, em regra, alteração de direitos ou vantagens originalmente conferidas aos sócios ou acionistas a justificar a presença da unanimidade na assembleia de transformação.

5 O Código Civil, no art. 1.072, § 3º, admite, para os demais tipos societários que não a companhia, a deliberação por escrito, sem realização de reunião ou assembleia: "Art. 1.072. As deliberações dos sócios, obedecido o disposto no art. 1.010, serão tomadas em reunião ou em assembleia, conforme previsto no contrato social, devendo ser convocadas pelos administradores nos casos previstos em lei ou no contrato. (...) § 3º. A reunião ou a assembleia tornam-se dispensáveis quando todos os sócios decidirem, por escrito, sobre a matéria que seria objeto delas".

6 Ver os comentários ao art. 223 da Lei das S.A.

7 Art. 1.076, inciso I, c/c art. 1.071, inciso VI, do Código Civil.

Logo, em nosso entendimento, o requisito da unanimidade refere-se aos acionistas presentes, não à totalidade do capital social⁸. Tratando-se da unanimidade dos presentes, a todos é assegurado o direito de voto, ainda que existam restrições estatutárias ao seu exercício, como pode ocorrer com as ações preferenciais.

Não se exige a aprovação unânime dos sócios presentes caso exista previsão estatutária ou contratual autorizando a transformação. O acionista dissidente poderá exercer o direito de recesso na assembleia que autoriza a transformação, ainda que tenha sido tomada pela unanimidade dos presentes.

Fundamenta-se o direito de recesso na discordância do sócio em continuar vinculado a uma empresa com forma jurídica diversa daquela à qual se associou; seu exercício não depende da comprovação de danos ou de diminuição de direitos.

O valor do reembolso será calculado nos termos do artigo 45: valor de patrimônio líquido contábil ou valor econômico, caso exista previsão estatutária expressa nesse sentido⁹.

A norma prevê, no parágrafo único, que os sócios podem renunciar, no contrato, ao direito de recesso no caso de transformação em companhia. Sua aplicação limita-se à hipótese de transformação em sociedade por ações. Na transformação de companhia em li-

8 Em sentido contrário, entendendo que a transformação em limitada exige o consentimento unânime dos acionistas, por acarretar substanciais alterações nas responsabilidades e no poder dos sócios ou acionistas, ver decisão da 5ª Câmara Civil do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, proferida nos autos da Apelação Cível nº 98.810-1, Rel. Des. Marco César, j. em 19.05.1988, publicada na *Revista de Jurisprudência do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo - RJTJESP* (atualmente denominada *Jurisprudência do Tribunal de Justiça - JTJ*). São Paulo: Lex Editora, v. 114, 1988, p. 257-259.

9 Há decisão do Superior Tribunal de Justiça no sentido de que, na transformação de sociedade limitada em anônima, o sócio dissidente tem direito à retirada segundo as regras da limitada, ou seja, mediante apuração de haveres (Decisão da 3ª Turma do Superior Tribunal de Justiça, proferida nos autos do Recurso Especial nº 48.205-RJ, Rel. Min. Eduardo Ribeiro, j. em 09.08.1994, publicada no DJU em 19.09.1994).

mitada ou em outro tipo societário não é possível tal renúncia, que poderia prejudicar acionista futuro; é por essa razão que o acionista, embora possa não exercer o seu direito de retirada em determinada circunstância, a ele não pode renunciar, genericamente¹⁰.

DIREITO DOS CREDORES

“Art. 222. A transformação não prejudicará, em caso algum, os direitos dos credores, que continuarão, até o pagamento integral dos seus créditos, com as mesmas garantias que o tipo anterior de sociedade lhes oferecia.

Parágrafo único. A falência da sociedade transformada somente produzirá efeitos em relação aos sócios que, no tipo anterior, a eles estariam sujeitos, se o pedirem os titulares de créditos anteriores à transformação, e somente a estes beneficiará.”

A deliberação sobre a transformação da sociedade compete com exclusividade aos seus sócios ou acionistas, inexistindo qualquer possibilidade de ingerência de terceiros contestando a sua oportunidade e conveniência. Os credores da sociedade não têm legitimidade para anular o ato de transformação.

A norma visa à proteção dos credores que haviam contratado com uma empresa com determinado tipo societário, cuja alteração pode lhes ser prejudicial. Com efeito, os credores anteriores não podem ser prejudicados quando a transformação reduz as suas garantias em função do novo regime da responsabilidade dos sócios pelas dívidas sociais. Porém, ao invés de permitir aos credores oporem-se à transformação, o dispositivo consagra o sistema de manutenção das mesmas garantias que o tipo societário anterior lhes assegurava. Assim, protegem-se os direitos dos credores sem

¹⁰ Ver os comentários aos arts. 109 e 137 da Lei das S.A.

tolher a faculdade dos sócios de decidirem com exclusividade sobre o tipo de sociedade que desejam.

Até o pagamento integral de seus créditos, os credores anteriores à data da transformação mantêm as mesmas garantias que o tipo societário anterior lhes assegurava. Dessa forma, por exemplo, se existiam sócios solidários ou ilimitadamente responsáveis pelas obrigações da sociedade, continuam eles do mesmo modo responsáveis pelo pagamento dessas obrigações¹.

Já os credores posteriores ao ato de transformação não podem se aproveitar das garantias anteriores. O mesmo ocorre com os credores anteriores com relação aos créditos constituídos após a transformação.

São considerados credores anteriores aqueles cujos créditos foram constituídos até a data da publicação da ata da assembleia geral em que se deliberou a transformação, pois é a partir de tal momento que a deliberação passa a ter efeitos diante de terceiros².

Conforme o parágrafo único, ocorrendo a falência da sociedade após sua transformação, os seus efeitos somente se estenderão aos sócios que, no tipo anterior, a ela estariam sujeitos, caso requerido pelos titulares de créditos anteriores à transformação, os quais são os únicos beneficiados³. O objetivo do parágrafo único é idêntico ao do *caput*: impedir que os credores anteriores à transformação sejam prejudicados com o regime de responsabilidade dos sócios no novo tipo societário.

¹ TRAJANO DE MIRANDA VALVERDE. *Sociedades por Ações*. v. III, 2ª edição, Rio de Janeiro: Forense, 1953, p. 71.

² Ver os comentários ao art. 130 da Lei das S.A.

³ O art. 81 da Lei de Recuperação e Falência de Empresas (Lei nº 11.101/2005) assim dispõe: “A decisão que decreta a falência da sociedade com sócios ilimitadamente responsáveis também acarreta a falência destes, que ficam sujeitos aos mesmos efeitos jurídicos produzidos em relação à sociedade falida e, por isso, deverão ser citados para apresentar contestação, se assim o desejarem”.

SEÇÃO II

INCORPORAÇÃO, FUSÃO E CISÃO

COMPETÊNCIA E PROCESSO

"Art. 223. A incorporação, fusão ou cisão podem ser operadas entre sociedades de tipos iguais ou diferentes e deverão ser deliberadas na forma prevista para a alteração dos respectivos estatutos ou contratos sociais.

§ 1º Nas operações em que houver criação de sociedade serão observadas as normas reguladoras da constituição das sociedades do seu tipo.

§ 2º Os sócios ou acionistas das sociedades incorporadas, fundidas ou cindidas receberão, diretamente da companhia emissora, as ações que lhes couberem.

§ 3º Se a incorporação, fusão ou cisão envolverem companhia aberta, as sociedades que a sucederem serão também abertas, devendo obter o respectivo registro e, se for o caso, promover a admissão de negociação das novas ações no mercado secundário, no prazo máximo de cento e vinte dias, contados da data da assembleia geral que aprovou a operação, observando as normas pertinentes baixadas pela Comissão de Valores Mobiliários. (Incluído pela Lei nº 9.457/1997)

§ 4º O descumprimento do previsto no parágrafo anterior dará ao acionista direito de retirar-se da companhia, mediante reembolso do valor das suas ações (artigo 45), nos trinta dias seguintes ao término do prazo nele referido, observado o disposto nos §§ 1º e 4º do artigo 137. (Incluído pela Lei nº 9.457/1997)."

1. OPERAÇÕES DE CONCENTRAÇÃO E REESTRUTURAÇÃO

A presente seção disciplina 2 (dois) institutos legais muito utilizados em processos de reestruturação empresarial: a cisão e a

incorporação. Já a fusão, também aqui regulada, é pouco utilizada na prática dos negócios, em nosso País. Embora seja comum a utilização da palavra "fusão" para designar as diversas modalidades de união entre empresas, ela tem um sentido técnico jurídico, conforme definido no artigo 228, que a distingue tanto da incorporação de sociedades (artigo 227) como da incorporação de ações (artigo 252).

O moderno capitalismo caracteriza-se por um elevado e crescente processo de concentração empresarial, o que se deve a alguns fatores principais, quais sejam: (i) a existência de economias de escala em empreendimentos de maior porte, que reduzem os custos de produção e distribuição; (ii) o impacto da inovação tecnológica no processo produtivo demanda empresas maiores e mais capitalizadas, ou com maior acesso às fontes de financiamento; (iii) a necessidade de diversificar a produção e distribuição; e (iv) a produção e distribuição de bens e serviços em escala global.

O processo de concentração, mediante aquisição ou incorporação de outras empresas, também envolve motivos de ordem estratégica: (i) sinergias, mediante redução de custos; (ii) aumento do poder de negociação com determinados clientes; (iii) ocupação de novos mercados; (iv) compartilhamento de atividades e recursos, de modo a maximizar o seu potencial de criação de valor; e (v) terceirização de atividades industriais ou de distribuição de produtos¹.

Há também razões de ordem fiscal, uma vez que processos de concentração seguidamente são realizados visando a auferir vantagens tributárias legítimas na esfera do imposto de renda de pessoas jurídicas, particularmente no que se refere à compensação de prejuízos.

Quando 2 (duas) pessoas jurídicas sob controle comum estão em situação de lucratividade opostas, uma apresentando prejuízos,

¹ J. WILLIAM GRAVA, "Fusões e Aquisições: Motivadores Econômicos e Estratégicos". In: Jairo Saddi (Org.). *Fusões e Aquisições: Aspectos Jurídicos e Econômicos*. São Paulo: IOB, 2002, p. 3 e seguintes.

a outra lucros, a compensação dos lucros com os prejuízos pode ser validamente alcançada mediante um processo de incorporação. Da mesma forma, impostos indiretos, como o Imposto sobre Operações Relativas à Circulação de Mercadorias e Prestação de Serviços de Transporte Interestadual e Intermunicipal e de Comunicação – ICMS e o Imposto sobre Produtos Industrializados – IPI, podem ser objeto de planejamento tributário em virtude de processos de reorganização societária².

Uma das funções básicas do moderno direito societário é a de fornecer os instrumentos legais necessários à realização dos negócios que propiciam a concentração econômica, desde que sem abusos aos direitos dos acionistas minoritários, que podem ocorrer nos processos de reestruturação societária entre companhia controladora e controlada ou companhias sob controle comum³.

Não compete ao Direito Societário, mas sim ao Direito Concorrencial, o exame dos atos que acarretam concentração econômica, reduzindo a competição entre as empresas. Com efeito, embora a reorganização societária figure, na ótica do direito societário, como simples decisão dos sócios, ela pode extravasar o plano das medidas societárias, dados os seus eventuais efeitos sobre o mercado. Nesse ponto, a autonomia privada cede ante o interesse público de proteção às estruturas de mercado⁴. A análise e a aprovação dos atos de concentração incumbem ao Conselho Administrativo de Defesa Econômica – CADE, que verificam as suas repercussões sob o prisma da concorrência⁵. A Comissão de Valores Mobiliários, embora

2 IAN MUNIZ e ADRIANO CASTELLO BRANCO. *Fusões e Aquisições – Aspectos Fiscais e Societários*. São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 152 e seguintes.

3 Ver os comentários ao art. 264 da Lei das S.A.

4 RACHEL SZTAJN, “Reorganização Societária e Concorrência”. In: Walfrido Jorge Warde Jr. (Coord.). *Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 252.

5 Em 29.05.2012, entrou em vigor a Lei nº 12.529/2011, que reestruturou o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência (SBDC), anteriormente integrado

encarregada da regulação e fiscalização das companhias abertas, não tem competência para aprovar o mérito de tais operações, muito menos para opinar relativamente ao seu impacto sobre o mercado.

A Lei das S.A. refere-se à incorporação, fusão e cisão, assim como à transformação (artigo 220), como “operações”, palavra utilizada para representar o conjunto de atos interligados, processos ou procedimentos que conduzem a um determinado resultado. Tais operações constituem negócios jurídicos típicos, próprios do Direito Societário, que apresentam a função de reorganizar sociedades, mediante mudança de seu tipo legal (transformação) ou mediante sua unificação ou divisão ou mesmo criação de novas sociedades (incorporação, fusão e cisão)⁶.

Embora a Lei das S.A. regule cada uma das operações, separadamente, nada impede que as empresas envolvidas legitimamente realizem combinações de negócios com vistas a alcançar os resultados desejados, inclusive utilizando outros instrumentos legais.

pelo CADE, enquanto autarquia vinculada ao Ministério da Justiça, pela Secretaria de Direito Econômico (SDE) do Ministério da Justiça e pela Secretaria de Acompanhamento Econômico (SEAE) do Ministério da Fazenda. Atualmente, o CADE é constituído pelo Tribunal Administrativo de Defesa Econômica, pela Superintendência-Geral e pelo Departamento de Estudos Econômicos. A SDE não mais existe e as funções da SEAE no SBDC foram modificadas, de modo que ela tornou-se um órgão de advocacia da concorrência, isto é, de promoção da cultura da concorrência em órgãos de governo e perante a sociedade. Outra importante mudança introduzida pela nova Lei de Defesa da Concorrência consiste na exigência de submissão prévia ao CADE de fusões e aquisições de sociedades que possam ter efeitos anticompetitivos. Pela legislação anterior, essas operações podiam ser comunicadas ao CADE depois de serem consumadas, o que fazia do Brasil um dos únicos países do mundo a adotar um controle *a posteriori* de estrutura. O objetivo da mudança é garantir maior segurança jurídica às sociedades e maior agilidade à análise dos atos de concentração, tendo o CADE o prazo máximo de 240 (duzentos e quarenta) dias para analisar as operações, prorrogáveis por mais 90 (noventa) dias, em caso de operações complexas.

6 JOSÉ LUIZ BULHÕES PEDREIRA, “Reorganização”. In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). *Direito das Companhias*. v. II, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1.737.

Podem, por exemplo, combinar uma aquisição de controle seguida de incorporação da controlada, ou realizar uma incorporação em que parte do pagamento das ações é feito com dinheiro e parte mediante troca de ações, ou uma incorporação seguida de cisão de uma das companhias; cumpridas as normas da Lei das S.A., as sociedades são livres para utilizarem os instrumentos legais como desejarem.

Assim, numa reorganização societária é possível produzir diversos atos que a integrem, ligados por um nexo de continuidade, sucedendo-se um ao outro, tendo em vista a viabilização do escopo final da operação⁷. Nesse caso, as diversas etapas da operação não podem ser vistas de forma isolada, como se cada uma constituísse um ato societário autônomo e independente, sem qualquer relação com os demais. Cada parte da operação é reciprocamente dependente das demais, visto que nenhuma delas existiria isoladamente⁸.

Da mesma forma, no Direito Comparado, distingue-se, por exemplo, a chamada *statutory merger* (incorporação legal), cujas consequências são todas previstas em lei, das operações de combinações de negócios, em que são utilizados, em seu todo ou em parte, diversos instrumentos legais⁹. Na prática norte-americana, sob as expressões *corporate combinations* ou *business combinations* encontram-se disciplinadas, sob os aspectos societário, tributário e da legislação sobre mercado de capitais, inúmeras operações de reorganização societária¹⁰.

7 A respeito de atos ligados por relação de continuidade ou sequência, ver EMILIO BETTI. *Teoria Geral do Negócio Jurídico*. t. II. Coimbra: Coimbra Editora, 1969, p. 188.

8 A propósito, ver decisão do Colegiado da CVM proferida no Processo Administrativo CVM nº RJ 2005/8293, Rel. Dir. Wladimir Castelo Branco Castro, j. em 20.12.2005, na qual concluiu que a reorganização societária constitui um negócio jurídico complexo, cujas várias etapas estão interligadas e são indissociáveis, razão pela qual devem ser analisadas e compreendidas em seu conjunto, no contexto da operação como um todo.

9 ANDREAS CAHN and DAVID C. DONALD. *Comparative Company Law*. Cambridge: Cambridge University Press, 2010, p. 628 e seguintes.

10 ROBERT C. CLARK. *Corporate Law*. Boston: Little Brown and Company, 1986, p. 419 e seguintes.

Desenvolveu-se, nos Estados Unidos, a partir de várias decisões dos tribunais, a doutrina da *de facto merger*, nos termos da qual é a substância de uma operação de combinação de negócios que determina se a proteção legal aos acionistas deve ser conferida¹¹.

2. LIBERDADE CONTRATUAL E NORMAS COGENTES

Prevalece na disciplina das operações societárias o princípio da liberdade de contratar. As companhias envolvidas são livres, em princípio, para estabelecer as bases da operação, em todos os seus aspectos negociais. Da mesma forma que ocorre no Direito Comparado, entre nós a preocupação central do legislador, assim como da Comissão de Valores Mobiliários, no caso das companhias abertas, volta-se para a proteção aos acionistas minoritários e investidores nas operações entre companhia controladora e controlada ou entre sociedades sob controle comum – as chamadas “partes relacionadas”¹². As normas que tratam da disciplina das operações entre “partes relacionadas” são cogentes, nelas não prevalecendo, assim, o princípio da liberdade contratual.

Há, ademais, normas cogentes, que visam, principalmente, a definir o objeto e os requisitos essenciais da operação, sem cuja observância não se caracteriza o tipo disciplinado na lei, bem como a proteger os interesses dos acionistas e de terceiros.

11 DANILO BORGES DOS SANTOS GOMES DE ARAUJO, “A De Facto Merger Doctrine (Doutrina da Fusão de Fato)”. In: Walfrido Jorge Warde Jr. (Coord.). *Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 180-219; MELVIN ARON EISENBERG. *Corporations and Other Business Organizations: Cases and Materials*. 8th edition, New York: Foundation Press, 2000, p. 1.084.

12 REINIER KRAAKMAN, PAUL DAVIES, HENRY HANSMANN, GERARD HERTIG, KLAUS HOPT, HIDEKI KANDA and EDWARD ROCK. *The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach*. Oxford: Oxford University Press, 2004, p. 101 e seguintes; a esse respeito, também, ver os comentários ao art. 264 da Lei das S.A.

São consideradas cogentes as normas que: (i) definem o objeto da operação; (ii) regulam a convocação, instalação e deliberação da assembleia geral; (iii) disciplinam a manifestação da vontade social e a definição das condições do negócio em protocolo e sua apresentação, acompanhado da devida justificação à assembleia geral; (iv) disciplinam a avaliação dos patrimônios líquidos que formam o capital; (v) dispõem sobre a transferência dos patrimônios mediante sucessão universal; (vi) conferem direito de retirada ao acionista dissidente; (vii) subordinam o negócio à prévia aprovação dos debenturistas; (viii) asseguram ao credor prejudicado ação para pleitear a anulação da operação; e (ix) no caso de falência, asseguram ao credor o direito de pedir a separação dos patrimônios para serem os créditos pagos pelos bens das respectivas massas¹³.

3. CARACTERÍSTICAS DAS OPERAÇÕES

A incorporação constitui a operação mediante a qual 1 (uma) ou mais sociedades são absorvidas por outra. A sociedade incorporada desaparece, ocorrendo a sucessão de todos os seus direitos e obrigações por parte da sociedade incorporadora (artigo 227).

A fusão é a operação pela qual 2 (duas) ou mais sociedades unem-se para formar 1 (uma) nova sociedade. As 2 (duas) ou mais desaparecem e a nova sucede-as em todos os direitos e obrigações (artigo 228).

Por meio da cisão, uma companhia transfere parcela de seu patrimônio para 1 (uma) ou mais sociedades, já existentes ou constituídas para este fim. Se a cisão for total, ou seja, se houver a versão de todo o seu patrimônio, ocorre a extinção da sociedade cindida. Se for parcial a cisão, ou seja, se parte do seu patrimônio for vertido

para outra sociedade, não ocorrerá a extinção da sociedade cindida, mas divisão de seu capital com a outra sociedade. As sociedades que absorverem parcelas do patrimônio da cindida sucedem-na nos direitos e obrigações (artigo 233).

As operações de incorporação, fusão ou cisão devem ser praticadas tendo em vista o interesse social; com efeito, pode caracterizar abuso do poder de controle a sua realização com o fim de obter o controlador, para si ou para outrem, vantagem indevida, em prejuízo dos demais acionistas, dos trabalhadores e dos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia (artigo 117, § 1º, alínea “b”).

