

**DANIEL KALANSKY PONCZEK**

**DIREITO DE RECESSO E VALOR JUSTO COMO  
PROTEÇÃO DO INVESTIDOR: A REFORMA NECESSÁRIA**

TESE DE DOUTORADO

Orientador: Professor Associado Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO**

**FACULDADE DE DIREITO**

**SÃO PAULO - SP**

**2020**

**DIREITO DE RECESSO E VALOR JUSTO COMO  
PROTEÇÃO DO INVESTIDOR: A REFORMA NECESSÁRIA**

Tese de Doutorado submetida à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como requisito parcial para a obtenção do título de Doutor em Direito na área de concentração Direito Comercial, sob a orientação do Professor Associado Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa.

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO**

**FACULDADE DE DIREITO**

**SÃO PAULO - SP**

**2020**

**Catálogo na Publicação**  
**Serviço de Processos Técnicos da Biblioteca da**  
**Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo**

---

Kalansky, Daniel

O Direito de Recesso e Valor Justo como Proteção do Investidor: A Reforma Necessária / Daniel Kalansky – São Paulo, 2020.

Tese (Doutorado) – Programa de Pós-Graduação em Direito. Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2020.

Orientador: Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa

1. Direito de Recesso na Sociedade Anônima. 2. Valor Justo. 3. Proteção do acionista minoritário. 4. Critérios de Avaliação. 5. Reforma da Lei das S.A. I. Verçosa, Haroldo Malheiros Duclerc, orient. II. Título

---

*Cuando creíamos tener  
todas las respuestas, de pronto se  
cambiaron las preguntas  
(Mario Benedetti)*

## AGRADECIMENTOS

Ao Professor Haroldo Verçosa, por ter aceitado me orientar, desde o meu mestrado até o doutorado. Foi um professor que confiou na minha capacidade acadêmica e pôde contribuir de forma muito produtiva em todas as belíssimas discussões que tivemos, em grande parte dos temas do direito comercial. Sempre uma alegria enorme poder tomar um café no seu prazeroso *home office*.

Aos Professores José Alexandre Tavares Guerreiro e Francisco Satiro, por sempre ajudarem a nos orientarmos nos grandes temas de direito societário. Graças a suas boas iniciativas, passamos uma semana na Columbia University, em New York, oportunidade em que tivemos aulas bem proveitosas com excelentes professores. Foi possível discutir importantes temas do direito societário, principalmente sobre *appraisal rights* e *class actions*. Foi uma oportunidade única de conversar e ter um intercâmbio acadêmico com os professores Joshua Mitts e Merrit B. Fox.

Foi a aula do professor Joshua Mitts, com base no seu texto *Asking the right question: the Statutory Right of Appraisal and Efficient Markets*, escrito em coautoria com o professor Jonathan Macey, que me fez refletir sobre o tema do valor do recesso no direito brasileiro e produzir a presente tese. Não tive outra escolha senão, depois dessas aulas, mudar meu tema, cujo desenvolvimento já estava na sua metade, para tratar desse assunto que despertou curiosidade, vontade e dúvidas – três características fundamentais para produzir um trabalho de doutorado. Devo agradecer ao meu orientador, que concordou com a alteração, permitindo tratar desse tema que tanto despertava curiosidade. O outro tema, que estava pela metade, quem sabe não virá em um pós-doutorado.

Agradeço também ao meu sócio Eli Loria, que, com sua grande experiência e anos na Comissão de Valores Mobiliários, permitiu que a sua prática ajudasse na reflexão sobre tema. Foi um grande incentivador para cursar o doutorado. Disse a ele que, com quatro filhos, seria impossível, mas ele me deu as dicas e os caminhos para essa empreitada.

Não poderia também deixar de mencionar a minha colega de escritório Nadja Nogueira, que me ajudou bastante nas discussões. Sua vontade de discutir temas novos fez que nossos debates chegassem a boas conclusões. É impressionante sua curiosidade

pelo direito societário, que, com perguntas instigantes, fez o trabalho se refinar cada vez mais.

A minha família e principalmente minha esposa, Tamara. Apesar de ela ser decoradora de interiores, eu pedia sua ajuda para ler alguns artigos da Lei das S.A. em que estava com dúvidas. Certamente fez porque gosta de mim, uma vez que decorar apartamentos deve ser muito mais interessante que discutir direito de recesso. Agradeço também a meus pais, Jaime e Doris, que sempre incentivaram os estudos. O fato de o meu pai ser contador ajudou bastante nas minhas discussões sobre critérios de avaliação no direito de recesso.

E, por fim, aos meus filhos, Rafael, Sharon, Mauricio e Rony, que sempre me perguntavam se já tinha terminado o doutorado, quando ainda estava no seu começo. Pelo menos estão crescendo sabendo o que é um doutorado, e, melhor ainda, o conceito de esforço.