A incorporação, fusão ou cisão de companhia aberta ou de sociedades ligadas caracteriza, em regra, fato relevante, devendo ser promovida a divulgação da operação à Comissão de Valores Mobiliários e ao mercado¹⁴. Devem também tais operações seguir

14 Nos termos do art. 3º da Instrução CVM nº 149/1991 – que dispõe sobre os fundos setoriais de investimentos em ações – e do art. 86, § 2º, da Instrução CVM nº 302/1999 – que dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento em títulos e valores mobiliários –, ambas já revogadas pela Instrução CVM nº 409/2004, consideram-se 2 (duas) “empresas ligadas” quando uma delas ou seus administradores, e respectivos cônjuges, companheiros ou parentes até o 2º grau, detiverem participação superior a 10% (dez por cento) do capital social da outra, ou ainda, quando possuírem em comum administradores ou sócios com participação superior a 10% (dez por cento) de ambos os capitais sociais. No mesmo sentido, o art. 29, parágrafo único, da Instrução CVM nº 359/2002 – que dispõe sobre a constituição, a administração e o funcionamento dos Fundos de Índice, com cotas negociáveis em Bolsa de Valores ou mercado de balcão organizado –, que considera 2 (duas) empresas ligadas quando 1 (uma) delas – ou seus controladores e administradores – ocupe cargo de administração, ou ainda, individualmente ou em conjunto, detenha participação superior a 10% (dez por cento) do capital social da outra; ou quando uma for controlada pela outra. A Instrução CVM nº 409/2004, que revogou as Instruções CVM nºs 149/1991 e 302/1999, com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM nºs 411/2004, 413/2004, 450/2007, 456/2007, 465/2008, 512/2011, 522/2012, 524/2012, 536/2013 e 549/2014, que dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento, no inciso IV do § 1º do art. 86, definiu como coligadas, 2 (duas) pessoas jurídicas quando uma for titular de 10% (dez por cento) ou mais do capital social ou do patrimônio da outra, sem ser sua controladora.

13 JOSÉ LUIZ BULHÕES PEDREIRA, “Incorporação, Fusão e Cisão”. In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). *Direito das Companhias*. v. II, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1.748-1.749.

as normas dessa Autarquia, que se dirigem, principalmente, às informações prestadas aos investidores e ao aproveitamento econômico do ágio¹⁵.

As operações de fusão e cisão de companhias devem ser aprovadas com *quorum* qualificado (artigo 136, incisos IV e IX). Com relação à incorporação, na companhia incorporadora o *quorum* será o da maioria absoluta (artigo 129) e, na incorporada, o da maioria qualificada (artigo 136, inciso IV).

As operações de incorporação, fusão e cisão podem ser praticadas entre sociedades de tipos iguais ou diferentes, desde que personificadas. Constituem tipos de sociedades personificadas para esse fim: (i) a companhia; (ii) a limitada; (iii) a em comandita por ações; (iv) a em comandita simples; (v) a simples; e (vi) a em nome coletivo. Assim, nada impede, por exemplo, que uma sociedade por ações incorpore uma limitada, ou vice-versa. Quando a resultante da operação for uma companhia, aplica-se a Lei das S.A.; se resultar uma sociedade regida pelo Código Civil, suas normas serão as aplicáveis, nos casos de fusão e incorporação. Como o Código Civil silenciou inexplicavelmente sobre a cisão, aplicam-se à operação as normas da Lei das S.A., inclusive quanto às sociedades simples. De acordo com o § 1º, quando houver criação de sociedade, serão observadas as normas reguladoras da constituição de sociedades do seu tipo.

A sociedade em conta de participação, que não tem personalidade jurídica, não pode sofrer processo de fusão, incorporação ou

cisão, uma vez que tais operações somente podem ser realizadas em sociedades personificadas. Porém, prevalecem para a sociedade em conta de participação as operações de fusão, incorporação ou cisão verificadas na pessoa do sócio ostensivo, visto que, juridicamente, todo o patrimônio da sociedade a ele pertence. Sendo o sócio ostensivo uma pessoa jurídica e caso esta seja incorporada por outra, a incorporadora sucederá a incorporada como sócio ostensivo, perdurando a relação societária entre o sócio participante e o novo sócio ostensivo¹⁶.

Na fusão, incorporação e cisão, ocorre a extinção de ações ou quotas de 1 (uma) ou mais sociedades. Assim, nos termos do § 2º, os sócios ou acionistas da sociedade incorporada, fundida ou cindida receberão da companhia emissora as quotas ou ações que lhes couberem, com base na relação de troca aprovada. Se a sociedade resultante for uma companhia, receberão ações; se for uma limitada, receberão quotas. Nada impede que a incorporação, combinada com outras operações relacionadas, resulte no recebimento pelos acionistas ou quotistas de parte em ações ou quotas e parte em dinheiro.

O antigo acionista ou quotista não pode reivindicar da nova sociedade direitos estatutários ou contratuais decorrentes de suas antigas ações ou quotas, uma vez que a operação acarreta o seu desaparecimento. Com efeito, os direitos políticos e patrimoniais anteriores são extintos, passando a reger-se pelo estatuto ou contrato da nova sociedade.

4. A SUCESSORA DE COMPANHIA ABERTA

Nos termos do § 3º, se a operação de incorporação, fusão ou cisão envolver companhia aberta, a sociedade sucessora também deverá ser aberta, obtendo o respectivo registro e, se for o caso, promovendo a admissão da negociação de novas ações no mercado se-

15 Instrução CVM nº 358/2002, art. 2º, parágrafo único, inciso VII. A Instrução CVM nº 319/1999, alterada pelas Instruções CVM nºs 320/1999, 349/2001 e 565/2015, disciplina as operações de fusão, incorporação e cisão envolvendo companhia aberta, estabelecendo normas sobre o aproveitamento econômico e tratamento contábil do ágio. A Instrução CVM nº 565/2015 dispõe sobre operações de fusão, cisão, incorporação e incorporação de ações envolvendo emissores de valores mobiliários registrados na categoria A, disciplinando, dentre outros assuntos, (i) a divulgação de informações; (ii) as demonstrações financeiras; e (iii) os laudos de avaliação. Além disso, esse ato normativo revogou diversos artigos da Instrução CVM nº 319/1999.

16 IAN MUNIZ e ADRIANO CASTELLO BRANCO. *Fusões e Aquisições – Aspectos Fiscais e Societários...*, p. 67 e seguintes.

cundário. A redação da norma, acrescentada pela Lei nº 9.457/1997, é ruim, embora seu objetivo seja meritório: impedir que o acionista de uma companhia aberta torne-se, em consequência da operação, titular de ações de uma companhia fechada, o que pode lhe causar danos decorrentes da redução da liquidez de sua posição acionária.

A companhia sucessora deve obter o registro de companhia aberta junto à Comissão de Valores Mobiliários e, se as ações detidas pelo minoritário na antiga sociedade eram negociadas no mercado secundário, promover a admissão das ações à negociação no mesmo mercado, num prazo máximo de 120 (cento e vinte) dias, contados da data da assembleia geral que aprovou a operação. A obrigação da sucessora é garantir condições institucionais de liquidez semelhantes: se as ações eram admitidas à negociação no mercado de balcão, o mesmo deverá ocorrer com as ações da sucessora; se eram negociadas no Novo Mercado da BM&FBovespa, as novas ações também deverão sê-lo, e assim por diante¹⁷.

Caso a companhia aberta saia do Novo Mercado em virtude de operação de reestruturação societária, o acionista controlador deverá lançar oferta pública de aquisição das ações dos demais acionistas, no mínimo, pelo valor econômico das ações¹⁸.

17 O Novo Mercado constitui o mais avançado dos segmentos especiais de listagem criados pela BM&FBovespa para o mercado de ações, devendo as companhias que queiram integrá-lo observar o seu rígido padrão de governança. As regras que deverão observar as companhias que optarem pela adesão desse segmento especial constam do Regulamento de Listagem do Novo Mercado, disponível em: <www.bmfbovespa.com.br>.

18 Assim dispõem os itens 11.4 e 11.5 do Regulamento de Listagem do Novo Mercado da BM&FBovespa, que passou a vigorar em 10.05.2011: “11.4 Reorganização Societária. Caso a saída da Companhia do Novo Mercado venha a ocorrer em virtude de operação de reorganização societária, na qual a companhia resultante dessa reorganização não tenha seus valores mobiliários admitidos à negociação no Novo Mercado no prazo de 120 (cento e vinte) dias contados da data da assembleia geral que aprovou a operação, o Acionista Controlador deverá efetivar oferta pública de aquisição de ações pertencentes aos demais acionistas da Companhia, no mínimo, pelo respectivo Valor Econômico das ações, a ser apurado na forma prevista na Seção X deste Regulamento, respeitadas as normas legais e regulamen-

Caso a sociedade que resultar da operação seja uma limitada, o direito de recesso do acionista estará pré-constituído, não dependendo de nenhum outro requisito, salvo a sua manifestação no prazo de 30 (trinta) dias contados da data da publicação da ata que aprovar o protocolo ou a justificação (artigo 230), dada a impossibilidade da limitada abrir seu capital¹⁹.

A norma visa a assegurar aos acionistas minoritários de companhia aberta que, por força da operação de incorporação, fusão ou cisão, passam a ser sócios de companhia fechada, a manutenção de condições de liquidez dos títulos recebidos semelhantes às dos anteriores. Ou seja, sua situação, enquanto investidores, não pode ser prejudicada; por outro lado, não têm direito de ver melhoradas as condições de liquidez de suas ações.

Assim, se o acionista minoritário era titular de ações de uma companhia aberta pela emissão pública de debêntures, cujas ações não eram negociadas no mercado secundário, não pode exigir que a companhia sucessora tenha ações dotadas de liquidez em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão.

Em princípio, devem ser mantidas condições institucionais de liquidez semelhantes; se as ações que o minoritário detinha eram

tares aplicáveis. A notícia da realização da oferta pública deverá ser comunicada à BM&FBovespa e divulgada ao mercado imediatamente após a realização da assembleia geral da Companhia que houver aprovado a referida reorganização. 11.5 Na hipótese de não haver Acionista Controlador, caso a saída da Companhia do Novo Mercado venha a ocorrer em virtude de operação de reorganização societária, na qual a companhia resultante dessa reorganização não tenha seus valores mobiliários admitidos à negociação no Novo Mercado, a saída do Novo Mercado estará condicionada à realização de oferta pública de aquisição de ações nas mesmas condições previstas no item acima. Competirá à mesma assembleia geral que deliberar a reorganização, definir o(s) responsável(is) pela realização da oferta pública de aquisição de ações prevista neste item, o(s) qual(is), presente(s) na assembleia, deverá(ão) assumir expressamente essa obrigação. Na ausência de definição, caberá aos acionistas que votaram favoravelmente à reorganização societária realizar a referida oferta”.

19 ALFREDO SÉRGIO LAZZARESCHI NETO. *Lei das Sociedades por Ações Anotada*. 4ª edição, São Paulo: Saraiva, 2012, p. 696.

negociadas em Bolsa de Valores, o mesmo deverá ocorrer com as ações da companhia sucessora que receber em virtude da operação. Tal não significa que deverão ser idênticas as condições de liquidez; a liquidez das ações decorre da situação econômica da companhia e do mercado de capitais, do volume de ações em circulação e do interesse dos investidores em adquiri-las, variáveis que não estão sob o controle da companhia.

De acordo com o § 4º, o descumprimento do disposto no § 3º confere ao acionista o direito de retirar-se da companhia, mediante o reembolso do valor de suas ações. Trata-se de uma hipótese de recesso introduzida com a reforma ocorrida em 1997, mediante a promulgação da Lei nº 9.457. O direito de recesso, no caso, não decorre da operação de fusão, cisão ou incorporação, mas do fato de a companhia sucessora não se registrar como companhia aberta junto à Comissão de Valores Mobiliários, no prazo de 120 (cento e vinte) dias contados da data da assembleia que aprovou a operação. Ou seja, o fato gerador do direito de recesso é a não aquisição, por parte da companhia sucessora, do *status* de companhia aberta no prazo legal.

O prazo para o exercício do direito de recesso é contado a partir do último dia de que dispunha a companhia para registrar-se como companhia aberta, não da data de publicação da ata da assembleia geral que aprovou a operação (artigo 137, inciso IV). Trata-se de hipótese especial, em que o direito de recesso não nasce de deliberação da assembleia geral, mas da verificação de que não ocorreu o registro como companhia aberta no prazo legal.

Como o direito de recesso não decorre da deliberação de aprovar a operação, todos os acionistas podem exercê-lo, ainda que tenham votado favoravelmente a ela, diversamente do que acontece nas demais hipóteses legais (artigo 137, § 2º). Porém, caso a companhia realize assembleia geral extraordinária para deliberar que não se registrará como companhia aberta, somente poderão exercer o direito de recesso os acionistas que não votaram favoravelmente, no prazo de 30 (trinta) dias contados da publicação da sua ata.

O objetivo do direito de recesso é o de conciliar o interesse social, decorrente de decisão majoritária, com o interesse individual do acionista de não ser obrigado a permanecer vinculado a uma companhia cujas bases essenciais foram alteradas, passando a ser inteiramente diversa daquela na qual havia ingressado²⁰.

As decisões tomadas pela maioria acionária que ensejam o direito de recesso não são ilícitas nem caracterizam abuso do poder de controle. Ao contrário, constituem deliberações válidas e legítimas, expressamente admitidas pela Lei das S.A. Como os acionistas que delas discordam não são obrigados a suportar os seus efeitos, a Lei das S.A. confere-lhes o direito de retirada com o reembolso do valor de suas ações.

Dessa forma, o pagamento do valor do reembolso aos acionistas dissidentes não apresenta a natureza jurídica de indenização pela prática de ato ilícito; se assim fosse, o exercício do direito de retirada pressuporia a precisa quantificação dos prejuízos causados com a decisão. Com efeito, a correta fixação das perdas e danos constitui elemento essencial da indenização por ato ilícito, que deve corresponder ao montante que a parte prejudicada perdeu e razoavelmente deixou de lucrar²¹.

Tendo em vista no recesso não há o ressarcimento de prejuízos individuais, decorrentes de ato ilícito, mas a compensação de interesses particulares sacrificados legitimamente ao interesse social, o valor do reembolso é definido no estatuto, calculado com base no valor do patrimônio líquido ou no valor econômico da ação (artigo 45)²².

20 Ver os comentários ao art. 137 da Lei das S.A.

21 O art. 402 do Código Civil assim dispõe: "*Salvo as exceções expressamente previstas em lei, as perdas e danos devidas ao credor abrangem, além do que ele efetivamente perdeu, o que razoavelmente deixou de lucrar*"; o art. 944 do Código Civil, por sua vez, dispõe que: "*A indenização mede-se pela extensão do dano*".

22 FABIO KONDER COMPARATO, "Valor de Reembolso no Recesso Acionário - Interpretação do Art. 45 da Lei de Sociedades por Ações", *Revista dos Tribunais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 563, setembro, 1982, p. 50; ARNOLDO

A não abertura de capital no prazo legal não constitui ato ilícito, não caracteriza qualquer violação a dever imposto pela Lei das S.A., mas o exercício de uma simples faculdade, cuja única consequência é a possibilidade de exercerem os acionistas dissidentes o direito de recesso²³⁻²⁴.

Não configurando ato ilícito, da decisão de não promover o registro da companhia como aberta na Comissão de Valores Mobiliários não podem decorrer sanções na esfera cível ou administrativa ao acionista controlador e aos administradores.

PROTOCOLO

“Art. 224. As condições da incorporação, fusão ou cisão com incorporação em sociedade existente constarão de protocolo firmado pelos órgãos de administração ou sócios das sociedades interessadas, que incluirá:

I – o número, espécie e classe das ações que serão atribuídas em substituição dos direitos de sócios que se extinguirão e os critérios utilizados para determinar as relações de substituição;

II – os elementos ativos e passivos que formarão cada parcela do patrimônio, no caso de cisão;

III – os critérios de avaliação do patrimônio líquido, a

data a que será referida a avaliação, e o tratamento das variações patrimoniais posteriores;

IV – a solução a ser adotada quanto às ações ou quotas do capital de uma das sociedades possuídas por outra;

V – o valor do capital das sociedades a serem criadas ou do aumento ou redução do capital das sociedades que forem parte na operação;

VI – o projeto ou projetos de estatuto, ou de alterações estatutárias, que deverão ser aprovados para efetivar a operação;

VII – todas as demais condições a que estiver sujeita a operação.

Parágrafo único. Os valores sujeitos a determinação serão indicados por estimativa.”

1. NATUREZA DO PROTOCOLO

Quando 2 (duas) ou mais sociedades pretendem promover um processo de unificação de suas atividades, mediante a incorporação, a fusão ou a cisão de uma delas com incorporação em outra existente, há uma fase inicial, em geral sigilosa, em que são negociadas as condições da operação pelos seus administradores ou controladores. Findas com êxito as negociações, são assinados, usualmente pelos representantes legais, eventualmente pelos sócios das sociedades, 1 (um) ou mais protocolos. Trata-se, o protocolo, de documento no qual são descritas as características essenciais da operação, o qual será submetido ao conselho de administração, se houver, e à assembleia geral, que deliberará sobre sua aprovação por *quorum* qualificado (artigos 122 e 136, incisos IV e VIII).

O protocolo não é um contrato, mas uma proposta de deliberação à assembleia. Ainda que exista, tanto entre nós como no Direito Comparado, alguma discussão sobre sua natureza jurídica, ele constitui um pacto entre os administradores das companhias envolvidas

WALD, “Da Inexistência do Direito de Recesso”, *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 9, julho-setembro, 2000, p. 227.

23 MODESTO CARVALHOSA. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. v. 4, t. I, 5ª edição, São Paulo: Saraiva, 2011, p. 225; FRANCISCO MÜSSNICH, “Reflexões sobre o Direito de Retirada na Minirreforma da Lei das Sociedades por Ações”. In: Jorge Logo (Coord.). *A Reforma da Lei das S.A.* São Paulo: Atlas, 1998, p. 82-83; LUIZ LEONARDO CANTIDIANO. *Estudos de Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1999, p. 74.

24 Ver as decisões do Colegiado da CVM proferidas nos Processos Administrativos CVM nºs: (i) RJ 2002/0584, Rel. Dir. Luiz Antonio de Sampaio Campos, j. em 11.07.2002; e (ii) RJ 2007/15026, Rel. Dir. Eli Loria, j. em 14.02.2008.

condicionado à aprovação da assembleia geral, que lhes gera quando muito a obrigação de apresentá-lo à deliberação dos acionistas¹.

Somente após sua aprovação pela assembleia é que o protocolo passa a apresentar a natureza de uma proposta de contratar à outra sociedade que será parte no negócio, aplicando-se, a partir de então, as normas do Código Civil sobre formação dos contratos (artigos 427 a 435). Caso a outra sociedade não aprove o protocolo, a proposta é recusada, não se aperfeiçoando o contrato².

Não há responsabilidade pessoal dos administradores que firmaram o protocolo caso a assembleia não o aprove, exceto se não tiverem agido dentro de suas atribuições ou poderes ou se tiverem procedido com culpa ou dolo³.

Ainda que o protocolo não constitua um contrato ou pré-contrato, a companhia e seus administradores podem ser obrigados a responder pelos danos causados à outra sociedade caso fique demonstrado que atuaram contrariamente à boa fé objetiva, em infração ao artigo 187 do Código Civil⁴.

A boa fé objetiva constitui o padrão de conduta de lisura, correção, probidade, lealdade e honestidade que deve pautar todas as relações tuteladas pelo sistema jurídico, servindo como: (i) fonte de deveres de conduta na esfera obrigacional; (ii) cânone para interpretação dos negócios jurídicos; e (iii) baliza para a averiguação do modo de exercício de direitos, vedando o comportamento contraditório ou desleal⁵.

1 WALDIRIO BULGARELLI. *Fusões, Incorporações e Cisões de Sociedades*. 5ª edição, São Paulo: Atlas, 2000, p. 212.

2 JOSÉ LUIZ BULHÕES PEDREIRA, "Incorporação, Fusão e Cisão". In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). *Direito das Companhias*. v. II, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1.758.

3 Ver os comentários ao art. 158 da Lei das S.A.

4 O art. 187 do Código Civil assim dispõe: "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 JUDITH MARTINS-COSTA, "Os Avatares do Abuso do Direito e o Rumo Indicado pela Boa Fé". In: Gustavo Tepedino (Org.). *Direito Civil Contemporâneo*. São Paulo: Atlas, 2008, p. 81.

Dentre os deveres de conduta na esfera obrigacional, encontra-se a exigência de não criar ou sustentar indevidamente expectativas em outrem, bem como a de prevenir a formação de representações falsas, temerárias ou infundadas. Assim, o sistema jurídico tutela as expectativas legítimas decorrentes de todo ato, conduta, palavra ou comportamento⁶.

Quando uma sociedade, após um processo de negociação, assina o protocolo, cria, para a outra, a expectativa legítima de que tal documento será levado, de boa fé, à deliberação da assembleia geral. Não deve, portanto, a sociedade frustrar tal expectativa, podendo sua atuação leviana ou inconsequente acarretar-lhe o dever de indenizar os danos causados à outra parte.

Ademais, o protocolo constitui um passo além de uma minuta contratual, servindo de prova da existência de tratativas já em estado avançado; a ruptura abusiva das negociações, após a sua assinatura, quando já estejam consolidadas as relações de confiança entre as partes, pode caracterizar infração ao artigo 422 do Código Civil, que estabelece uma responsabilidade pré contratual na fase das tratativas⁷.

O protocolo, quando submetido à deliberação das assembleias gerais das sociedades envolvidas, deverá ser acompanhado de uma justificação, na qual serão expostos: (i) os motivos ou fins da operação e o interesse da companhia em sua realização; (ii) as ações que os acionistas preferenciais receberão e as razões para modificação dos seus direitos, se prevista; (iii) a composição do capital, após a

6 JUDITH MARTINS-COSTA, "Os Avatares do Abuso do Direito e o Rumo Indicado pela Boa Fé". In: Gustavo Tepedino (Org.). *Direito Civil Contemporâneo...*, p. 83.

7 O art. 422 do Código Civil assim dispõe: "Art. 422. Os contratantes são obrigados a guardar, assim na conclusão do contrato, como em sua execução, os princípios de probidade e boa fé". Sobre a responsabilidade pré contratual em contratos mercantis pela falta de boa fé durante as tratativas, ver HAROLDO M. D. VERÇOSA. *Contratos Mercantis e a Teoria Geral dos Contratos*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 238 e seguintes.

operação; e (iv) o valor do reembolso das ações a que terão direito os acionistas dissidentes⁸.

Uma vez aprovados pelas assembleias gerais das sociedades envolvidas o protocolo e a justificação, aperfeiçoa-se a operação. Assim, o protocolo passa a constituir o contrato que regula a operação, obrigando as partes.

O protocolo conterà, no mínimo, as informações constantes dos incisos I a VI, devendo nele também serem incluídas as demais condições a que estiver sujeita a operação (inciso VII)⁹.

A operação de incorporação, fusão ou cisão total acarreta a extinção de ações de 1 (uma) ou mais sociedades e sua substituição por ações de outra sociedade. Na incorporação, a incorporada desaparece, com a conseqüente extinção de suas ações, recebendo, os seus acionistas, ações da incorporadora. Na fusão, as 2 (duas) sociedades desaparecem, extinguindo-se conseqüentemente as suas ações, substituídas por ações da sociedade resultante da operação. Na cisão total, a cindida se extingue, sendo suas ações substituídas por ações da sociedade que absorve parcela de seu patrimônio. Na cisão parcial, embora a cindida não se extinga, caso suas ações tenham valor nominal, a transferência de parte de seu capital acarreta a extinção das ações correspondentes, com a sua substituição por ações emitidas pela sociedade que absorver a parcela de seu patrimônio. Desse modo, deve constar do protocolo o número, a espécie e a classe das ações que serão atribuídas aos acionistas, em substituição aos seus direitos de sócio que deixaram de existir com a extinção das ações por eles anteriormente detidas (inciso I).

Os sócios da sociedade incorporada, fundida ou cindida receberão da companhia emissora as ações ou quotas que lhes couberem, com base na relação de troca aprovada em assembleia geral. Como as antigas ações ou quotas são extintas, o acionista ou quotista não pode reivindicar os direitos políticos e patrimoniais dos quais antes era titular.

Verifica-se, na operação, uma substituição de ações, pois os acionistas, independentemente de sua vontade, recebem os títulos da sociedade emissora, com direitos que podem ser diversos dos que anteriormente detinham. Há, no caso, uma modalidade de sub-rogação real legal, uma vez que os títulos de emissão da sociedade resultante da operação substituem os da sociedade extinta, por força de dispositivo legal¹⁰.

2. A RELAÇÃO DE SUBSTITUIÇÃO

A relação de substituição constitui elemento essencial da operação, devendo ser definida com clareza no protocolo. A Lei das S.A., porém, não estabelece critérios para essa definição, que constitui matéria negocial, prevalecendo a liberdade de contratar das companhias, cujas vontades serão expressas nas respectivas assembleias. Não há obrigação de ser utilizado um ou outro método de avaliação, nem é necessário que os patrimônios envolvidos sejam avaliados pelo mesmo método; assim, por exemplo, uma sociedade pode ser avaliada pelo método do fluxo de caixa descontado, outra pelo valor de suas ações no mercado.

¹⁰ NELSON EIZIRIK, "Incorporação de Ações. Natureza Jurídica e Principais Características". In: Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik. **Estudos de Direito Empresarial**. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 95 e seguintes; JOSÉ LUIZ BULHÕES PEDREIRA, "Incorporação, Fusão e Cisão". In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). **Direito das Companhias...**, v. II, p. 1.776; ALBERTO XAVIER, "Incorporação de Ações: Natureza Jurídica e Regime Tributário". In: Rodrigo R. Monteiro de Castro e Leandro Santos de Aragão (Coord.). **Sociedade Anônima – 30 anos da Lei 6.404/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 133.

⁸ Ver os comentários ao art. 225 da Lei das S.A. Sobre operações de fusão, cisão, incorporação e incorporação de ações envolvendo emissores de valores mobiliários registrados na categoria A, ver a Instrução CVM nº 565/2015.

⁹ Ver, também, a Instrução CVM nº 319/1999, com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM nºs 320/1999, 349/2001 e 565/2015, que dispõe sobre as operações de incorporação, fusão e cisão envolvendo companhia aberta.

No entanto, a liberdade conferida aos administradores para deliberar sobre as relações de troca não os autoriza a escolher, arbitrariamente, determinado critério que não tenha qualquer relação com a companhia envolvida ou com as ações de sua emissão. Deve ser verificado, em cada situação concreta, se os critérios adotados representam adequadamente o valor das ações de emissão das companhias envolvidas, a fim de assegurar que as relações de substituição não acarretam prejuízos indevidos aos acionistas minoritários.

Não é necessário que a relação de substituição das ações seja fixada mediante laudos de avaliação elaborados por empresas independentes. Com efeito, a Lei das S.A. não exige, nem no protocolo nem na justificação da operação (artigo 225), a elaboração de laudo de avaliação para efeitos da fixação da relação de troca, mas tão somente a apresentação de informações sobre as avaliações das companhias envolvidas no caso de operação entre partes relacionadas. Nas operações entre sociedades independentes, a Lei das S.A. não impõe critérios a serem utilizados na avaliação dos patrimônios, bem como na fixação da relação de substituição das ações, muito menos exige a elaboração de laudos de avaliação¹¹.

A presunção legal é de que os acionistas controladores de cada sociedade buscarão negociar os termos da operação da maneira mais conveniente para os seus interesses e os dos acionistas minoritários,

¹¹ Sobre esse assunto, ver as decisões do Colegiado da CVM proferidas nos Processos Administrativos Sancionadores CVM nºs RJ 10/00, Rel. Dir. Luiz Antonio de Sampaio Campos, j. em 08.07.2004 e RJ 24/04, Rel. Dir. Eli Loria, j. em 31.07.2007. No Direito Comunitário Europeu, a não ser que todos os acionistas das sociedades envolvidas expressamente o dispensem, exige-se a elaboração de relatório por peritos independentes com sua manifestação expressa sobre a relação de troca de ações, opinando se a consideram justa e razoável (art. 10º da Terceira Diretiva 78/855/CEE do Conselho das Comunidades Europeias, de 9 de Outubro de 1978, relativo à fusão das sociedades anônimas, com a redação dada pelo art. 2º da Diretiva 2007/63/CE do Parlamento Europeu e do Conselho da União Europeia, de 13 de novembro de 2007); RENATO VENTURA RIBEIRO, "Incorporação de Companhia Controlada". In: Walfrido Jorge Warde Jr. (Coord.). **Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 105.

que, em princípio, são idênticos: avaliar da melhor maneira possível o patrimônio social e buscar uma relação de troca que lhes seja a mais interessante.

A liberdade de contratar é apenas limitada pelo dever que a Lei das S.A. impõe aos acionistas controladores das sociedades envolvidas de exercerem o seu poder no interesse social, não promovendo a operação com vistas à obtenção de vantagens indevidas (artigo 117, § 1º).

Tratando-se de partes independentes, basta que seja prestada, no protocolo, a informação sobre os critérios de avaliação do patrimônio líquido da companhia incorporada, das companhias fusionadas ou das parcelas cindidas, bem como a data de sua avaliação. Como muitas vezes decorre lapso de tempo considerável entre a data da avaliação e a da efetivação da operação, deve também o protocolo mencionar expressamente qual será o tratamento conferido às variações patrimoniais posteriores à data em que foi avaliado o patrimônio (inciso III).

Tratando-se de companhia aberta, conforme o entendimento da Comissão de Valores Mobiliários, o acionista controlador não poderá votar caso a relação de troca lhe seja mais favorável do que aquela conferida aos demais acionistas, por ficar configurado o "benefício particular" (artigo 115, § 1º). Assim, se é atribuída ao acionista controlador uma relação de troca diferenciada, em função do valor do controle, não pode ele votar na deliberação que a aprova¹².

¹² O Parecer de Orientação CVM nº 34/2006, a propósito, estabelece que: "(...) O fundamento utilizado para justificar a relação mais vantajosa tem sido o reconhecimento, pelo art. 254-A da Lei 6.404/76, de que as ações detidas pelo acionista controlador têm valor maior que as ações não integrantes do bloco de controle, na medida em que a alienação de controle não obriga a realização de uma oferta pública de aquisição para os titulares de ações da espécie preferencial sem voto, e obriga uma oferta pública de aquisição para os acionistas titulares de ações com direito a voto com desconto de 20% em relação ao preço pago ao acionista controlador. A CVM entende que tal justificativa é válida no âmbito de uma OPA por alienação de controle, porque a lei assim o determina, mas não é suficiente para

3. AQUISIÇÃO DAS PRÓPRIAS AÇÕES

Deve o protocolo estabelecer a solução a ser adotada quando uma das sociedades possui ações ou quotas da outra e estas não são extintas, passando a sociedade incorporadora ou a resultante da fusão a ser titular de ações de sua emissão. Trata-se de modalidade de aquisição das próprias ações distinta da negociação vedada pelo artigo 30, pois nela não ocorre restituição do capital aos acionistas, uma vez que todos os ativos patrimoniais das sociedades envolvidas na operação são consolidados na incorporadora ou na sociedade resultante da fusão, sem qualquer transferência de capital aos sócios.

Ocorrendo, em decorrência da operação, aquisição das próprias ações, o protocolo pode dispor que: as ações ou quotas de uma sociedade possuídas por outra são extintas; ou substituídas por ações em tesouraria da incorporadora, até o limite dos lucros acumulados e reservas, exceto a legal (artigo 226, § 1º).

4. AUMENTO DE CAPITAL

O valor do aumento de capital da incorporadora será fixado em função de 2 (dois) fatores: (i) o valor de patrimônio líquido que formará o capital correspondente às ações que serão criadas; e

afastar o impedimento de voto por benefício particular quando, ao invés de uma parte independente (como é o terceiro adquirente do controle), quem confirma o sobre preço às ações de titularidade da Sociedade Holding é o próprio acionista beneficiado, ao votar na assembleia de incorporação. (...) a Sociedade Holding e os seus acionistas (caso detenham participação direta na Companhia) estarão impedidos de votar, na forma do art. 115, § 1º, da Lei 6.404/76, caso a proposta de incorporação (ou incorporação reversa) da Companhia, ou de suas ações, considere uma relação de troca que atribua valor diferente às ações de emissão da Companhia que sejam de propriedade da Sociedade Holding, e às demais ações de emissão da Companhia, ainda que de espécie ou classe diversas, caso a diferença de valor não se baseie em laudo que considere os diferentes valores econômicos de cada uma das ações com base em critérios objetivamente verificáveis (como o fluxo futuro de dividendos descontado, ou as diversas cotações em mercados organizados)". Ver os comentários ao art. 115 da Lei das S.A.

(ii) a parcela do preço de emissão das ações destinada à formação do capital.

A operação somente poderá ser efetivada nas condições aprovadas se os peritos determinarem que o valor do patrimônio a ser transferido para formar o capital social é pelo menos igual ao montante do capital a realizar (artigo 226, *caput*).

Não existe direito de preferência para os acionistas em virtude do aumento de capital. Com efeito, há subscrição do aumento de capital decorrente da versão do patrimônio da sucedida para a sucessora por parte daquela, não dos acionistas de qualquer das sociedades¹³.

No caso da incorporação, o direito de preferência tornaria inviável a operação. Se os acionistas da incorporadora pudessem preferir a sociedade a ser incorporada na subscrição das ações emitidas, o exercício do direito de preferência inviabilizaria a substituição das ações da incorporada por ações da incorporadora, impossibilitando a realização de uma operação legítima e expressamente prevista em lei¹⁴.

5. PROJETO DE ESTATUTO

Acompanha o protocolo o projeto de estatuto, tratando-se de incorporação ou fusão, ou os projetos, no caso de cisão, que deverão, juntamente com os demais termos da operação, ser aprovados pela

13 Na hipótese de incorporação de sociedades, ainda que a incorporadora não tenha integralizado 3/4 (três quartos) de seu capital social, será possível realizar a incorporação com aumento de capital. A exigência legal de integralização de 3/4 (três quartos) do capital diz respeito a aumento mediante subscrição de ações, ao passo que na incorporação não há subscrição, mas substituição de ações, uma vez que os acionistas da incorporada recebem, independentemente de sua vontade, as ações da incorporadora. Ademais, não haveria, nesse caso, qualquer interesse que deva ser objeto de proteção especial de modo a vedar tal operação.

14 JOSÉ LUIZ BULHÕES PEDREIRA, "Incorporação, Fusão e Cisão". In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). **Direito das Companhias...**, v. II, p. 1.776.

assembleia geral. Em tais operações ocorre a extinção de ações ou de quotas de 1 (uma) ou mais sociedades. Assim, os projetos de estatuto deverão ser aprovados, com os novos direitos atribuídos aos sócios, que poderão, em determinadas circunstâncias, se não concordarem com as alterações em seus direitos, exercer o direito de retirada¹⁵.

Tratando-se de cisão, deve ainda o protocolo descrever os elementos ativos e passivos que formarão os patrimônios das sociedades envolvidas¹⁶.

6. ITENS ADICIONAIS NO PROTOCOLO E DATA BASE

As matérias constantes dos incisos deste artigo constituem as condições mínimas que devem ser descritas no protocolo. Havendo outras condições a que estiver sujeita a operação, elas também deverão ser nele incluídas, com o mesmo nível de detalhe. É recomendável que o protocolo seja extremamente minucioso sobre todos os elementos da operação, para que os acionistas possam deliberar com pleno conhecimento de causa; protocolos resumidos ou incompletos muitas vezes podem ser contestados, devendo ser reapresentados em nova assembleia geral, o que atrasa a conclusão da operação.

Uma questão relevante, do ponto de vista prático, refere-se à data-base para fins de avaliação do patrimônio líquido. Embora o ideal fosse que a data-base da avaliação coincidissem com a data da deliberação da assembleia, na grande maioria dos casos os avaliadores não dispõem de tempo hábil para tanto. Como a existência do laudo é indispensável à deliberação dos sócios, a data base não pode ser posterior à da realização da assembleia. Dessa forma, normalmente o protocolo fixa uma data passada como data-base para avaliação do patrimônio a ser fundido, cindido ou incorporado,

¹⁵ Ver os comentários aos arts. 137 e 230 da Lei das S.A.

¹⁶ Ver os comentários ao art. 229 da Lei das S.A.

o que facilita a atividade dos contadores e avaliadores. Adota-se, usualmente, embora nada impeça que outra data seja escolhida como data-base para avaliação, o mesmo balanço que será utilizado para apuração do fato gerador do imposto de renda¹⁷; limita-se, dessa forma, a definição da data-base em até 30 (trinta) dias da data da deliberação dos acionistas.

A operação de fusão, incorporação ou cisão é tida como contratada quando de sua aprovação pela assembleia geral. Na prática, em princípio, considera-se que o acervo líquido transferido passa a integrar o patrimônio líquido da sucessora desde a data-base; assim, é como se a deliberação dos sócios tivesse um efeito retroativo, reportando-se não à data da assembleia, mas à data-base da avaliação.

Admite-se, nos termos do parágrafo único, que valores ainda não determinados, mas determináveis, sejam indicados mediante estimativa, que não vincula as partes, podendo elas ajustar à conta de qual das sociedades serão atribuídas as variações.

JUSTIFICAÇÃO

“Art. 225. As operações de incorporação, fusão e cisão serão submetidas à deliberação da assembleia geral das companhias interessadas mediante justificação, na qual serão expostos:

I – os motivos ou fins da operação, e o interesse da companhia na sua realização;

II – as ações que os acionistas preferenciais receberão e as razões para a modificação dos seus direitos, se prevista;

¹⁷ O art. 21, e seu § 1º, da Lei nº 9.249/1995, com a redação dada pela Lei nº 12.973/2014, que altera a legislação do imposto de renda das pessoas jurídicas, bem como da contribuição social sobre o lucro líquido, dispõem que: “Art. 21. A pessoa jurídica que tiver parte ou todo o seu patrimônio absorvido em virtude de incorporação, fusão ou cisão deverá levantar balanço específico para esse fim, observada a legislação comercial. § 1º O balanço a que se refere este artigo deverá ser levantado até trinta dias antes do evento (...)”.

III – a composição, após a operação, segundo espécies e classes das ações, do capital das companhias que deverão emitir ações em substituição às que se deverão extinguir;

IV – o valor de reembolso das ações a que terão direito os acionistas dissidentes.”

1. COMPETÊNCIA DA ASSEMBLEIA GERAL

A operação de incorporação, fusão ou cisão deve ser aprovada pelas assembleias gerais das sociedades envolvidas. Para que os acionistas possam deliberar com conhecimento de causa, deve a operação ser descrita detalhadamente no protocolo, acompanhado de uma justificação¹.

A assembleia geral constitui o órgão máximo da companhia, de caráter deliberativo, que reúne os acionistas, com ou sem direito a voto ou com voto restrito. Enquanto órgão hierarquicamente superior aos demais – conselho de administração, diretoria e conselho fiscal – tem competência para decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à defesa do interesse social (artigo 121).

Embora o estatuto social possa conferir à assembleia geral competência para deliberar sobre matérias não previstas na Lei das S.A., seria ilegal a delegação de competência reservada por lei privativamente aos demais órgãos societários. Nesse sentido, o artigo 139, ao dispor que as atribuições e poderes conferidos por lei aos órgãos de administração não podem ser outorgados a outro órgão, consagra o princípio da indelegabilidade de poderes, introduzindo, no âmbito da companhia, os pesos e contrapesos originários do direito constitucional que permitem o controle da legitimidade do exercício da competência por seus órgãos.

¹ Ver os comentários ao art. 224 da Lei das S.A., que disciplina o protocolo.

Tendo em vista a indelegabilidade de poderes, não pode a assembleia geral: (i) delegar suas atribuições legais a qualquer outro órgão da companhia; (ii) praticar atos que constituam competência exclusiva dos demais órgãos; e (iii) restringir a competência atribuída por lei aos órgãos administrativos da companhia.

Dentre as matérias de competência privativa da assembleia geral, figura a de deliberar sobre incorporação, fusão e cisão da companhia (artigo 122, inciso VIII). Tais operações deverão ser aprovadas por acionistas que representem metade, no mínimo, das ações com direito a voto, da sociedade incorporada, das fusionadas e da cindida, salvo se o estatuto da sociedade fechada exigir maior *quorum* (artigo 136, incisos IV e IX).

O protocolo não constitui um contrato, mas uma proposta de deliberação à assembleia geral, passando a apresentar a natureza de uma proposta de contratar à outra sociedade somente após a sua aprovação por parte da assembleia geral. Assim, a assembleia geral é inteiramente livre para aprovar ou recusar o protocolo, ou por entender que está incompleto ou lacunoso, ou porque a operação, nos termos de sua justificativa, não atende ao interesse social. Pode, também, determinar todas as alterações que entender convenientes, uma vez que, enquanto não aprovado, não apresenta o protocolo qualquer feição de contrato ou de pré contrato.

Ademais, não constitui o protocolo, acompanhado da respectiva justificação, documento cuja elaboração seja de competência privativa dos órgãos de administração. Não há qualquer dispositivo na Lei das S.A. que estabeleça ser sua redação de competência privativa do conselho de administração ou da diretoria; ao contrário, a Lei das S.A. expressamente previu que o protocolo pode ser firmado pelos órgãos de administração ou sócios das sociedades interessadas (artigo 224).

2. OBJETIVOS DA JUSTIFICAÇÃO

Ao ser submetido à assembleia geral, o protocolo deve ser acompanhado de uma justificação, cujo propósito essencial é demonstrar aos acionistas que a operação atende aos interesses da companhia. O objetivo do protocolo e da justificação é basicamente informacional, assegurando aos acionistas o conhecimento de todas as condições da operação, de suas repercussões sobre os seus direitos, assim como do valor do reembolso que lhes caberá, caso pretendam retirar-se da companhia².

Enquanto o protocolo constitui um documento de natureza essencialmente técnica, que detalha a operação, a justificação constitui uma espécie de “exposição de motivos”. Na prática, quando a operação não envolve companhia aberta, a justificação é redigida de forma burocrática, meramente para atender à exigência legal³.