## RESUMO

Kalansky, Daniel. *Direito de Recesso e Valor Justo como Proteção do Investidor: A Reforma Necessária* (233 p.). Tese de Doutorado em Direito Comercial: Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2020.

Este trabalho parte da seguinte indagação: qual seria o melhor critério de avaliação para calcular o reembolso para fins de recesso do acionista minoritário dissidente de uma sociedade por ações?

A análise partiu da constatação de que a atual Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404 de 1976), conforme entendimento majoritário, fixa como método de cálculo o patrimônio líquido contábil, quando o estatuto social não determina que outro seja aplicado. Contudo o método nem sempre reflete o valor justo da companhia, o que faz com que ao acionista seja ofertado um valor irrisório.

Para estudar esse tema, começou-se por analisar a origem e os propósitos para os quais o recesso foi criado. Em seguida, analisaram-se os métodos de cálculo disponíveis para avaliar uma companhia. Estudou-se, também, a maneira como o reembolso é calculado nos Estados Unidos da América e na Itália. Com esse arcabouço teórico, analisou-se o direito brasileiro e, ao final, delineou-se como seria o valor de reembolso ideal.

Concluimos pela necessidade de uma reforma legislativa de forma a prever que o valor do recesso deve dar-se obrigatoriamente pelo valor justo e, assim, oferecer proteção ao acionista minoritário e fomentar o mercado de capitais.

**Palavras-chave:** Direito de Recesso. Direito de Retirada. Reembolso. Direito Essencial do Acionista. Sociedade Anônima. Valor Justo. Proteção do acionista minoritário. Critérios de Avaliação.

## ABSTRACT

Kalansky, Daniel. *Appraisal Right and Fair Value as Investor Protection: The Needed Reform* (233 p). Doctorate Thesis: School of Law, University of São Paulo, São Paulo, 2020.

This thesis focuses on the following question: what would be the best valuation method to determine the value the shares of a company in an appraisal procedure?

The current Brazilian Corporate Law (Law n° 6.404 of 1976) sets the book value as the standard method to define the share value. Companies may adopt a different method in their corporate contract; however, few have done so. This method does not reflect the company's inherent value, which means that the shareholder is not offered a fair value.

To answer this question, we started by analyzing the origin and the purposes for which the appraisal right was created. Then, the valuations methods available to appraise a company were analyzed. We also studied how the value of the shares is calculated in the United States of America and Italy. With this theoretical framework, Brazilian law was analyzed and, at the end, what the ideal reimbursement value would be was outlined.

We concluded that an amendment in our Corporate Law is essential to establish the fair value as a mandatory rule to obtain the payment for the dissenting shareholder for the purposes of protection for the minority shareholders and to foster the capital market.

**Keywords:** Appraisal Right. Appraisal Remedy. Right to Dissent. Reimbursement. Essential Right of the Shareholder. Corporate Law. Fair Value. Protection for the Minority Shareholders. Valuation Methods.



## RIASSUNTO

Kalansky, Daniel. *Diritto di Recesso e Valore Equo come Protezione degli Investitori: La Riforma Necessaria* (233 p.). Tesi di Dottorato: Facoltà di Giurisprudenza, Università di São Paulo, São Paulo, 2020.

Questa tesi si concentra sulla seguente domanda: quale sarebbe il modo migliore per valutare le azioni di una società in una procedura di valutazione?

L'attuale legge societaria brasiliana (legge n. 6.404 del 1976) fissa il patrimonio netto come metodo di valutazione delle azioni. Le società possono adottare un metodo diverso nel loro contratto aziendale; tuttavia, pochi l'hanno fatto. Questo metodo non riflette il valore intrinseco della società, il che significa che all'azionista viene offerto un importo trascurabile.

Per rispondere a questa domanda, abbiamo iniziato analizzando l'origine e gli scopi per i quali è stato creato il diritto di valutazione. Quindi, sono stati analizzati i metodi di valutazione disponibili per valutare una società. Abbiamo anche studiato come viene calcolato l'importo del rimborso negli Stati Uniti d'America e in Italia. Con questo quadro teorico, la legge brasiliana è stata analizzata e, alla fine, è stato delineato il valore di rimborso ideale.

Concludiamo che è necessaria una riforma legislativa per prevedere che il valore della rientranza debba essere dato al valore equo come un modo per proteggere gli azionisti di minoranza e promuovere il mercato dei capitali.

**Parole chiave:** Diritto di recesso. Rimborso. Legge essenziale per gli azionisti. Società per azioni. Valore equo. Protezione degli azionisti di minoranza. Metodi di Valutazione.