Há alguns elementos obrigatórios que devem constar da justificação da operação. Os incisos I a IV estabelecem, de forma não exaustiva, o elenco das informações mínimas que devem constar da justificação da incorporação, fusão ou cisão⁴.

Deve a justificação, em primeiro lugar, apresentar os motivos da operação, assim como o interesse da companhia em sua realização.

2 A Exposição de Motivos nº 196, de 24.06.1976, estabelece que: “A importância das operações de incorporação, fusão e cisão na vida das sociedades, assim como a repercussão que podem ter sobre os direitos e interesses de sócios e credores, recomendam as normas, constantes dos artigos 225 e 226, sobre o protocolo que deve ser firmado pelas sociedades que participam da operação e a justificação com que esta deva ser submetida à aprovação dos sócios. O objetivo é assegurar-lhe o conhecimento de todas as condições da operação, das repercussões que terá sobre os seus direitos, e do valor de reembolso que lhes caberá, caso prefiram usar do direito de retirada”.

3 IAN MUNIZ e ADRIANO CASTELLO BRANCO. **Fusões e Aquisições – Aspectos Fiscais e Societários**. São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 127.

4 Tratando-se de operação envolvendo companhia aberta, aplica-se a Instrução CVM nº 565/2015, que revogou diversos dispositivos da Instrução CVM nº 319/1999.

Os fins da operação podem ser de ordem econômica ou estratégica. Em geral, são motivos de ordem econômica, dentre outros: (i) a redução de custos; (ii) as economias de escala; (iii) a diversificação da produção; e (iv) a distribuição de serviços em escala global. As motivações estratégicas normalmente apontadas são: (i) a existência de sinergias entre as empresas envolvidas; (ii) a ocupação de novos mercados; (iii) o compartilhamento de atividades e recursos; e (iv) a economia de impostos e aproveitamento de créditos fiscais. Também podem constituir motivos legítimos, no caso da cisão, a necessidade de dividir as atividades empresárias entre várias unidades independentes, seja por razões estratégicas ou para resolver conflitos entre os acionistas.

Deve ficar demonstrado na justificação que a operação, por motivos econômicos, estratégicos, para pôr fim a conflitos ou para atender razões de ordem fiscal, está sendo realizada tendo em vista o interesse da companhia. Assim, não constitui justificativa válida para a operação o fato de atender exclusivamente o interesse dos acionistas controladores.

Em segundo lugar, a justificação deve conter uma descrição das ações que caberão aos acionistas preferenciais; caso venham a receber ações com direitos diversos dos que anteriormente detinham, devem ser apresentadas as razões para tal modificação.

No caso de incorporação, pela controladora, de companhia controlada, a justificação, apresentada à assembleia geral da controlada, deve conter, além das informações previstas neste artigo e no artigo 224, 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 2 (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 (artigo 264, *caput*).

A operação de incorporação, fusão ou cisão acarreta a extinção de ações de 1 (uma) ou mais sociedades e sua substituição por ações de outra sociedade. Trata-se de uma consequência lógica da operação, uma vez que, extinguindo-se uma sociedade, desaparecem os títulos representativos de seu capital. Não pode o antigo acionista ou quotista reivindicar da sociedade idênticos direitos estatutários ou contratuais decorrentes de suas antigas ações ou quotas, uma vez que seus direitos políticos e patrimoniais passam a reger-se pelo estatuto ou contrato social da nova sociedade.

Tal consequência aplica-se também às ações preferenciais extintas, que podem ser substituídas por ações ordinárias ou preferenciais com outras vantagens. Os direitos das ações preferenciais extintas não podem ser alterados discricionariamente, devendo existir razões que justifiquem essa modificação. Uma das razões pode ser o interesse da companhia aberta e de seus acionistas de que a sociedade resultante da operação tenha uma única classe de ações preferenciais, o que pode proporcionar-lhes maior liquidez⁵.

Pode também ser conveniente à companhia aberta resultante da operação ter somente ações ordinárias de sua emissão, com vistas a listá-las no Novo Mercado, segmento especial da BM&FBovespa em que somente podem ser negociadas ações dotadas de voto pleno⁶. Em tal hipótese, os titulares de ações preferenciais da companhia extinta receberão ações ordinárias da nova sociedade.

Não há necessidade de aprovação por parte dos acionistas titulares das ações preferenciais extintas, reunidos em assembleia

5 JOSÉ LUIZ BULHÕES PEDREIRA, "Incorporação, Fusão e Cisão". In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). **Direito das Companhias**. v. II, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1.766.

6 O Novo Mercado constitui o mais avançado dos segmentos especiais de listagem criados pela BM&FBovespa para o mercado de ações, devendo as companhias que queiram integrá-lo observar o seu rígido padrão de governança; as regras que deverão observar as companhias que optem pela adesão desse segmento especial constam do Regulamento de Listagem do Novo Mercado, disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br>>.

especial, por absoluta falta de previsão legal. A alteração nos direitos dos preferencialistas, ainda que para pior, constitui uma consequência da operação, muitas vezes inevitável. Tendo a Lei das S.A. previsto a necessidade de aprovação por parte dos debenturistas e silenciado sobre a necessidade de assembleia geral dos titulares de ações preferenciais, conclui-se que o legislador entendeu que o direito de recesso constituiria o instrumento de defesa dos acionistas minoritários descontentes com a operação⁷.

Com a fusão, incorporação ou cisão, altera-se o capital da companhia dela resultante, assim como a sua composição. Portanto, deve a justificação, nos termos do inciso III, descrever como ficará a composição do capital, segundo espécies e classes de ações que o compõem.

Finalmente, deve a justificação expor o valor de reembolso das ações a que terão direito os acionistas dissidentes da deliberação da assembleia geral que aprovar a operação (inciso IV).

O valor do reembolso será ou o do patrimônio líquido contábil, ou o valor econômico das ações, apurado em avaliação, caso exista previsão expressa no estatuto social (artigo 45).

Terão direito de recesso os acionistas dissidentes da sociedade incorporada e das sociedades fusionadas quando as ações não apresentarem liquidez ou dispersão no mercado. Considera-se existir liquidez quando a espécie ou classe de ação integra índice representativo de carteira de valores mobiliários admitido à negociação no mercado de valores mobiliários, no Brasil ou no exterior. Entende-se que as ações apresentam dispersão quando o acionista controlador, direto ou indireto, detiver menos da metade da espécie ou classe das referidas ações⁸.

Na cisão, o acionista poderá exercer o direito de retirada se a operação implicar: (i) mudança do objeto social, salvo se o patrimô-

7 Ver os comentários ao art. 231 da Lei das S.A.

8 Ver os comentários ao art. 137 da Lei das S.A.

nio cindido for vertido para sociedade cuja atividade preponderante coincida com a decorrente do objeto social da sociedade cindida; (ii) redução do dividendo obrigatório; ou (iii) participação em grupo de sociedades (artigo 137).

É recomendável que também conste da justificação o entendimento da companhia sobre o cabimento ou não do direito de recesso e sobre as classes ou espécies de ações que legitimarão seus titulares a exercê-lo. Tal manifestação evidentemente não vincula os acionistas dissidentes, que poderão legitimamente questionar tal entendimento em juízo, ao cobrarem da companhia o valor do reembolso que julgam devido.

TRANSFORMAÇÃO, INCORPORAÇÃO, FUSÃO E CISÃO (REDAÇÃO DADA PELA LEI Nº 11.638/2007)

“Art. 226. As operações de incorporação, fusão e cisão somente poderão ser efetivadas nas condições aprovadas se os peritos nomeados determinarem que o valor do patrimônio ou patrimônios líquidos a serem vertidos para a formação de capital social é, ao menos, igual ao montante do capital a realizar.

§ 1º As ações ou quotas do capital da sociedade a ser incorporada que forem de propriedade da companhia incorporadora poderão, conforme dispuser o protocolo de incorporação, ser extintas, ou substituídas por ações em tesouraria da incorporadora, até o limite dos lucros acumulados e reservas, exceto a legal.

§ 2º O disposto no § 1º aplicar-se-á aos casos de fusão, quando uma das sociedades fundidas for proprietária de ações ou quotas de outra, e de cisão com incorporação, quando a companhia que incorporar parcela do patrimônio da cindida for proprietária de ações ou quotas do capital desta.

§ 3º A Comissão de Valores Mobiliários estabelecerá normas especiais de avaliação e contabilização aplicáveis

às operações de fusão, incorporação e cisão que envolvam companhia aberta. (Redação dada pela Lei nº 11.941/2009)”

Nas operações de incorporação, fusão e cisão ocorre um processo de transferência do acervo líquido de companhias nelas envolvidas, mediante concentração (na incorporação e na fusão) ou divisão (na cisão). O patrimônio líquido objeto da realocação de uma sociedade para a outra – a sucessora – é recebido por esta a título de contribuição de capital.

Assim, a sociedade cujo patrimônio líquido é transferido subscreve, em nome de seus acionistas, o aumento de capital na sucessora, o qual é integralizado com tal patrimônio. Com a transferência do patrimônio e o conseqüente aumento de capital da sucessora, os acionistas ou sócios da sucedida recebem da sucessora as novas ações ou quotas, em substituição aos seus direitos extintos em decorrência da operação.

1. AUMENTO DE CAPITAL DA SUCESSORA

Um dos aspectos mais relevantes da operação constitui o procedimento de aumento de capital da sucessora, realizado com a versão do patrimônio da sociedade incorporada, fusionada ou da parcela cindida. A operação constitui um ato de subscrição do aumento de capital da sucessora, ainda que realizado pela sucedida em nome e por conta de seus acionistas, cuja integralização dar-se-á mediante a versão do patrimônio da sucedida. Como o patrimônio da sucedida é integralmente vertido, salvo na cisão parcial, para a sucessora, ocorre a extinção de sua personalidade jurídica e a sucessão universal pela sucessora de seus direitos e obrigações.

A subscrição e a integralização do capital não são realizadas pelos futuros acionistas, mas pela própria sociedade cujo patrimônio líquido é vertido, e as novas ações emitidas são atribuídas aos acionistas da sociedade sucedida.

No aumento de capital não existe direito de preferência para os acionistas da sucessora, pois o seu exercício simplesmente impossibilitaria a realização da operação, a qual tem, como um de seus traços essenciais, a integralização do capital da sucessora com o patrimônio da sucedida, cabendo aos acionistas desta última receber, em substituição de suas ações que desaparecem com a operação, títulos de emissão da sucessora¹⁻².

2. AVALIAÇÃO DO PATRIMÔNIO DA SUCEDIDA

O patrimônio líquido vertido pode ser formado mediante contribuições em dinheiro ou em qualquer espécie de bem suscetível de avaliação em dinheiro (artigo 7º). Como o passivo da sucedida também integra o seu patrimônio, a ser vertido para a sucessora, o valor integralizado como capital desta será equivalente ao somatório dos ativos menos o valor dos passivos.

Tendo em vista o princípio da realidade do capital social, os bens serão avaliados por 3 (três) peritos ou empresa especializada, que deverão apresentar laudo fundamentado com a indicação dos critérios de avaliação e instruído com os documentos relativos aos bens avaliados. Os avaliadores responderão perante a companhia, os acionistas e terceiros pelos danos que lhes causarem por culpa ou dolo na avaliação dos bens (artigo 8º).

Na incorporação, a assembleia geral da incorporadora nomeia os peritos para avaliarem o patrimônio líquido da incorporada. Na

1 Ver os comentários ao art. 224 da Lei das S.A.

2 Na hipótese de incorporação de sociedades, ainda que a incorporadora não tenha integralizado 3/4 (três quartos) de seu capital social, será possível realizar a incorporação com aumento de capital. A exigência legal de integralização de 3/4 (três quartos) do capital diz respeito a aumento mediante subscrição de ações, ao passo que na incorporação não há subscrição, mas substituição de ações, uma vez que os acionistas da incorporada recebem, independentemente de sua vontade, as ações da incorporadora. Ademais, não haveria, nesse caso, qualquer interesse que deva ser objeto de proteção especial de modo a vedar a operação.

cisão com incorporação, os peritos avaliarão a parcela do patrimônio da sociedade cindida a ser absorvida (artigo 227, § 1º). Na cisão com transferência de parcela de patrimônio para sociedade nova, os peritos nomeados pela assembleia avaliarão tal parcela (artigo 229, § 2º). Já na fusão, cada sociedade nomeia os peritos que avaliarão o patrimônio das demais (artigo 228, § 1º).

Visando a assegurar o princípio da realidade do capital social, o *caput* exige que a operação somente seja efetivada nas condições aprovadas se os peritos nomeados pela assembleia determinarem que o valor do patrimônio líquido a ser vertido para a formação do capital social da sucessora é pelo menos igual ao valor do capital a realizar.

O valor atribuído pelos peritos ao patrimônio a ser vertido ao capital da sucessora pode não coincidir com o estipulado no protocolo, ou os peritos podem entender que os critérios de avaliação nele utilizados não são adequados para que se possa declarar que o valor do patrimônio líquido é ao menos igual ao montante do capital da incorporadora a ser realizado mediante versão desse patrimônio. Nesses casos, devem os peritos realizar 2 (duas) avaliações: (i) determinação do valor convencional do patrimônio líquido, segundo os critérios adotados no protocolo; e (ii) determinação do valor que consideram correto de acordo com os critérios que julgarem mais adequados, caso o valor fixado no protocolo seja em números absolutos ou caso estipule critérios que atribuam ao patrimônio líquido valor maior do que o real. Se os peritos entenderem que os critérios adotados no protocolo são adequados, procedem a uma única avaliação e podem declarar que o valor do patrimônio líquido é, ao menos, igual ao do capital social a realizar³.

Caso a companhia sucedida tenha ações negociadas em Bolsa de Valores em volume tal que possam ser tidas como de alta liquidez, o

3 JOSÉ LUIZ BULHÕES PEDREIRA, "Incorporação, Fusão e Cisão". In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). *Direito das Companhias*. v. II, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1.779.

critério mais adequado para avaliar o seu patrimônio será o do valor de mercado. Se a companhia não tiver ações dotadas de liquidez, podem ser utilizados o valor contábil, o valor de patrimônio líquido a preços de mercado, o valor econômico (fluxo de caixa descontado) ou outros julgados adequados pelos peritos.

A Lei das S.A. não veda a operação se o patrimônio líquido da sucedida for negativo, hipótese em que não se verifica o aumento de capital da sucessora. A operação pode ser legitimamente realizada, dado o princípio da liberdade de contratar; ademais, aumenta a proteção dos credores da sucedida, mantendo-se os instrumentos de proteção aos debenturistas e demais credores da sucessora (artigos 231 e 232)⁴.

A norma prevista no *caput* não exige que todo o valor do patrimônio objeto da operação de cisão, por exemplo, seja destinado para a conta de capital. O que a Lei das S.A. proíbe é que o capital da companhia incorporadora seja aumentado por valor superior ao do patrimônio cindido. Assim, nada impede que as partes envolvidas na operação concordem em aumentar o capital da incorporadora apenas com parte do valor correspondente ao patrimônio cindido, e não com o valor total, e registre-se cada elemento como estava registrado na sociedade cindida. Dessa forma, apenas a parcela correspondente ao capital será a ele destinada, recebendo a incorporadora as reservas e lucros acumulados nessa mesma condição. É o que se denomina, na prática comercial, incorporação "linha à linha".

3. EXTINÇÃO OU SUBSTITUIÇÃO DAS AÇÕES DA SUCEDIDA

O § 1º estabelece que as ações ou quotas do capital da sucedida que forem de propriedade da sucessora poderão ser extintas ou

4 Parecer da Consultoria Jurídica do Ministério da Indústria, do Comércio e do Turismo - MICT/CONJUR nº 129/1996; JOSÉ LUIZ BULHÕES PEDREIRA, "Incorporação, Fusão e Cisão". In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). *Direito das Companhias...*, v. II, p. 1.785.

substituídas por ações em tesouraria desta última, a depender do que dispõe o protocolo a respeito. Aplica-se o mesmo procedimento à fusão, quando uma das sociedades fundidas for proprietária de ações ou quotas de outra, e à cisão com incorporação, quando a sociedade que incorporar parcela da cindida for proprietária de ações ou quotas de sua emissão (§ 2º).

O fato de o § 1º referir-se apenas às hipóteses de incorporação de sociedades não inviabiliza a adoção das mesmas soluções por ele preconizadas em operações de incorporação de ações, reguladas pelo artigo 252. Apesar de a incorporação de ações constituir negócio jurídico distinto da incorporação de sociedade, os efeitos patrimoniais e societários de ambas as operações para os acionistas das sociedades envolvidas são praticamente os mesmos, tanto que a Lei das S.A. estabelece procedimentos semelhantes para tais operações. Na incorporação de sociedades, assim como na incorporação de ações, a companhia incorporadora deve realizar um aumento de capital, que será subscrito com a versão do patrimônio da incorporada ou com as ações de sua emissão. Assim, os sócios da incorporada passam a ser acionistas da sociedade incorporadora, recebendo ações de emissão desta em substituição às suas antigas ações, de acordo com a relação de troca a ser estabelecida no protocolo da incorporação⁵⁻⁶ (p. 128).

5 A propósito, o Colegiado da CVM, em decisão proferida no Processo Administrativo CVM nº RJ 2007/3453, Rel. Dir. Pedro Marcilio, j. em 18.04.2007, assim se manifestou: "21. Não vejo como sustentar essa distinção, pois além da similitude dos dispositivos legais aplicáveis à incorporação de sociedades e à incorporação de ações, em ambos os casos os efeitos econômicos são os mesmos: a minoria acionária 'migra' da incorporada para a incorporadora e a incorporadora tem acesso a 100% da empresa exercida na sociedade incorporada. (...) 27. A disciplina jurídica da incorporação de ações é muito semelhante à disciplina jurídica da incorporação de sociedades (bem como o resultado econômico, para os acionistas de ambas as sociedades), sendo as duas únicas diferenças relevantes a sobrevivência da sociedade incorporada (embora sem qualquer acionista) e a conferência do direito de retirada para os acionistas da incorporadora no caso da incorporação de ações". Nesse sentido, consta da Exposição de Motivos nº 196, de 24.06.1976: "A incorporação de ações, regulada no art. [252], é meio de tornar a companhia subsidiária integral, e equivale à incorporação de sociedade sem extinção da personalidade jurídica da incorporada. A disciplina legal da operação

Na hipótese de substituição das ações da sucedida por ações da sucessora mantidas em tesouraria, a Lei das S.A. seguiu a mesma solução do artigo 30, que regula a negociação com as próprias ações: a sucessora pode manter ações de sua propriedade em tesouraria até o limite dos lucros acumulados e das reservas, exceto a legal.

4. CONTABILIZAÇÃO

Nos termos do § 3º, cabe à Comissão de Valores Mobiliários estabelecer normas especiais de avaliação e contabilização de operações de fusão, cisão e incorporação em que esteja envolvida companhia aberta. O § 3º foi acrescentado pela Lei nº 11.941/2009, que promoveu alterações na Lei das S.A. visando a atribuir competência à Comissão de Valores Mobiliários para editar normas sobre avaliação e contabilização aplicáveis às seguintes operações envolvendo companhia aberta: (i) fusão, incorporação e cisão; (ii) incorporação de ações (artigo 252, § 4º); e (iii) aquisição de controle, participações ou negócios – operações denominadas, na prática, “combinação de negócios”. A “combinação de negócios”, tal como definida no Pronunciamento Técnico CPC 15 (R1) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, consiste em operação ou evento em que o adquirente obtém o controle de 1 (um) ou mais negócios, ficando, portanto, excluídas de sua abrangência as operações de incorporação, fusão ou cisão de sociedades sob controle comum⁷.

é necessária porque ela implica – tal como na incorporação de uma companhia por outra – em excepcionar o direito de preferência dos acionistas da incorporada de subscrever o aumento de capital necessário para efetivar a incorporação”.

6 Ver os comentários ao art. 252 da Lei das S.A.

7 Ver MODESTO CARVALHOSA. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. v. 4, t. 1, 5ª edição, São Paulo: Saraiva, 2011, p. 226 e seguintes. A CVM, mediante a Deliberação CVM nº 665/2011, aprovou o Pronunciamento Técnico CPC 15 (R1), que trata das operações de “combinações de negócios”, que também se aplicam à fusão, incorporação ou cisão de companhia aberta. Conforme o referido Pronunciamento, a entidade deve contabilizar cada “combinação de negócios” pela aplicação do método de aquisição, que exige, dentre outras informações,

INCORPORAÇÃO

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

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

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

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

1. CARACTERÍSTICAS

A incorporação é, na prática dos negócios, um dos institutos jurídicos mais utilizados em processos de concentração empresarial. Trata-se de operação que permite a uma sociedade a absorção de outra, ou outras, com as vantagens econômicas, estratégicas e tributárias dela decorrentes. Assim, serve o negócio jurídico de incorporação para unificar 2 (duas) ou mais sociedades, extinguindo-se a incorporada e permanecendo em existência a incorporadora.

o reconhecimento e mensuração dos ativos identificáveis adquiridos, dos passivos assumidos e das participações societárias de não controladores na adquirida e o reconhecimento e mensuração do ágio por rentabilidade futura (*goodwill*) ou do ganho proveniente de “compra vantajosa”. Para uma análise das principais alterações promovidas pela introdução, em nosso sistema, dos princípios do *International Financial Reporting Standards* – IFRS e dos pronunciamentos do *Financial Accounting Standards Board* – FASB, mediante as Leis nºs 11.638/2007 e 11.941/2009, ver os comentários aos arts. 176 e 177 da Lei das S.A.

Seguidamente, a incorporação é realizada após uma aquisição de controle, como instrumento de integração societária da sociedade controlada à controladora, caso em que há necessidade de particular atenção com o tratamento dado aos acionistas minoritários das sociedades envolvidas, uma vez que é o mesmo acionista controlador final quem decide a operação¹.

A grande vantagem da incorporação sobre a fusão é que na primeira a incorporadora sobrevive, enquanto na segunda todas as sociedades envolvidas desaparecem, sendo criada uma nova sociedade, com todas as dificuldades inerentes ao processo, como novo registro no Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica – CNPJ/MF, alvará de localização, inscrição estadual, municipal, etc. Ademais, a legislação tributária permite um melhor aproveitamento de prejuízos fiscais na incorporação, enquanto que na fusão há perda total dos prejuízos².

Conceitua-se classicamente no Direito Italiano a incorporação como uma operação de “compenetração” entre entidades (*compenetrazione degli organismi sociali*), em que uma sociedade tem o seu patrimônio integrado por inteiro em outra, que a sucede em todos os seus direitos e obrigações³.

A incorporação apresenta necessariamente 3 (três) características: (i) a passagem forçada dos acionistas da sociedade incorporada para a incorporadora, exceto daqueles que exercerem o direito de recesso; (ii) a transmissão total do patrimônio da incorporada para a incorporadora, que a sucede em todos os seus direitos e obrigações; e (iii) a extinção, não a dissolução, da sociedade incorporada.

1 Ver os comentários ao art. 264 da Lei das S.A.

2 IAN MUNIZ e ADRIANO CASTELLO BRANCO. *Fusões e Aquisições – Aspectos Fiscais e Societários*. São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 180 e seguintes.

3 GIORGIO DE SEMO. *La Fusione delle Società Commerciali*. Roma: Editrice Roma, 1921, p. 95; WALDIRIO BULGARELLI. *Fusões, Incorporações e Cisões de Sociedades*. 5ª edição, São Paulo: Atlas, 2000, p. 102.

A incorporação é tida como “horizontal” quando os acionistas de uma sociedade são diferentes dos acionistas ou sócios da outra, caso em que todo o patrimônio da incorporada é transferido à incorporadora a título de aumento de capital. Já a incorporação “vertical” é aquela em que todas as ações de uma companhia, a subsidiária integral, são detidas por outra, a controladora total, hipótese em que as ações da incorporada serão extintas ou substituídas por ações em tesouraria da incorporadora⁴. A incorporação pode ainda apresentar uma feição híbrida, quando a incorporadora detém apenas parte das ações da incorporada.

A operação é definida como vertical “ascendente” (*upstream*) quando a incorporadora participa no capital da incorporada. Já quando a incorporada é titular de ações da incorporadora, a operação é denominada vertical “descendente” (*downstream*)⁵.

A incorporação pode ser realizada entre sociedades de tipos iguais ou diferentes. Ou seja, uma companhia pode incorporar uma limitada, e vice-versa. Quando a incorporadora é uma sociedade por ações, aplica-se a Lei das S.A.; se a incorporadora for uma limitada, a operação será regida pelo Código Civil⁶.

2. FASES DO PROCEDIMENTO

A incorporação constitui uma operação societária, ou seja, um “procedimento negocial”, uma sequência de atos jurídicos dispostos segundo uma ordem necessária, dirigidos à obtenção de um efeito jurídico final, na qual cada ato pressupõe o precedente e prepara o subsequente⁷. O procedimento negocial é regulado não apenas

4 Ver os comentários ao art. 226 da Lei das S.A.

5 IAN MUNIZ e ADRIANO CASTELLO BRANCO. *Fusões e Aquisições – Aspectos Fiscais e Societários...*, p. 92.

6 Ver os comentários ao art. 223 da Lei das S.A.

7 LUIZ GASTAO PAES DE BARROS LEAES, “Incorporação de Companhia Controlada”, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 94, abril-junho, 1994, p. 95 e seguintes.

neste artigo, mas também nos precedentes – artigos 223 a 226 –, assim como nos artigos 230, 231, 232, 233 e 234.

Há, na operação, 4 (quatro) fases sucessivas, em que são praticados ora atos entre as sociedades, ora no interior de cada uma delas: (i) a preparatória, em que os administradores ou sócios das sociedades envolvidas negociam as bases da incorporação, as quais deverão ser descritas no protocolo (artigo 224); (ii) a aprovação do protocolo e da justificação da operação por parte da assembleia geral de cada uma das sociedades; (iii) a implementação da operação, mediante o aumento de capital da incorporadora, integralizado com o patrimônio da incorporadora, e entrega das ações da incorporadora aos acionistas da incorporadora, em substituição aos títulos que antes dela detinham; e (iv) atos complementares, praticados pela companhia, junto ao Registro Público de Empresas Mercantis, e aos registros públicos competentes quanto à sucessão, e pelos debenturistas e demais credores, assim como pelos acionistas que exercem o direito de recesso.

Na primeira fase, procedida entre as sociedades, seus administradores ou sócios negociam as bases da operação, as quais deverão ser descritas no protocolo, que conterà todas as condições da operação. O protocolo não constitui um contrato, mas uma proposta de deliberação à assembleia geral. Trata-se, com efeito, de um pacto entre os administradores ou sócios das companhias envolvidas na operação, condicionado à aprovação da assembleia geral, que lhes acarreta a obrigação de apresentá-lo à deliberação dos acionistas. Após a sua aprovação pela assembleia é que o protocolo apresenta a natureza de uma proposta de contratar à outra sociedade⁸.

Na segunda fase, desenvolvida internamente em cada sociedade, a operação é submetida à deliberação das respectivas assembleias gerais. Para que os acionistas possam deliberar com conhecimen-

8 Ver os comentários ao art. 224 da Lei das S.A.

to de causa, a operação, além de descrita no protocolo, deve ser acompanhada de uma justificação, que conterà, pelo menos: (i) os motivos da operação e o interesse da sociedade em sua realização; (ii) as ações que os acionistas preferenciais receberão e as razões para eventual modificação dos seus direitos; (iii) a composição do capital da companhia após a operação; e (iv) o valor do reembolso das ações dos acionistas dissidentes.

A operação, na companhia incorporada, deve ser aprovada por acionistas que representem metade, no mínimo, das ações com direito de voto, salvo se o estatuto da companhia fechada exigir maior *quorum* (artigo 136, inciso IV). Já na sociedade incorporadora não há necessidade de *quorum* especial.

A assembleia geral é livre para aprovar ou recusar o protocolo, por entender que está incompleto ou insatisfatório, ou que a incorporação não atende ao interesse social. A assembleia também pode determinar alterações ou correções no protocolo⁹.

Tratando-se qualquer das sociedades envolvidas na operação de companhia aberta, a Comissão de Valores Mobiliários entende que o acionista controlador não poderá votar caso a relação de troca lhe seja benéfica, por ficar caracterizado o “benefício particular”¹⁰. Assim, se do protocolo constar uma relação de troca diferenciada ao controlador, em função da atribuição de um sobre valor ao poder de controle, ficará ele impedido de votar¹¹.

9 Ver os comentários ao art. 225 da Lei das S.A.

10 Sobre esse assunto, ver o Parecer de Orientação CVM nº 34/2006, que, interpretando o § 1º do art. 115 da Lei das S.A., trata do impedimento de voto em casos de benefício particular em operações de incorporação de sociedades e incorporação de ações em que sejam atribuídos diferentes valores para as ações de emissão de companhia envolvida na operação, conforme sua espécie, classe ou titularidade.

11 Ver os comentários ao art. 115 da Lei das S.A. Sobre o Parecer de Orientação CVM nº 34/2006, ver LUIZ LEONARDO CANTIDIANO, “Análise Crítica do Parecer CVM 34”, *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 41, julho-setembro, 2008,

Em princípio, na incorporação ocorreriam 3 (três) assembleias gerais: (i) da incorporadora, para aprovar o protocolo e nomear os peritos que deverão avaliar o patrimônio líquido da incorporada; (ii) da incorporada, que aprova o protocolo e autoriza os administradores a praticar os atos necessários à realização da operação; e (iii) da incorporadora, que aprova o laudo de avaliação e declara efetivada a operação. Na prática, consagrou-se legitimamente o procedimento de que cada sociedade realize apenas 1 (uma) assembleia. A incorporadora realiza 1 (uma) única assembleia, ao invés de 2 (duas), quando estiver disponível o laudo de avaliação elaborado pelos peritos escolhidos pelos administradores ou acionistas, na qual aprova o protocolo, ratifica a escolha dos peritos, delibera sobre o laudo e declara efetivada a operação. Já na incorporada, a assembleia aprova o protocolo e autoriza os administradores a praticarem os atos necessários à efetivação da operação.

Na companhia aberta não só é possível como também recomendável a realização de apenas 1 (uma) assembleia geral; como a elaboração do laudo de avaliação pode demandar algum tempo, seria fator de perturbação à cotação das ações a divulgação da aprovação do protocolo na primeira assembleia da incorporadora e a conclusão da operação algum tempo depois, até que fosse concluído o laudo¹².

Uma vez aprovado o laudo de avaliação do patrimônio da incorporada, ocorrerá o aumento de capital da incorporadora, realizado mediante a versão do patrimônio da primeira, que constitui a terceira fase. A subscrição e integralização do aumento de capital da incorporadora são atos praticados pelos administradores da incorporada, após ter a sua assembleia geral aprovado o protocolo

p. 133-147. Aplica-se à operação de incorporação em que estiver envolvida companhia aberta, como incorporadora ou incorporada, a Instrução CVM nº 319/1999, com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM nºs 320/1999, 349/2001 e 565/2015.

12 JOSÉ LUIZ BULHÕES PEDREIRA, "Incorporação, Fusão e Cisão". In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). *Direito das Companhias*. v. II, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1.800.

da operação. As novas ações emitidas pela incorporadora serão entregues aos acionistas da incorporada, em substituição aos títulos que até então detinham, extintos em virtude da operação.

Não há necessidade de avaliação do patrimônio da incorporadora, por absoluta falta de previsão legal, exceto quando se trata de operação entre "partes relacionadas", dada a necessidade de proteção dos acionistas minoritários das 2 (duas) sociedades¹³.

No aumento de capital da incorporadora não há direito de preferência para seus acionistas, pois o seu exercício impossibilitaria a operação, que tem, como um dos seus traços essenciais, a integralização do capital da incorporadora com o patrimônio da incorporada, recebendo os acionistas desta última as ações emitidas pela incorporadora¹⁴.

Os acionistas da incorporada receberão ações de emissão da incorporadora com base na relação de troca proposta pelos órgãos de administração e aprovada pelas assembleias gerais das 2 (duas) sociedades. Assim, tendo em vista a relação de troca aprovada, os acionistas da incorporada receberão, por exemplo, 3 (três) ações da incorporadora por cada ação que detinham na incorporada. Tratando-se de operação entre partes independentes, presume-se que a relação de troca tenha sido negociada entre os administradores e controladores das sociedades envolvidas de forma a maximizar o valor das ações das respectivas sociedades. Já na operação entre "partes relacionadas", não existe tal presunção, uma vez que é o mesmo controlador final quem decide a incorporação, justificando-se medidas especiais de proteção aos acionistas minoritários¹⁵.

Aprovada a operação pela assembleia geral da incorporadora, verifica-se a extinção da incorporada, que será sucedida pela incorporadora em todos os seus direitos e obrigações. Compete aos

13 Ver os comentários ao art. 264 da Lei das S.A.

14 Ver os comentários aos arts. 224 e 226 da Lei das S.A.

15 Ver os comentários ao art. 264 da Lei das S.A.

administradores da incorporadora promover o arquivamento e a publicação dos atos da incorporação, para que produzam efeitos perante terceiros (artigos 130 e 289), providências que constituem a quarta fase da operação.

3. SUCESSÃO

A ideia de sucessão a título universal implica, em princípio, que todas as relações, reais, obrigacionais, ativas, passivas, substanciais ou processuais, transmitam-se para a sociedade incorporadora¹⁶. Ou seja, todos os bens, direitos e obrigações, na esfera do direito substantivo ou processual, saem do patrimônio da incorporada, com a sua extinção, passando a integrar o patrimônio da incorporadora.

Na esfera processual, a jurisprudência de nossos tribunais é pacífica no sentido de que a sociedade, uma vez incorporada, não tem legitimidade para propor ação judicial em nome e por conta própria. Ademais, a sucessão da incorporadora em ação judicial opera-se automaticamente, não dependendo da concordância da parte contrária¹⁷.

A sucessão universal, porém, não alcança as relações que são, por sua natureza, intransmissíveis. Assim, não se transferem as relações que pressupõem a existência da incorporada como sujeito de direitos, ou aquelas de natureza orgânica, como as mantidas com os administradores¹⁸.

Os acordos firmados entre os acionistas da sociedade incorporada, como pactos parassociais, pressupõem a existência atual ou futura da sociedade; constituem, portanto, pactos acessórios ao

16 FRANCESCO GALGANO. *Diritto Commerciale. Le Società: Contratto di Società. Società di Persone. Società per Azioni, Altre Società di Capitali. Società Cooperative*. Bologna: Zanichelli, 2005, p. 1.008.

17 ALFREDO SÉRGIO LAZZARESCHI NETO. *Lei das Sociedades por Ações Anotada*. 4ª edição, São Paulo: Saraiva, 2012, p. 705.

18 FRANCESCO GALGANO. *Diritto Commerciale. Le Società: Contratto di Società. Società di Persone. Società per Azioni, Altre Società di Capitali. Società Cooperative...*, p. 1.008.

estatuto social. A extinção da sociedade em cujo âmbito o acordo deve ser executado, em virtude de sua incorporação, implica o perecimento do acordo, tendo em vista a perda do objeto e a impossibilidade de cumprimento de suas cláusulas¹⁹.

Os acionistas da incorporada cujas ações não são dotadas de liquidez e dispersão podem exercer o direito de recesso, caso não desejem se tornar acionistas da incorporadora. O prazo de 30 (trinta) dias para o exercício do direito de recesso é contado da data da publicação da ata que aprovar o protocolo ou justificação da incorporação, mas o pagamento do preço de reembolso somente será devido se a operação vier a efetivar-se. Já os acionistas da incorporadora não têm o direito de recesso, por falta de previsão legal²⁰.

FUSÃO

"Art. 228. A fusão é a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações.

§ 1º A assembleia geral de cada companhia, se aprovar o protocolo de fusão, deverá nomear os peritos que avaliarão os patrimônios líquidos das demais sociedades.

§ 2º Apresentados os laudos, os administradores convocarão os sócios ou acionistas das sociedades para uma assembleia geral, que deles tomará conhecimento e resolverá sobre a constituição definitiva da nova sociedade, vedado aos sócios ou acionistas votar o laudo de avaliação do patrimônio líquido da sociedade de que fazem parte.

§ 3º Constituída a nova companhia, incumbirá aos primeiros administradores promover o arquivamento e a publicação dos atos da fusão."

19 NELSON EIZIRIK. *Temas de Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 312-316.

20 Ver os comentários ao art. 137 da Lei das S.A.

A fusão constitui operação de unificação de sociedades, de tipos iguais ou diferentes, para formar 1 (uma) nova sociedade, que as sucederá em todos os direitos e obrigações. Assim, 2 (duas) ou mais sociedades se unem, para criar 1 (uma) sociedade nova, que agregará os patrimônios e os sócios das sociedades extintas, exceto aqueles que resolvam exercer o direito de recesso.

Embora no Direito Comparado e mesmo na linguagem comum, entre nós, a expressão seja utilizada para designar operação que apresenta 2 (duas) formas específicas – a incorporação e a fusão propriamente dita –, a fusão, no sentido técnico jurídico, é instituto com contornos e tratamento legislativo próprios.

Na prática, a fusão é muito pouco utilizada, uma vez que, mediante a incorporação, obtém-se a unificação de 2 (duas) ou mais sociedades, com o aproveitamento de vantagens fiscais e sem a necessidade de formar uma nova sociedade, com todos os ônus decorrentes de tal procedimento. De fato, não há qualquer argumento racional para se preferir a fusão à incorporação. Eventualmente, em sociedades de pessoas, nas quais não existam prejuízos fiscais a serem aproveitados, podem seus sócios escolher a fusão, ao invés da incorporação, por razões de ordem puramente psicológica, para que uns não se sintam “engolidos” pelos outros.

Há uma primeira fase da fusão em que os administradores ou sócios das sociedades envolvidas discutem as suas condições, as quais constarão do protocolo¹ e da justificação² da operação.

Na segunda fase, a assembleia geral de cada sociedade delibera sobre o protocolo e, caso o aprove, nomeia os peritos que avaliarão o patrimônio líquido da outra sociedade.

Na terceira fase, é realizada uma assembleia geral conjunta das sociedades envolvidas, denominada “assembleia geral de fusão”, na

qual deverão ser deliberados os laudos de avaliação. Tal assembleia tem a mesma função daquela de constituição da sociedade³. Assim, dela participam e votam todos os acionistas ou sócios, mesmo os titulares de ações preferenciais sem direito de voto ou com voto restrito. Na deliberação, para prevenir conflitos de interesse, os acionistas de determinada companhia não podem votar o laudo de avaliação do patrimônio líquido da sociedade de que fazem parte. Na assembleia, deve ser aprovado o estatuto da nova sociedade e eleitos os primeiros administradores e membros do conselho fiscal, se permanente, assim como fixados os seus honorários.

Concluída a assembleia, com a aprovação dos laudos, do estatuto ou contrato social, assim como a eleição dos primeiros administradores, estará constituída a nova sociedade resultante da fusão, devendo ser entregues aos seus acionistas ou sócios as ações ou quotas que lhes cabem, tendo em vista a relação de troca estabelecida no protocolo.

Na quarta fase, os primeiros administradores promovem o arquivamento e a publicação dos atos de fusão, passando a operação a valer diante de terceiros.

A fusão acarreta a sucessão universal dos direitos e obrigações das sociedades fusionadas para a nova, resultante da operação, exceto daqueles que não são passíveis de transmissão⁴.

Se estiver envolvida na operação companhia aberta, é indispensável observar as normas da Comissão de Valores Mobiliários, principalmente as que tratam do regime de divulgação de informações⁵. Ademais, a nova companhia também deverá ser aberta, sendo obrigatória a obtenção do respectivo registro nessa Autarquia no prazo de 120 (cento e vinte) dias; caso não o faça,

3 Ver os comentários ao art. 87 da Lei das S.A.

4 Ver os comentários ao art. 227 da Lei das S.A.

5 A esse respeito, ver a Instrução CVM nº 565/2015, que revogou diversos dispositivos da Instrução CVM nº 319/1999.

1 Ver os comentários ao art. 224 da Lei das S.A.

2 Ver os comentários ao art. 225 da Lei das S.A.

o acionista dissidente terá o direito de retirar-se da companhia, mediante o reembolso do valor das suas ações⁶.

Os acionistas dissidentes da deliberação de fusão poderão exercer o direito de recesso, exceto os titulares de ações dotadas de liquidez e dispersão no mercado⁷.

CISÃO

“Art. 229. A cisão é a operação pela qual a companhia transfere parcelas do seu patrimônio para uma ou mais sociedades, constituídas para esse fim ou já existentes, extinguindo-se a companhia cindida, se houver versão de todo o seu patrimônio, ou dividindo-se o seu capital, se parcial a versão.

§ 1º Sem prejuízo do disposto no artigo 233, a sociedade que absorver parcela do patrimônio da companhia cindida sucede a esta nos direitos e obrigações relacionados no ato da cisão; no caso de cisão com extinção, as sociedades que absorverem parcelas do patrimônio da companhia cindida sucederão a esta, na proporção dos patrimônios líquidos transferidos, nos direitos e obrigações não relacionados.

§ 2º Na cisão com versão de parcela do patrimônio em sociedade nova, a operação será deliberada pela assembleia geral da companhia à vista de justificção que incluirá as informações de que tratam os números do artigo 224; a assembleia, se a aprovar, nomeará os peritos que avaliarão a parcela do patrimônio a ser transferida, e funcionará como assembleia de constituição da nova companhia.

§ 3º A cisão com versão de parcela de patrimônio em sociedade já existente obedecerá às disposições sobre incorporação (artigo 227).

§ 4º Efetivada a cisão com extinção da companhia cindida, caberá aos administradores das sociedades que tiverem absorvido parcelas do seu patrimônio promover o arquivamento e publicação dos atos da operação; na cisão com versão parcial do patrimônio, esse dever caberá aos administradores da companhia cindida e da que absorver parcela do seu patrimônio.

§ 5º As ações integralizadas com parcelas de patrimônio da companhia cindida serão atribuídas a seus titulares, em substituição às extintas, na proporção das que possuíam; a atribuição em proporção diferente requer aprovação de todos os titulares, inclusive das ações sem direito a voto. (Redação dada pela Lei nº 9.457/1997)”

1. FUNÇÕES

A cisão, como regulada na Lei das S.A., constitui instituto de enorme utilidade prática, podendo ser empregada com várias finalidades. Tal ocorre pelo fato de nosso direito societário ter disciplinado a cisão de maneira ampla e flexível, de sorte a permitir seu emprego em diversas situações fáticas, atendida sua função essencial: servir como instrumento de transferência de parcela do patrimônio de uma sociedade para outra ou outras, seguindo o procedimento estabelecido na Lei das S.A.

A cisão tem raízes na prática empresarial, obedecendo, na maioria dos casos, aos objetivos de racionalização e reorganização de estruturas empresariais existentes, permitindo que a finalidade lucrativa do empreendimento seja alcançada de forma diversa da original, mediante a realocação de seu patrimônio. Daí a sua caracterização como uma “modificação estrutural da sociedade”; trata-se de instrumento jurídico que possibilita à empresa, organizada sob a forma de sociedade, adequar a sua estrutura às exigências do desenvolvimento dos negócios¹ (p. 142).

6 Ver os comentários ao art. 223 da Lei das S.A.

7 Ver os comentários ao art. 137 da Lei das S.A.

A cisão pode ser utilizada como mecanismo de desconcentração da sociedade original, repartindo-se seu patrimônio entre várias sociedades e realocando-se os acionistas entre elas, atendendo a razões de descentralização administrativa, de diversificação de investimentos ou da necessidade de especialização. Pode, ainda, ser utilizada para resolver disputas insolúveis entre sócios, permitindo a divisão do patrimônio e a separação dos conflitantes em distintas sociedades. Muitas vezes a cisão é usada como instrumento de concentração empresarial, mediante combinação de várias operações, na chamada “cisão fusão” ou “cisão incorporação”, em que o patrimônio da empresa é cindido como etapa preparatória à incorporação da sucessora por outra sociedade.

Entre nós, a cisão foi muito utilizada, particularmente na década de 90, nos processos de privatização, em especial nos setores de telefonia e energia elétrica.

No Direito Comparado, verificamos 2 (duas) tendências na disciplina da cisão, uma mais restrita, outra mais ampla. A primeira, restrita, originária do direito francês e que foi adotada no Direito Comunitário Europeu (Sexta Diretiva 82/891/CEE do Conselho das Comunidades Europeias, de 17 de dezembro de 1982), define o âmbito da cisão a partir da extinção da sociedade cindida, ocorrendo, assim, o fracionamento e a transmissão total de seu patrimônio para outra sociedade. Já em outros sistemas jurídicos, como o alemão, o italiano, o espanhol e o português, admitem-se 2 (duas) modalidades de cisão: a parcial e a total. Na primeira, a sociedade destaca de seu patrimônio 1 (uma) ou mais parcelas, destinando-as a outra ou outras sociedades, novas ou existentes (“cisão destaque”). Já na cisão total, a sociedade divide-se por inteiro, em 2 (duas) ou mais partes, que serão absorvidas por outras sociedades, novas ou existentes (“cisão extinção”)².

1 JOANA VASCONCELOS. *A Cisão de Sociedades*. Lisboa: Universidade Católica Editora, 2001, p. 28-29.

2 RAÚL VENTURA. *Fusão, Cisão, Transformação de Sociedade*. Coimbra: Almedina, 1990, p. 333 e seguintes.

O direito norte-americano admite uma multiplicidade de modalidades de cisão, quer na legislação societária (*Model Business Corporation Act*), quer no direito tributário (*Internal Revenue Code*). As mais utilizadas são: (i) *split up*, que consiste na transferência de parte do acervo de uma companhia a outras, com o recebimento de ações destas últimas e sua distribuição entre os acionistas da primeira, que será liquidada (bastante similar à “cisão extinção”); (ii) *spin off*, na qual transfere-se parte dos ativos de uma sociedade para outra, com o recebimento de ações desta última, que serão distribuídos entre os acionistas da primeira; e (iii) *split off*, semelhante à *spin off*, mas na qual os acionistas, em troca das ações da sucessora, entregam à sucedida ações que dela possuíam³.

A Lei das S.A., seguindo um modelo bastante pragmático, admitiu tanto a cisão total, com a extinção da cindida (“cisão extinção”), como a cisão parcial (“cisão destaque”, “falsa cisão” ou, no direito francês, *apport partiel d'actif*), atendendo às necessidades da prática dos negócios e tutelando satisfatoriamente os interesses de todas as partes envolvidas.

A cisão total admite 2 (duas) subespécies: a “pura”, na qual se verifica a versão do patrimônio da sociedade cindida para 2 (duas) ou mais sociedades novas, e a “cisão absorção”, em que a sociedade divide o seu patrimônio entre sociedades já existentes. Nos 2 (dois) casos, opera-se o desaparecimento da sociedade cindida, pois seu patrimônio é transferido integralmente. Já na “cisão parcial” ou “falsa cisão”, a sociedade transfere parte de seu patrimônio para sociedades novas ou já existentes, não se verificando a sua extinção. A cisão parcial, em que parcela do patrimônio da cindida é vertida para sociedade já existente, é também chamada “cisão incorporação” e disciplinada pelas normas sobre a incorporação (artigo 227).

3 PAULO FERNANDO CAMPOS SALLES DE TOLEDO, “Spin Off e Cisão: Seme-lhanças e Distinções”. In: Jairo Saddi (Org.). *Fusões e Aquisições: Aspectos Jurídicos e Econômicos*. São Paulo: IOB, 2002, p. 473 e seguintes.

A definição prevista no *caput* contém, assim, 3 (três) características que conferem ao instituto uma extraordinária generalidade: a transferência de uma parcela ou de todo o patrimônio, a 1 (uma) ou mais sociedades; e a irrelevância de serem estas novas ou pre-existentes⁴.

Em qualquer de suas modalidades, a cisão distingue-se da alienação de ativos por 2 (duas) razões: (i) na cisão, os sócios da sociedade cindida são “realocados”, passando a ser sócios da sociedade sucessora, ao menos em parte, enquanto que, na venda de ativos, os sócios continuam em sua posição original; e (ii) a cisão pressupõe um procedimento determinado, previsto em lei, enquanto que a venda de ativos exige, no máximo, a depender do estatuto, aprovação da assembleia geral.

2. PROCEDIMENTO

A cisão, da mesma forma que a incorporação e a fusão, constitui um procedimento negocial, uma sequência de atos dispostos segundo uma ordem necessária, dirigidos à obtenção de um efeito jurídico final, na qual cada ato pressupõe o precedente e prepara o subsequente⁵.

O procedimento de cisão compreende as seguintes etapas: (i) a primeira, de definição do negócio, na qual os administradores ou sócios da sociedade cindida elaboram o protocolo e a justificação que serão submetidos à assembleia geral; (ii) a segunda, em que a assembleia geral delibera sobre a justificação, o protocolo e a sua aprovação, formando o negócio jurídico de cisão; e (iii) a terceira, de execução do negócio jurídico, em que a mesma assembleia nomeia os peritos que avaliarão a parcela do patrimônio a ser transferida,

delibera sobre o laudo e, caso o aprove, será tida como a assembleia de constituição da nova companhia, se for o caso⁶.

O protocolo deve conter as seguintes informações: (i) o número, espécie e classe das ações da nova sociedade que serão atribuídas aos sócios da sociedade cindida, bem como os critérios utilizados para determinar as relações de substituição; (ii) os elementos passivos e ativos que formarão cada parcela do patrimônio; (iii) os critérios e a data de avaliação do patrimônio líquido cindido, assim como o tratamento das variações patrimoniais posteriores; (iv) o valor do capital da sociedade a ser criada, se for o caso, ou do aumento de capital com a parcela cindida; (v) o projeto de estatuto da nova sociedade, se for criada, ou de alterações estatutárias nas sociedades que receberem a parcela cindida; e (vi) todas as demais condições a que estiver sujeita a operação⁷.

No mesmo documento ou em apartado do protocolo, deve ser apresentada a justificação da cisão, na qual serão expostos: (i) os motivos ou fins da operação, bem como o interesse da sociedade em sua realização; (ii) as ações que os acionistas preferenciais receberão e as razões para a eventual modificação de seus direitos; (iii) a composição do capital da companhia a ser criada, segundo espécie e classe de suas ações; e (iv) o valor do reembolso a que terão direito os acionistas dissidentes⁸.

A assembleia geral delibera sobre o protocolo e a justificação da cisão. A operação, para ser aprovada, deve contar com o voto favorável de acionistas representando metade, no mínimo, das ações com direito a voto, salvo se o estatuto da companhia fechada exigir maior *quorum* (artigo 136, inciso IX).

4 MAURO BRANDÃO LOPES. *A Cisão no Direito Societário*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1980, p. 109.

5 LUIZ GASTAO PAES DE BARROS LEÃES, “Incorporação de Companhia Controlada”, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 94, abril-junho, 1994, p. 95 e seguintes.

6 JOSÉ LUIZ BULHÕES PEDREIRA, “Incorporação, Fusão e Cisão”. In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). *Direito das Companhias*. v. II, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1.804.

7 Ver os comentários ao art. 224 da Lei das S.A.

8 Ver os comentários ao art. 225 da Lei das S.A.

Da mesma forma que ocorre na incorporação, a companhia cindida realiza uma única assembleia, quando estiver disponível o laudo de avaliação elaborado pelos peritos escolhidos pelos administradores ou acionistas, na qual aprova o protocolo, ratifica a escolha dos peritos, delibera sobre o laudo e, caso aprove os referidos documentos, declara efetivada a operação e constituída a nova companhia, se for o caso. Na companhia aberta, não só é possível como também recomendável a realização de apenas uma assembleia geral, uma vez que a elaboração do laudo às vezes tarda, o que poderia perturbar a cotação das ações⁹.

Se a operação de cisão envolver companhia aberta, seja a cindida, seja a sucessora de parcela de seu patrimônio, no caso da "cisão incorporação", a sociedade sucessora também deverá ser aberta, cabendo-lhe obter o respectivo registro perante a Comissão de Valores Mobiliários, no prazo de 120 (cento e vinte) dias. Não obtido o registro no prazo, o acionista dissidente poderá exercer o direito de recesso¹⁰.

Os acionistas da sociedade cindida recebem ações das sociedades sucessoras, na proporção das que possuíam; nos termos do § 5º, a atribuição em proporção diferente requer a aprovação de todos os acionistas. Com efeito, a atribuição *pro rata* das ações é considerada um dos elementos essenciais da operação, para impedir tratamento discriminatório contra os acionistas minoritários¹¹. Dessa forma, os acionistas da cindida terão suas ações substituídas, na mesma proporção, pelas ações das sociedades sucessoras, que absorvem as parcelas do patrimônio da cindida, numa modalidade de sub-rogação real legal (artigo 224).

9 JOSÉ LUIZ BULHÕES PEDREIRA, "Incorporação, Fusão e Cisão". In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). **Direito das Companhias...**, v. II, p. 1.800; a esse respeito, também, ver os comentários ao art. 227 da Lei das S.A.

10 Ver os comentários aos arts. 137 e 223 da Lei das S.A.

11 MELVIN A. EISENBER. **The Structure of the Corporation - A Legal Analysis**. Boston: Little Brown and Company, 1976, p. 273.

A formação do capital - se as sucessoras forem sociedades novas - ou o seu aumento - tratando-se de sociedades preexistentes - ocorre mediante a versão do patrimônio da cindida. Na cisão, seja total ou parcial, apesar de não haver a transferência integral do patrimônio da sociedade cindida, a transmissão opera-se a título universal em relação à parcela cindida, tendo em vista que ocorre em consequência de um único ato. Trata-se de sucessão universal *pro quota* da parcela cindida¹².

3. SUCESSÃO UNIVERSAL E A TÍTULO SINGULAR

O que distingue a sucessão a título singular da sucessão universal é que, por força da primeira, transmitem-se relações jurídicas individualmente consideradas. Vale dizer, para cada relação jurídica transferida, deve ser praticado um ato específico capaz de promover a transmissão do direito ou obrigação correspondente. Na sucessão universal, ao contrário, opera-se a transmissão, por um único ato, de uma universalidade de direitos, isto é, de um complexo de relações jurídicas ativas e passivas encaradas como um todo e ao qual o ordenamento confere um caráter unitário¹³. Assim, a sucessão universal é aquela que tem por objeto uma universalidade de direito, a qual pode não ser formada por todo o patrimônio do sucedido^{14,15} (p. 148).

12 Sobre esse assunto, JOANA VASCONCELOS. **A Cisão de Sociedades...**, p. 248, observa que: "Voltando à cisão, e tendo presente que o que define a sucessão universal é a transmissão de um conjunto de direitos como globalidade, como efeito unitário de um determinado facto, com a inerente superação do princípio da especialidade, são vários os indícios que no regime do CSC permitem sustentar ser essa a natureza da transmissão operada pela cisão, tanto pela cisão total, como pela cisão parcial, à luz da noção supra apresentada de sucessão universal limitada quanto ao objeto, ou se preferir, *pro quota*".

13 As universalidades de direito estão definidas no art. 91 do Código Civil como "o complexo de relações jurídicas, de uma pessoa, dotadas de valor econômico". O patrimônio, por consistir justamente no conjunto de relações ativas e passivas de uma pessoa, constitui um dos exemplos mais comuns de universalidade de direito.

14 Sobre esse assunto, LUIZ GASTÃO PAES DE BARROS LEÃES, "Aquisição de Ativos e Assunção de Passivos Empresariais". In: **Pareceres**. v. 2, São Paulo: Singular,

Visando à proteção dos credores, a Lei das S.A. consagra o regime da solidariedade com relação às obrigações da cindida (artigo 233), para evitar que seus direitos sejam modificados. Assim, as normas sobre solidariedade nas obrigações da cindida, na cisão total ou na cisão parcial, objetivam assegurar que as obrigações da cindida continuem garantidas por todo o patrimônio existente no momento da cisão¹⁶.

Na cisão com extinção, como desaparece a sociedade cindida, as sociedades (novas ou já existentes) que absorverem parcelas de seu patrimônio sucedem a cindida em todos os direitos e obrigações, inclusive nos não relacionados no protocolo de cisão. Portanto, as sociedades sucessoras responderão solidariamente pelas obrigações da cindida. Tratando-se de cisão parcial, na qual sobrevive a cindida, a sociedade que absorver parcela de seu patrimônio sucede a cindida nos direitos e obrigações relacionados no protocolo e responde solidariamente com ela pelas suas obrigações anteriores à cisão. Pode ser estipulado, na cisão parcial, que a sociedade que absorver parcela do patrimônio da cindida será responsável apenas pelas obrigações

2004, p. 858, observa que: "*Advirta-se ainda que a sucessão universal se distingue da sucessão particular não por razões quantitativas, mas por razões qualitativas. A sucessão universal não se dá apenas quando o sucessor recebe do autor uma pluralidade de relações jurídicas, mas quando recebe essa pluralidade encarada como um complexo unificado, ou seja, como uma universalidade (pois é como universalidade que o Código Civil, art. 57, define o patrimônio). A sucessão universal significa, portanto, successio in universitatem, no que se contrapõe à sucessão particular, que significa successio in singula res, pois diz respeito não ao patrimônio como um todo, em sua configuração complexiva e unitária, mas aos elementos positivos ou negativos desse patrimônio, que dele se destacam para serem transferidos*".

15 NELSON EIZIRIK, "Transferência de Plano de Benefícios Previdenciários. Sucessão Universal nos Direitos e Obrigações Integrantes do Patrimônio do Plano. Patrimônio de Afetação". In: Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik. **Estudos de Direito Empresarial**. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 567-570.

16 JOSÉ LUIZ BULHÕES PEDREIRA, "Incorporação, Fusão e Cisão". In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). **Direito das Companhias**. v. II, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1.772; LUIZ GASTÃO PAES DE BARROS LEAES, "Cessão e Solidariedade em Cisão de Empresa". In: **Pareceres**. v. 2, São Paulo: Singular, 2004, p. 921-922.

referentes a tal parcela, sem solidariedade com a companhia cindida, hipótese em que qualquer credor anterior poderá opor-se à estipulação, em relação a seu crédito, caso notifique a companhia (artigo 233).

4. CISÃO COM INCORPORAÇÃO

Uma das modalidades da operação, bastante usada na prática dos negócios, é a cisão com incorporação, em que há versão de parcela do patrimônio da cindida para sociedade já existente. Manifesta-se, aqui, uma modalidade de operação em que a sociedade direciona suas atividades para determinada área do mercado em que poderá atuar mais eficazmente, abrindo mão daquela, menos lucrativa ou fora do seu âmbito principal de negócios, cuja parcela de patrimônio correspondente será absorvida por outra sociedade¹⁷.

É possível a cisão com incorporação no caso da cisão parcial, operação em que parcela do patrimônio da cindida é incorporada em sociedade existente, assim como em cisão com extinção, desde que as parcelas do patrimônio da cindida sejam incorporadas por 2 (duas) ou mais sociedades. A "cisão total" com versão do patrimônio para uma única sociedade constituiria operação de incorporação, não de cisão.

Os atos da operação podem ser classificados em 3 (três) etapas: (i) na primeira, de definição das condições do negócio, os administradores ou acionistas das sociedades elaboram o protocolo e a justificação a serem submetidos às respectivas assembleias gerais; (ii) na segunda, de formação do negócio, as assembleias das sociedades deliberam e aprovam o protocolo e a justificação; e (iii) na terceira, de execução do negócio, a assembleia geral da incorporadora autoriza o aumento de seu capital social, a ser integralizado mediante

17 MODESTO CARVALHOSA. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. v. 4, t. I, 5ª edição, São Paulo: Saraiva, 2011, p. 215.

a versão de parcela do patrimônio da cindida, nomeia os peritos que a avaliarão, delibera sobre o laudo de avaliação e, se o aprovar, declara efetivada a incorporação. A assembleia geral da sociedade que se vai cindir autoriza seus administradores a praticar os atos necessários à incorporação, mediante subscrição do aumento de capital da incorporadora e, uma vez efetivada a incorporação, os administradores da sociedade cindida e da incorporadora promovem o arquivamento e publicação dos atos da operação¹⁸.

5. AÇÕES DA SUCESSORA

Admite-se, nos termos do § 5º, desde que haja concordância de todos os acionistas, inclusive dos titulares de ações sem direito de voto, a atribuição das ações integralizadas com parcelas do patrimônio da sociedade cindida em proporção diversa daquela que os acionistas nela possuíam.

Pode haver atribuição assimétrica de ações, ou seja, que não se faça *pro rata*, desde que todos os acionistas com ela concordem. Assim, pode-se, por exemplo, entregar aos acionistas minoritários menor quantidade de ações, com um pagamento adicional em dinheiro, caso eles não demonstrem o mesmo interesse que o controlador em seguir na sociedade resultante da cisão. Trata-se de modalidade de *freeze out merger*, comum na prática norte-americana, em que os acionistas minoritários recebem dinheiro como contraprestação pelas ações extintas, ao invés de ações da incorporadora.

Também é utilizada a atribuição assimétrica de ações para resolver disputas inconciliáveis entre sócios, em operação mediante a qual a companhia continua a existir após a versão de parcela de patrimônio para outra sociedade, para a qual vão apenas alguns dos sócios. Na operação, denominada “cisão subjetiva”, ou *escisión ratióne*

18 JOSÉ LUIZ BULHÕES PEDREIRA, “Incorporação, Fusão e Cisão”. In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). *Direito das Companhias...*, v. II, p. 1.809.

personae no direito societário espanhol, ocorre a separação não apenas de patrimônios, mas também de acionistas, que ficam apartados em pessoas jurídicas distintas, sendo, para tanto, indispensável que se leve ao grau máximo a desproporção na atribuição das ações. Para tanto, alguns acionistas permanecem na sociedade original, enquanto outros são deslocados para outra sociedade, já existente ou nova, juntamente com parcela do patrimônio da cindida¹⁹.

6. DIREITO DE RECESSO

Em sua redação original, a Lei da S.A., no artigo 137, previa o direito de recesso na cisão. Posteriormente, mediante a Lei nº 7.958/1989 (chamada “Lei Lobão”), buscou-se excluir o direito de recesso em alguns casos, inclusive na cisão, o que não foi aceito pela jurisprudência majoritária de nossos tribunais. A Lei nº 10.303/2001, ao dar nova redação ao artigo 137, inciso III, disciplinou o direito de recesso na cisão. Em princípio, inexistente o direito de recesso, exceto se a cisão implicar: (i) mudança do objeto social, salvo se o patrimônio for vertido para sociedade cuja atividade preponderante coincida com a decorrente do objeto social da cindida; (ii) redução do dividendo obrigatório; ou (iii) participação em grupo de sociedades. Na realidade, constituem hipóteses que ensejariam, cada uma delas, independentemente da cisão, o exercício do direito de recesso²⁰.

Já na cisão com incorporação, os acionistas da sociedade cindida dissidentes da deliberação da assembleia geral que aprova a operação têm direito de recesso. Sua situação é em tudo idêntica ao do acionista da sociedade incorporada, a quem a Lei das S.A. assegura o direito de recesso, exceto se as ações que detiver forem de classe ou espécie que apresente liquidez e dispersão no mercado

19 FERNANDO OLEO BANET. *La Escisión de la Sociedad Anónima*. Madrid: Civitas, 1995, p. 46 e seguintes.

20 Ver os comentários ao art. 137 da Lei das S.A.

(artigo 137, inciso II). Não se trata de interpretação analógica ou extensiva das disposições que regulam o recesso, mas de aplicação de dispositivo expresso constante do § 3º que manda aplicar à cisão com incorporação as disposições sobre incorporação²¹.

7. EXECUÇÃO ESPECÍFICA DE “ACORDO DE CISÃO”

Alguns acionistas, preliminarmente a operações de reorganização societária, celebram, por exemplo, acordos com o fim de vincular a vontade de seus signatários para que, quando da deliberação da assembleia geral, eles estejam obrigados a aprovar a operação previamente acordada. Esse “acordo de cisão” não constitui um protocolo e justificativa de cisão, como exigido pelos artigos 224 e 225, mas apenas um documento preliminar, celebrado entre os acionistas da companhia.

A assinatura desta espécie de documento entre acionistas de uma companhia que pretende se submeter à operação de reorganização societária é comum na prática dos negócios, tendo por objetivo conferir caráter vinculativo aos termos da operação, refletidos no protocolo e justificativa, antes de sua aprovação pela assembleia geral. No entanto, tais acordos preliminares, mesmo que contenham todos os elementos relativos à operação que se pretende implementar, não são passíveis de execução específica²².

Tendo em vista o caráter próprio da implementação de reorganização societária, a manifestação definitiva de sua aprovação pelos acionistas das companhias envolvidas somente ocorre no momento

21 No mesmo sentido, JOSÉ LUIZ BULHÕES PEDREIRA, “Incorporação, Fusão e Cisão”. In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). **Direito das Companhias...**, v. II, p. 1.805; IAN MUNIZ e ADRIANO CASTELLO BRANCO. **Fusões e Aquisições – Aspectos Fiscais e Societários**. São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 256; ANNA LUIZA PRISCO PARAÍSO. **O Direito de Retirada na Sociedade Anônima**. 2ª edição, Rio de Janeiro: Lúmen Juris, 2000, p. 92-94.

22 MODESTO CARVALHOSA. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. v. 4, t. I, 5ª edição, São Paulo: Saraiva, 2011, p. 270-271.

da assembleia geral. Antes disso, a vontade expressada pelos acionistas, mesmo que em instrumento escrito, é sempre retratável, razão pela qual não é cabível a execução específica das obrigações pactuadas em instrumento preliminar de incorporação, fusão ou cisão.

Dessa forma, não há como uma decisão judicial ou arbitral suprir determinada manifestação de vontade que ainda não havia sido expressada de forma completa pela parte supostamente inadimplente.

DIREITO DE RETIRADA

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

Em 1989, foi promulgada a Lei nº 7.958, a chamada “Lei Lobão”, que, ao dar nova redação ao *caput* do artigo 137 e ao excluir os incisos VI e VIII como hipóteses ensejadoras do direito de recesso, provocou grande discussão doutrinária sobre a sua eventual eliminação nos casos de incorporação, fusão, cisão e participação em grupo de sociedades. Porém, a “Lei Lobão” não revogou o artigo 230, que previa, em sua redação original, o direito de recesso na incorporação, fusão e cisão, nem o artigo 270, parágrafo único, que o disciplina em caso de deliberação para se associar a grupo de sociedades.

Após a promulgação da “Lei Lobão”, a Comissão de Valores Mobiliários, em 2 (duas) oportunidades, decidiu que ela não suprimira o direito de recesso na incorporação¹. Posteriormente, a Autarquia alterou seu entendimento, por ter a referida lei suprimido

1 Ver as decisões do Colegiado da CVM proferidas nos Processos Administrativos CVM nºs 90/078-0, j. em 17.10.1991, e 90/1742-9, j. em 18.10.1991

o inciso VI do elenco taxativo das matérias que ensejam o direito de recesso do artigo 137². Os Tribunais, em 2 (duas) ocasiões, consagraram a tese de que a Lei nº 7.958/1989 não havia suprimido o direito de recesso em casos de incorporação, fusão e cisão de companhias³. Em seguida, o Tribunal de Justiça do Estado do Rio Grande do Sul entendeu que, no caso de incorporação, a “Lei Lobão” teria eliminado o direito de recesso⁴⁻⁵.

Em 1997, este artigo foi novamente alterado pela Lei nº 9.457. Trata-se de norma um tanto “solta” dentro do sistemático ordenamento da Lei das S.A. A Lei nº 9.457/1997 teve dentre seus objetivos principais, ao reformar em alguns aspectos a Lei das S.A., o de “flexibilizar” o direito de recesso, com 2 (duas) finalidades: (i) favorecer os processos de concentração empresarial das companhias nacionais, para permitir-lhes competir com as multinacionais; e (ii) reduzir o custo, para o Governo Federal, da privatização de empresas estatais concessionárias de serviços públicos, especialmente nos setores de telecomunicações e de geração e distribuição de energia elétrica. Para atingir tais fins, a reforma extinguiu, em determinadas hipóteses, o direito de recesso em companhias abertas, como, por exemplo, no caso da cisão. Ademais, permitiu que o valor do

2 Ver a decisão do Colegiado proferida no Processo Administrativo CVM nº 95/2358, Rel. Dir. Maria Isabel do Prado Bocater, j. em 02.05.1996.

3 Ver a decisão da 2ª Câmara Civil do Tribunal de Alçada do Estado de Minas Gerais, proferida nos autos da Apelação Cível nº 116.737-1, Rel. Des. José Brandão, j. em 21.08.1991 (publicada, com comentários de PAULO SALVADOR FRONTINI, na *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 86, abril-junho, 1992, p. 71-77), e da 7ª Câmara Civil do Tribunal de Alçada do Estado de Minas Gerais, proferida nos autos da Apelação Cível nº 187.636-4, Rel. Des. Jurema Brasil Marins, j. em 09.02.1995 (publicada, com comentários de MARIA LUCIA DE ARAUJO CINTRA, na *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 98, abril-junho, 1995, p. 79-84).

4 Ver a decisão da 5ª Câmara Cível do Tribunal de Justiça do Estado do Rio Grande do Sul, proferida nos autos da Apelação Cível nº 596.193.110, Rel. Des. Alfredo Guilherme Englert, j. em 26.12.1996.

5 NELSON EIZIRIK. *Reforma das S/A e do Mercado de Capitais*. 2ª edição, Rio de Janeiro: Renovar, 1998, p. 63 e seguintes.

reembolso fosse calculado não só com base no valor patrimonial das ações, mas também no seu valor econômico.

A Lei nº 9.457/1997, ao dar nova redação aos artigos 136 e 137 da Lei das S.A., manteve o direito de recesso ao acionista dissidente da deliberação de: (i) fusão da companhia; (ii) incorporação da companhia em outra; e (iii) participação em grupo de sociedades.

Visando a pôr fim às discussões decorrentes da “Lei Lobão”, a Lei nº 9.457/1997, em seu artigo 6º, revogou expressamente a Lei nº 7.958/1989 e deu nova redação ao artigo 230, suprimindo o direito de recesso na cisão. Posteriormente, a Lei nº 10.303/2001, ao dar nova redação ao *caput* e a alguns dos incisos do artigo 137, estabeleceu as regras hoje vigentes sobre o direito de recesso na incorporação, fusão e cisão. As mudanças no direito de recesso, de 1989 a 2001, constituem um reflexo de sua indevida utilização como instrumento de política econômica governamental: ora era “flexibilizado”, para atender a grupos empresariais e para reduzir os custos da privatização, ora era fortalecido, para incentivar o mercado de capitais e aumentar o valor das participações acionárias minoritárias do governo federal⁶.

Felizmente, após a reforma de 2001, com a promulgação da Lei nº 10.303, não houve novas modificações no regime legal do recesso acionário. Assim, de acordo com o inciso II do artigo 137, nas hipóteses de fusão da companhia, ou sua incorporação em outra, não terá direito de retirada o titular de ação de espécie ou classe que tenha liquidez e dispersão no mercado. Considera-se haver (i) liquidez das ações quando a espécie ou classe da ação, ou certificado que a represente, integra índice representativo de carteira de valores mobiliários admitido à negociação no mercado de valores mobiliários no Brasil ou no exterior, definido pela Comissão de Valores Mobiliários⁷; e (ii) dispersão quando o acionista

6 MODESTO CARVALHOSA e NELSON EIZIRIK. *A Nova Lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 263 e seguintes.

7 A Instrução CVM nº 565/2015, que dispõe sobre operações de fusão, cisão, incorporação e incorporação de ações envolvendo emissores de valores mo-

controlador, a sociedade controladora ou outras sociedades sob seu controle detiverem menos da metade da espécie ou classe de ação (artigo 137, inciso II, alíneas "a" e "b").

A redação do inciso II do artigo 137 deixa claro que os 2 (dois) critérios utilizados para efeito de negar o direito de recesso devem ser aferidos de forma cumulativa. O atendimento aos critérios de "liquidez" e "dispersão" das ações deve ser apurado em relação a cada classe ou espécie de ação, não em função do total das ações emitidas pela companhia. Assim, podem ocorrer situações em que, em decorrência de uma única deliberação da assembleia geral os acionistas titulares de uma espécie ou classe de ações não tenham direito de recesso, pois as ações de sua propriedade atendem, cumulativamente, aos parâmetros de liquidez e dispersão, enquanto que os detentores de outra espécie ou classe de ações emitidas pela mesma companhia farão jus ao referido direito, na medida em que as ações de sua titularidade não preenchem os aludidos requisitos legais.

Na cisão, em princípio, não há direito de recesso para o acionista dissidente, exceto se ela implicar: (i) mudança de objeto social da companhia, salvo se o patrimônio social for vertido para sociedade cuja atividade preponderante coincida com a decorrente do objeto social da cindida; (ii) redução do dividendo obrigatório; ou (iii) participação em grupo de sociedades. Tratam-se, na realidade, de hipóteses que ensejariam *de per se* o direito de recesso.

Na incorporação, nos termos da Lei das S.A. (artigos 136, inciso IV, e 137), somente os acionistas da sociedade incorporada têm direito de recesso. A não inclusão do acionista dissidente da incorporadora como legitimado ao exercício do direito de recesso constituiu um "cochilo" do legislador, uma vez que ele pode ter sua

biliários registrados na categoria A, estabeleceu no art. 9º que "a condição de liquidez prevista no art. 137, II, 'a', da Lei nº 6.404, de 1976, estará atendida quando a espécie ou classe de ação, ou certificado que a represente, integrar o índice Bovespa - IBOVSPA na data do aviso de fato relevante que anunciar a operação".

situação patrimonial tão afetada como a do acionista da incorporada, a depender da relação de troca prevista no protocolo. Tal situação pode ser corrigida no estatuto da companhia comprometida com saudáveis práticas de governança corporativa, prevendo o direito de recesso para o acionista que dissinta da deliberação de incorporar outra sociedade⁸. Na fusão, operação pouco praticada entre nós, os acionistas de todas as sociedades envolvidas podem exercer o direito de recesso, observado o disposto no inciso II do artigo 137.

Têm direito de recesso tanto os titulares de ações ordinárias como os titulares de ações preferenciais sem direito de voto ou com voto restrito (artigo 137, § 1º). Somente não estarão legitimados a exercer tal direito os acionistas que comparecerem à assembleia e votarem favoravelmente à deliberação de fusão ou incorporação (artigo 137, § 2º).

Tanto na fusão como na incorporação o acionista dissidente deve exercer o direito de recesso no prazo de 30 (trinta) dias, contados a partir da publicação da ata da assembleia que aprovar o protocolo ou justificação, os quais constituem documentos que devem ser apresentados obrigatoriamente à deliberação dos acionistas reunidos em assembleia geral extraordinária⁹. Trata-se de prazo decadencial, que não comporta suspensão ou interrupção; se o acionista não exercer o recesso no prazo legal decai do direito de retirada (artigo 137, § 4º).

Caso a operação de fusão ou incorporação não venha a efetivar-se, não haverá o pagamento do preço de reembolso. Podem as companhias envolvidas desistir da operação pela ocorrência de fatos posteriores à assembleia que a tornem inviável ou excessivamente onerosa. É o que pode ocorrer se o pagamento do preço de reembolso puser em risco a estabilidade financeira da companhia.

8 Ver os comentários ao art. 137 da Lei das S.A.

9 Ver os comentários aos arts. 224 e 225 da Lei das S.A.

Nesse caso, dependendo do número de acionistas que manifestarem o desejo de retirarem-se da companhia e do montante de recursos que ela despenderá para pagar-lhes o preço do reembolso, os órgãos de administração podem convocar assembleia geral para ratificar ou reconsiderar a deliberação (artigo 137, § 3º). Caso a assembleia delibere reconsiderar a decisão anterior favorável à operação, ela não se realizará e o pagamento do reembolso não mais será devido.

DIREITOS DOS DEBENTURISTAS

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

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

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

A debênture confere ao seu titular um direito de crédito contra a companhia emissora, cujas condições estão estipuladas na escritura de emissão e no certificado, se houver. Trata-se, o negócio jurídico de debênture, de um mútuo, de natureza especial, em que a quantia mutuada é dividida em frações, correspondentes ao número de debêntures subscritas. Embora a emissão de debêntures constitua um débito uno, este é fracionado em títulos que conferem aos seus titulares, os debenturistas, direitos autônomos. Assim, a cada titular cabe um direito singular frente à companhia emissora, na proporção do valor com que tal fração concorre para o mútuo formado pela comunhão dos debenturistas. Ademais, a debênture é considerada

um valor mobiliário que, quando emitido por companhia aberta, pode ser negociado no mercado de capitais¹.

A operação de incorporação, fusão ou cisão acarreta uma novação subjetiva, uma vez que a sociedade emissora das debêntures é substituída, em sua posição de devedora, pela sucessora²⁻³. Ocorre, como consequência da operação, a criação de novo vínculo obrigacional com a sociedade sucessora.

A distinção entre o crédito dos debenturistas e o dos demais credores, disciplinada nos artigos 232 e 233, decorre do fato de ser o primeiro uno, já que a comunhão constitui órgão previsto na Lei das S.A. (artigo 71). Como o crédito debenturístico constitui um débito único da emissora, embora fracionado entre os debenturistas, aplica-se o instituto da novação. Ainda que a norma mencione a necessidade de “prévia aprovação” da operação de incorporação, fusão ou cisão por parte dos debenturistas, na realidade, a análise do seu mérito não lhes compete, uma vez que são credores, não acionistas da sociedade. Com efeito, não têm os debenturistas legítimo interesse para aprovar ou não a operação, de natureza tipicamente patrimonial, operada no âmbito dos sócios da sociedade envolvida, os únicos que deliberam sobre o seu mérito⁴.

Na fusão, cisão ou incorporação, os debenturistas, reunidos em assembleia, têm competência para aprovar ou não a novação subjetiva que ela acarretará, o novo vínculo obrigacional com a sociedade sucessora, não a operação propriamente dita. Sua aprovação

1 Ver os comentários ao art. 52 da Lei das S.A.

2 O Código Civil, no art. 360, assim dispõe: “Art. 360. *Dá-se a novação: I – quando o devedor contrai com o credor nova dívida para extinguir e substituir a anterior; II – quando o novo devedor sucede ao antigo, ficando este quite com o credor; III – quando, em virtude de obrigação nova, outro credor é substituído ao antigo, ficando o devedor quite com este”.*

3 Em sentido contrário ver JOSÉ WALDECY LUCENA. *Das Sociedades Anônimas. Comentários à Lei*. v. 3, Rio de Janeiro: Renovar, 2012, p. 576, que entende tratar-se de sucessão, e não de novação.

4 MODESTO CARVALHOSA. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. v. 4, t. I, 5ª edição, São Paulo: Saraiva, 2011, p. 354.

é indispensável, pois não pode ocorrer novação sem a concordância desse credor. Assim, o efeito prático é o mesmo, uma vez que os debenturistas têm competência para rejeitar a novação; ainda que não possam desaprovar a operação em seu mérito, poderão impedir a sua realização.

A aprovação ou não da novação subjetiva será deliberada em assembleia especial dos debenturistas, que tem por base a formação da vontade da comunhão dos titulares das debêntures. A assembleia pode ser convocada (i) pelo agente fiduciário; (ii) pela companhia emissora; (iii) por debenturistas que representem no mínimo 10% (dez por cento) dos títulos em circulação; e (iv) pela Comissão de Valores Mobiliários (artigo 71, § 1º). A assembleia instala-se, em 1ª convocação, com a presença de debenturistas que representem, pelo menos, a metade das debêntures em circulação, e, em 2ª convocação, com qualquer número. A aprovação da novação subjetiva, que importa modificação nas condições das debêntures, uma vez que há substituição do devedor original, requer o consentimento da maioria dos debenturistas presentes à assembleia, se maior número não for previsto na escritura de emissão⁵⁻⁶.

O artigo estabelece 2 (duas) possibilidades: (i) a sociedade emissora promete, no protocolo, resgatar os títulos dos debenturistas que assim o desejarem, no prazo mínimo de 6 (seis) meses a contar da publicação das atas das assembleias que deliberaram a operação, caso em que, na cisão, a cindida e as sociedades que absorverem parcela de seu patrimônio responderão solidariamente pelo resgate, hipótese em que não é necessária a realização da assembleia de debenturistas; ou (ii) a sociedade emissora submete-se à deliberação

5 Ver os comentários ao art. 71 da Lei das S.A.

6 Em sentido contrário, entendendo ser necessário o consentimento unânime dos debenturistas, ver a decisão da 4ª Turma do Superior Tribunal de Justiça, proferida nos autos do Recurso Especial nº 303.825-SP, Rel. Min. Ruy Rosado de Aguiar, j. em 19.06.2001, publicada no DJU em 29.10.2001; e JOSÉ EDWALDO TAVARES BORBA. *Das Debêntures*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 147-148.

da comunhão dos debenturistas, que pode ser de resgate total das debêntures, antes de ser consumada a operação, ou de aprovação da novação subjetiva, caso em que não haverá solidariedade.

Na primeira hipótese, observa-se que, tendo a companhia assegurado aos debenturistas o resgate de seus títulos, durante o prazo mínimo de 6 (seis) meses estipulado na Lei, ainda que nenhum deles opte pelo resgate, não há necessidade de aprovação da operação pela assembleia de debenturistas. Presume-se, desse modo, que todos concordam com a operação⁷.

DIREITOS DOS CREDORES NA INCORPORAÇÃO OU FUSÃO

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

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

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

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

7 Nesse sentido, FRAN MARTINS. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. 4ª edição, Rio de Janeiro: Forense, 2010, p. 962; e JOSÉ WALDECY LUCENA. *Das Sociedades Anônimas. Comentários à Lei*. v. 3, Rio de Janeiro: Renovar, 2012, p. 573.

Diversamente dos debenturistas, que são credores de débito uno da sociedade, os demais credores apresentam títulos diversos, não havendo entre eles comunhão que possa manifestar sua vontade diante da operação de incorporação ou fusão (artigo 231).

No caso da incorporação (artigo 227), a incorporadora sucede a incorporada em todos os seus direitos e obrigações. Na fusão (artigo 228), a sociedade resultante da operação igualmente sucede as fundidas em todos os seus direitos e obrigações. Há, em tais operações, sucessão universal, ou seja, mudança na posição de titular de uma universalidade, de um conjunto de direitos e obrigações. A sucessora passa a ser sujeito ativo e passivo de todos os direitos do patrimônio da sucedida.

É o fato de ocorrer sucessão universal que assegura a extinção sem liquidação da sociedade incorporada ou fundida, em princípio, sem prejuízo de seus credores, uma vez que a sucessora substitui a sucedida em toda e qualquer obrigação, conhecida ou não¹.

Na prática, é bastante comum que os credores manifestem preocupação com a operação, pois a sociedade frente à qual detinham créditos pode, por exemplo, ser incorporada por outra com menor higidez financeira, caso em que a sucessão pode lhes ser prejudicial. Assim, é usual a inserção, em contratos de mútuo, de cláusula estabelecendo que o mutuário não pode aprovar fusão, incorporação ou mesmo cisão sem autorização do credor, sob pena de vencimento integral da sua obrigação.

A opção legislativa foi por não submeter a operação à aprovação dos credores, o que poderia impedir movimentações patrimoniais legítimas por parte das sociedades. Com efeito, muitas operações necessárias seriam frustradas caso fossem submetidas à aprovação dos credores, que poderiam, inclusive, condicioná-la à obtenção de

1 JOSÉ LUIZ BULHÕES PEDREIRA, "Incorporação, Fusão e Cisão". In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). *Direito das Companhias*. v. II, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1.770.

vantagens. Ademais, a deliberação sobre operações de tal natureza é de competência exclusiva dos acionistas.

A finalidade da norma, ao assegurar ao credor anterior à operação que por ela é prejudicado o direito de pleitear a sua anulação, é de reposição subjetiva do devedor e do negócio creditício ao estado em que se encontravam antes da fusão ou incorporação².

Assim, a Lei das S.A. estabelece procedimento mediante o qual o credor, embora não possa impedir a realização da operação, tem legitimidade para pleitear a sua anulação se provar que está sendo prejudicado. O direito de oposição cabe a todos os credores das sociedades fusionadas, assim como aos da incorporadora e incorporada. Caso, na incorporação, apenas os credores da incorporada tivessem o direito de se opor, estar-se-ia permitindo que as sociedades envolvidas escolhessem qual deveria ser incorporada com vistas a reduzir as possibilidades de os credores anularem a operação.

O prazo para que o credor anterior à operação e por ela prejudicado possa pleitear judicialmente a sua anulação é, nos termos do *caput*, de 60 (sessenta) dias, contados da publicação da ata da assembleia geral que delibera aprovar a fusão ou a incorporação; trata-se de prazo de decadência, que não pode ser objeto de interrupção nem de suspensão.

O credor deve demonstrar que está sendo prejudicado com a operação, isto é, que seu crédito tem menores possibilidades de ser cobrado, ou porque foram reduzidas as garantias, ou porque o patrimônio da sociedade sucessora é inferior ao da sucedida. O "prejuízo" a que se refere o *caput* não é real, mas potencial, consistente na diminuição da capacidade da sucessora de honrar o débito. Não se cogita da realização de atos ilícitos, mas de operação que, por qualquer forma, afeta a possibilidade de o credor receber o que lhe é devido.

2 MODESTO CARVALHOSA. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. v. 4, t. I, 5ª edição, São Paulo: Saraiva, 2011, p. 336.

Dessa forma, não basta que o credor se sinta prejudicado, uma vez que não lhe cabe opor-se à operação, que pode ser necessária às sociedades envolvidas, de forma imotivada, cumprindo ao julgador exercer prudente análise dos motivos do credor descontente³.

Se o credor manifestar judicialmente sua oposição, a sociedade pode depositar a importância cobrada em juízo, cessando o direito do credor de prosseguir na ação de anulação da operação. Nada impede que o credor cumule o pedido de anulação com o de perdas e danos, se demonstrar a ocorrência de ato ilícito de alteração das cláusulas ou das garantias de seu crédito, sem prejuízo, se houver sido estipulada cláusula penal, da cobrança de valores previstos a título de multa pela inobservância do contrato.

Caso a dívida seja ilíquida, isto é, não se saiba exatamente qual o seu valor, a sociedade pode, nos termos do § 2º, depositar garantia, hipótese em que fica suspenso o processo de anulação da operação para a discussão do débito. Assim, o credor passa a ter a garantia do pagamento do seu crédito e a sociedade fica resguardada dos efeitos de uma declaração de nulidade da operação.

Conforme o § 3º, se ocorrer, dentro dos 60 (sessenta) dias, a falência da sociedade incorporadora ou da nova sociedade resultante da fusão, o credor anterior à operação pode pedir a separação dos patrimônios, para que os créditos sejam pagos pelos bens das respectivas massas falidas.

A norma decorre do fato de que o credor não contratou com a incorporadora nem com a sociedade resultante da fusão, mas sim com a sociedade que “desapareceu”. Por isso, ele tem o prazo de 60 (sessenta) dias para decidir se aceita o novo devedor ou se pede a separação dos patrimônios.

Embora o *caput* refira-se a credor “prejudicado”, no caso de falência qualquer credor pode requerer que seja realizada a separa-

ção dos patrimônios, para que seu crédito seja pago pelos bens da respectiva massa. Se o credor deixar escoar o prazo de 60 (sessenta) dias sem pleitear a separação dos patrimônios, presume-se que concordou com a operação, cabendo-lhe apenas habilitar-se na falência⁴.

DIREITOS DOS CREDORES NA CISÃO

“Art. 233. Na cisão com extinção da companhia cindida, as sociedades que absorverem parcelas do seu patrimônio responderão solidariamente pelas obrigações da companhia extinta. A companhia cindida que subsistir e as que absorverem parcelas do seu patrimônio responderão solidariamente pelas obrigações da primeira anteriores à cisão.

Parágrafo único. O ato de cisão parcial poderá estipular que as sociedades que absorverem parcelas do patrimônio da companhia cindida serão responsáveis apenas pelas obrigações que lhes forem transferidas, sem solidariedade entre si ou com a companhia cindida, mas, nesse caso, qualquer credor anterior poderá se opor à estipulação, em relação ao seu crédito, desde que notifique a sociedade no prazo de 90 (noventa) dias a contar da data da publicação dos atos da cisão.”

A proteção aos credores na cisão constitui matéria complexa, pela própria natureza da operação, que acarreta a divisão do patrimônio original da sociedade devedora. Com a operação, o credor fica diante de um novo patrimônio a garantir a dívida, resultante da segmentação daquele existente ao tempo em que contratou com a sociedade.

No Direito Comparado, a Sexta Diretiva 82/891/CEE do Conselho das Comunidades Europeias, de 17 de dezembro de

3 IAN MUNIZ e ADRIANO CASTELLO BRANCO. *Fusões e Aquisições - Aspectos Fiscais e Societários*. São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 143.

4 FRAN MARTINS. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. 4ª edição, atualizada por Roberto Papini, Rio de Janeiro: Forense, 2010, p. 965.

1982, determinou aos Estados membros que adotassem um adequado sistema de proteção aos credores, permitindo-lhes optar por um dos 3 (três) modelos de tutela. O primeiro desdobra-se em 2 (duas) vertentes: (i) o direito de obter garantias adequadas antes da deliberação de cisão, sempre que a situação financeira das sociedades envolvidas tornem essa proteção necessária; e (ii) uma vez realizada a operação, responsabilidade solidária, mas subsidiária, das sociedades beneficiárias pelas dívidas da cindida, podendo essa responsabilidade ser limitada ao ativo líquido de cada uma delas. O segundo modelo consiste na responsabilidade solidária e ilimitada da sociedade beneficiária pelas dívidas da cindida, transmitidas na cisão. O terceiro modelo consiste em combinação dos 2 (dois) anteriores: o direito de obter garantias adequadas e responsabilidade solidária das sociedades beneficiárias, com a possibilidade de limitar tal responsabilidade ao ativo líquido transmitido para cada uma delas¹.

Na cisão, a sociedade cindida transfere parcela de seu patrimônio para 1 (uma) ou mais sociedades já existentes ou constituídas para esse fim. Ocorrendo a versão integral de seu patrimônio, opera-se a extinção da cindida. Se a versão de seu patrimônio for parcial, divide-se o capital da cindida, que continua a existir.

A formação do capital – se as sucessoras forem sociedades novas – ou o seu aumento – tratando-se de sociedades preexistentes – ocorre mediante a versão do patrimônio da cindida. Na cisão, seja total ou parcial, apesar de não haver a transferência integral do patrimônio da sociedade cindida, a transmissão opera-se a título universal em relação à parcela cindida, tendo em vista que ocorre em consequência de um único ato. Trata-se de sucessão universal *pro quota* da parcela cindida².

¹ JOANA VASCONCELOS. *A Cisão de Sociedades*. Lisboa: Universidade Católica Editora, 2001, p. 181 e seguintes.

² Sobre esse assunto, JOANA VASCONCELOS. *A Cisão de Sociedades...*, p. 248, observa que: “Voltando à cisão, e tendo presente que o que define a sucessão

distingue a sucessão a título singular da sucessão universal, por força da primeira, transmitem-se relações jurídicas que são antes consideradas. Vale dizer, para cada relação jurídica deve ser praticado um ato específico capaz de promover a transmissão do direito ou obrigação correspondente. Na sucessão universal, ao contrário, opera-se a transmissão, por um único ato, de uma universalidade de direitos, isto é, de um complexo de relações jurídicas ativas e passivas encaradas como um todo e ao qual o ordenamento confere um caráter unitário³. Assim, a sucessão universal é aquela que tem por objeto uma universalidade de direito, a qual pode não ser formada por todo o patrimônio do sucedido⁴⁻⁵.

Visando à proteção dos credores, a Lei das S.A. consagra o regime da solidariedade com relação às obrigações da cindida,

universal é a transmissão de um conjunto de direitos como globalidade, como efeito unitário de um determinado facto, com a inerente superação do princípio da especialidade, são vários os indícios que no regime do CSC permitem sustentar ser essa a natureza da transmissão operada pela cisão, tanto pela cisão total, como pela cisão parcial, à luz da noção supra apresentada de sucessão universal limitada quanto ao objecto, ou se preferir, pro quota”.

³ As universalidades de direito estão definidas no art. 91 do Código Civil como “o complexo de relações jurídicas, de uma pessoa, dotadas de valor econômico”. O patrimônio, por consistir justamente no conjunto de relações ativas e passivas de uma pessoa, constitui um dos exemplos mais comuns de universalidade de direito.

⁴ Sobre esse assunto, LUIZ GASTÃO PAES DE BARROS LEAES, “Aquisição de Ativos e Assunção de Passivos Empresariais”. In: *Pareceres*. v. 2, São Paulo: Singular, 2004, p. 858, observa que: “Advirta-se ainda que a sucessão universal se distingue da sucessão particular não por razões quantitativas, mas por razões qualitativas. A sucessão universal não se dá apenas quando o sucessor recebe do autor uma pluralidade de relações jurídicas, mas quando recebe essa pluralidade encarada como um complexo unificado, ou seja, como uma universalidade (pois é como universalidade que o Código Civil, art. 57, define o patrimônio). A sucessão universal significa, portanto, *sucessio in universitatem*, no que se contrapõe à sucessão particular, que significa *sucessio in singula res*, pois diz respeito não ao patrimônio como um todo, em sua configuração complexiva e unitária, mas aos elementos positivos ou negativos desse patrimônio, que dele se destacam para serem transferidos”.

⁵ NELSON EIZIRIK, “Transferência de Plano de Benefícios Previdenciários. Sucessão Universal nos Direitos e Obrigações Integrantes do Patrimônio do Plano. Patrimônio de Afetação”. In: Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik. *Estudos de Direito Empresarial*. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 555-578.

1982, determinou aos Estados membros que adotassem um adequado sistema de proteção aos credores, permitindo-lhes optar por um dos 3 (três) modelos de tutela. O primeiro desdobra-se em 2 (duas) vertentes: (i) o direito de obter garantias adequadas antes da deliberação de cisão, sempre que a situação financeira das sociedades envolvidas tornem essa proteção necessária; e (ii) uma vez realizada a operação, responsabilidade solidária, mas subsidiária, das sociedades beneficiárias pelas dívidas da cindida, podendo essa responsabilidade ser limitada ao ativo líquido de cada uma delas. O segundo modelo consiste na responsabilidade solidária e ilimitada da sociedade beneficiária pelas dívidas da cindida, transmitidas na cisão. O terceiro modelo consiste em combinação dos 2 (dois) anteriores: o direito de obter garantias adequadas e responsabilidade solidária das sociedades beneficiárias, com a possibilidade de limitar tal responsabilidade ao ativo líquido transmitido para cada uma delas¹.

Na cisão, a sociedade cindida transfere parcela de seu patrimônio para 1 (uma) ou mais sociedades já existentes ou constituídas para esse fim. Ocorrendo a versão integral de seu patrimônio, opera-se a extinção da cindida. Se a versão de seu patrimônio for parcial, divide-se o capital da cindida, que continua a existir.

A formação do capital – se as sucessoras forem sociedades novas – ou o seu aumento – tratando-se de sociedades preexistentes – ocorre mediante a versão do patrimônio da cindida. Na cisão, seja total ou parcial, apesar de não haver a transferência integral do patrimônio da sociedade cindida, a transmissão opera-se a título universal em relação à parcela cindida, tendo em vista que ocorre em consequência de um único ato. Trata-se de sucessão universal *pro quota* da parcela cindida².

1 JOANA VASCONCELOS. *A Cisão de Sociedades*. Lisboa: Universidade Católica Editora, 2001, p. 181 e seguintes.

2 Sobre esse assunto, JOANA VASCONCELOS. *A Cisão de Sociedades...*, p. 248, observa que: “Voltando à cisão, e tendo presente que o que define a sucessão

O que distingue a sucessão a título singular da sucessão universal é que, por força da primeira, transmitem-se relações jurídicas individualmente consideradas. Vale dizer, para cada relação jurídica transferida, deve ser praticado um ato específico capaz de promover a transmissão do direito ou obrigação correspondente. Na sucessão universal, ao contrário, opera-se a transmissão, por um único ato, de uma universalidade de direitos, isto é, de um complexo de relações jurídicas ativas e passivas encaradas como um todo e ao qual o ordenamento confere um caráter unitário³. Assim, a sucessão universal é aquela que tem por objeto uma universalidade de direito, a qual pode não ser formada por todo o patrimônio do sucedido^{4,5}.

Visando à proteção dos credores, a Lei das S.A. consagra o regime da solidariedade com relação às obrigações da cindida,

universal é a transmissão de um conjunto de direitos como globalidade, como efeito unitário de um determinado facto, com a inerente superação do princípio da especialidade, são vários os indícios que no regime do CSC permitem sustentar ser essa a natureza da transmissão operada pela cisão, tanto pela cisão total, como pela cisão parcial, à luz da noção supra apresentada de sucessão universal limitada quanto ao objecto, ou se preferir, pro quota”.

3 As universalidades de direito estão definidas no art. 91 do Código Civil como “o complexo de relações jurídicas, de uma pessoa, dotadas de valor econômico”. O patrimônio, por consistir justamente no conjunto de relações ativas e passivas de uma pessoa, constitui um dos exemplos mais comuns de universalidade de direito.

4 Sobre esse assunto, LUIZ GASTÃO PAES DE BARROS LEAES, “Aquisição de Ativos e Assunção de Passivos Empresariais”. In: *Pareceres*. v. 2, São Paulo: Singular, 2004, p. 858, observa que: “Advirta-se ainda que a sucessão universal se distingue da sucessão particular não por razões quantitativas, mas por razões qualitativas. A sucessão universal não se dá apenas quando o sucessor recebe do autor uma pluralidade de relações jurídicas, mas quando recebe essa pluralidade encarada como um complexo unificado, ou seja, como uma universalidade (pois é como universalidade que o Código Civil, art. 57, define o patrimônio). A sucessão universal significa, portanto, *successio in universitatem*, no que se contrapõe à sucessão particular, que significa *successio in singula res*, pois diz respeito não ao patrimônio como um todo, em sua configuração complexiva e unitária, mas aos elementos positivos ou negativos desse patrimônio, que dele se destacam para serem transferidos”.

5 NELSON EIZIRIK, “Transferência de Plano de Benefícios Previdenciários. Sucessão Universal nos Direitos e Obrigações Integrantes do Patrimônio do Plano. Patrimônio de Afetação”. In: Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik. *Estudos de Direito Empresarial*. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 555-578.

para evitar que seus direitos sejam modificados. As normas sobre solidariedade nas obrigações da cindida, na cisão total ou na cisão parcial, objetivam assegurar que as obrigações da cindida continuem garantidas por todo o patrimônio existente no momento da cisão⁶.

Na cisão total, as sociedades que absorvem parcelas do patrimônio da cindida sucedem-na nos direitos e obrigações integrantes da parcela cindida, nas proporções dos patrimônios líquidos transferidos em cada parcela, bem como nos direitos e obrigações da cindida não relacionados no ato da cisão, sem prejuízo da solidariedade de que trata o *caput*.

Na cisão parcial, em princípio, a companhia cindida e as sociedades que absorvem parcela de seu patrimônio respondem pelas suas obrigações. Porém, nos termos do parágrafo único, admite-se na cisão parcial que as sociedades que absorvem parcelas do patrimônio da cindida sejam responsáveis apenas pelas obrigações que lhes forem transferidas, sem solidariedade entre elas ou com a companhia cindida. A cláusula de exclusão da solidariedade deve ser expressa, não deixando qualquer margem a dúvidas, uma vez que a regra é a solidariedade, para a tutela dos credores⁷. Assim, existindo dúvida sobre a extensão da estipulação, prevalece a solidariedade.

Havendo cláusula de exclusão da solidariedade, qualquer credor anterior à cisão poderá opor-se, com relação a seu crédito, notificando a companhia no prazo de 90 (noventa) dias contados da data de publicação da ata da assembleia que aprovou a cisão. No silêncio do credor, presume-se a sua aceitação tácita da inexistência de solidariedade.

6 JOSÉ LUIZ BULHÕES PEDREIRA, "Incorporação, Fusão e Cisão". In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). **Direito das Companhias**. v. II, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1.772; LUIZ GASTÃO PAES DE BARROS LEAES, "Cessão e Solidariedade em Cisão de Empresa". In: **Pareceres**. v. 2, São Paulo: Singular, 2004, p. 921-922.

7 Decisão da 9ª Câmara do Tribunal de Justiça do Estado do Paraná proferida nos autos da Apelação Cível nº 173.669-4, Rel. Des. Maria Cecconi, j. em 06.10.2005.

A palavra "oposição", constante do parágrafo único, não significa que seja ela prévia e que possa impedir a cisão, mas apenas a cláusula de exclusão da solidariedade; trata-se, portanto, de impugnação ou reclamação, fundada na premissa de que o credor não está obrigado a aceitar a ausência de solidariedade quando é prejudicado em suas garantias⁸.

A oposição deve ser manifestada pelo credor mediante notificação judicial ou por meio do oficial do Registro de Títulos e Documentos para produzir todos os seus efeitos. Não há necessidade de notificação judicial, bastando que haja certeza quanto ao fato – oposição do credor – e que tenha ela chegado em tempo hábil ao seu destinatário. A manifestação do credor, no caso, é ato negocial, consistente na recusa de consentir na assunção de dívida sem que se mantenha a solidariedade entre a cindida (cedente) e a sociedade resultante da cisão (cessionária) de seu crédito⁹.

Quando ocorre a cisão incorporação, ou seja, quando a sociedade que absorve parcela do patrimônio da cindida já existia, prevalecem as regras aplicáveis à incorporação, conforme o disposto no § 3º do artigo 229. Na hipótese, não é válida a cláusula de exclusão de solidariedade. Ademais, o credor prejudicado com a operação pode pleitear judicialmente a sua anulação¹⁰.

8 WALDIRIO BULGARELLI. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas (Artigos 166 a 174 e 201 a 234)**. São Paulo: Saraiva, 1978, p. 203.

9 ARNOLDO WALD, "Da Responsabilidade Solidária na Cisão e da Notificação às Empresas Devedoras", **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo: Malheiros, v. 111, julho-setembro, 1998, p. 52 e seguintes. No mesmo sentido, decisão da 3ª Turma do Superior Tribunal de Justiça, proferida nos autos do Recurso Especial nº 15078-RJ, Rel. Min. Cláudio Santos, j. em 13.03.1995, publicada no DJU em 08.05.1995.

10 Ver os comentários ao art. 232 da Lei das S.A.

AVERBAÇÃO DA SUCESSÃO

"Art. 234. A certidão, passada pelo registro do comércio, da incorporação, fusão ou cisão, é documento hábil para a averbação, nos registros públicos competentes, da sucessão, decorrente da operação, em bens, direitos e obrigações."

Os atos relativos às operações de incorporação, fusão e cisão devem ser arquivados no Registro Público de Empresas Mercantis e publicados no Diário Oficial e em jornal de grande circulação para que possam produzir efeitos perante terceiros (artigos 227, § 3º, 228, § 3º, e 229, § 4º). Havendo na operação constituição de nova sociedade, o registro examinará a observância das normas legais aplicáveis¹.

Os efeitos do arquivamento ou registro das alterações contratuais decorrentes da operação de incorporação, fusão ou cisão retroagem à data da lavratura do ato, desde que apresentados ao Registro Público de Empresas Mercantis dentro de 30 (trinta) dias².

Uma vez registrados tais atos, a certidão da Junta Comercial pode ser averbada nos registros públicos competentes, constituindo documento hábil para operar a sucessão em bens, direitos e obrigações para a incorporadora, a sociedade resultante da fusão ou da cisão. Tal providência - averbação nos registros públicos competentes - é de especial relevância com relação aos débitos fiscais, trabalhistas e previdenciários, pois opera a sucessão para a nova sociedade.

O arquivamento das alterações societárias verificadas na operação perante a Junta Comercial não tem natureza constitutiva; sua função é de fazer com que tais atos possam produzir efeitos perante terceiros, não podendo, a sua falta, ser oposta pela companhia diante de terceiros de boa fé³.

1 Ver os comentários ao art. 97 da Lei das S.A.

2 O art. 36 da Lei nº 8.934/1994, que dispõe sobre o Registro Público de Empresas Mercantis e atividades afins, assim estabelece: "*Os documentos referidos no inciso II do art. 32 deverão ser apresentados a arquivamento na junta, dentro de 30 (trinta) dias contados de sua assinatura, a cuja data retroagirão os efeitos do arquivamento; fora desse prazo, o arquivamento só terá eficácia a partir do despacho que o conceder*".

3 Ver os comentários ao art. 135 da Lei das S.A.