## SUMÁRIO

<b>AGRADECIMENTOS</b> .....	<b>5</b>
<b>RESUMO</b> .....	<b>7</b>
<b>ABSTRACT</b> .....	<b>8</b>
<b>RIASSUNTO</b> .....	<b>9</b>
<b>SUMÁRIO</b> .....	<b>10</b>
<b>INTRODUÇÃO</b> .....	<b>14</b>
A. Por que estudar o tema.....	15
B. Delimitação do objeto de estudo.....	17
C. Estrutura.....	19
D. Por que o cálculo do valor do recesso é tão importante .....	20
<b>CAPÍTULO 1 – DIREITO DE RECESSO E A PROTEÇÃO AO ACIONISTA MINORITÁRIO</b> .....	<b>23</b>
1.1 Origem e natureza jurídica .....	26
1.2 Os propósitos atuais do direito de recesso.....	30
1.2.1 Proteção do acionista minoritário .....	30
1.2.2 Proteção da continuidade da sociedade .....	32
1.2.3 Solução dos problemas de agência .....	34
1.3 Usos inadequados do direito de recesso .....	35
1.4 Limitações ao direito de recesso.....	37
<b>CAPÍTULO 2 – CRITÉRIOS E MÉTODOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS</b>	<b>41</b>
2.1 Introdução conceitual .....	41
2.1.1 Introdução à relação entre Contabilidade e Direito .....	42
2.1.2 A diferença entre valor e preço.....	45
2.1.3 A definição de “fair value”. .....	47
2.1.4 Goodwill e bens imateriais .....	49
2.2 Critérios de avaliação mais comuns .....	51
2.2.1 Critérios de Avaliação do Patrimônio.....	52
a) Patrimônio Líquido .....	52

b) Patrimônio Líquido a Preço de Mercado.....	54
2.2.2 Cotação de mercado.....	59
2.2.3 Preço de Negociação (deal price) .....	66
2.2.4 Estimativas de ganhos futuros .....	67
2.2.5 Comparação por múltiplos.....	70
2.3 Quais métodos poderiam ser utilizados para efeito de reembolso?.....	72
<b>CAPÍTULO 3 – COMO FUNCIONA O CÁLCULO DO VALOR DE REEMBOLSO NO DIREITO AMERICANO E ITALIANO.....</b>	<b>75</b>
3.1 Direito de recesso nos Estados Unidos da América .....	75
3.1.1 Introdução .....	75
3.1.1.1 Inconsistência das hipóteses de recesso.....	77
3.1.1.2 Custas Processuais .....	80
3.1.1.3 Indústria do recesso .....	81
3.1.1.4 Efeitos Ex-ante.....	84
3.1.2 O cálculo do reembolso .....	86
3.1.2.1 “Fair Value” .....	87
3.1.2.1.1 Tri-Continental Corp. v. Battye .....	90
3.1.2.1.2 Weinberger v. Uop.....	92
3.1.2.1.3 DFC Global v. Muirfield Value Partners.....	94
3.1.2.1.4 Dell Inc. v. Magnetar Global Event Driven Master Fund Ltd .....	97
3.1.2.1.5 Blueblade Capital Opportunities, L.P v. Norcraft Inc. ....	102
3.1.2.1.6 Verition Partners Master Fund Ltd. v. Aruba Networks, Inc. ....	104
3.1.2.1.7 In Re Appraisal of Solera Holdings, Inc.....	108
3.1.2.1.8 In Re Appraisal of Jarden Corporation .....	110
3.1.2.1.9 In Re Appraisal of Columbia Pipeline Group, Inc. ....	114
3.1.2.1.10 In Re Appraisal of Stillwater Mining Company.....	116

3.1.2.1.11 Lições da jurisprudência de Delaware .....	120
3.1.3 Conclusão .....	125
3.2 Direito de recesso na Itália .....	128
3.2.1 Introdução ao Direito de Recesso na Itália .....	128
3.2.2 Evolução da Legislação .....	130
3.2.3 O cálculo do reembolso na Itália .....	135
3.2.3.1 A lei é assertiva e inflexível quanto aos critérios a serem aplicados para sociedades cotadas no mercado. ....	135
3.2.3.2 A avaliação das ações não cotadas é mais flexível e adaptável ao caso concreto .....	139
3.2.3.3 O procedimento foi modificado para atender às necessidades dos acionistas dissidentes e da companhia sobrevivente .....	143
<b>CAPÍTULO 4 – O REEMBOLSO NO BRASIL .....</b>	<b>145</b>
4.1 Evolução legislativa em relação ao valor do reembolso.....	145
4.2 Entendimento doutrinário quanto ao valor do recesso .....	151
4.3 Entendimento jurisprudencial .....	160
4.3.1 Banco Independência Decred de Investimentos .....	160
4.3.2 Caso Lafarge .....	163
4.4 A Lei não corresponde à realidade .....	169
<b>CAPÍTULO 5 – PROPOSTA DE MODIFICAÇÃO .....</b>	<b>174</b>
5.1 O Paradoxo do Recesso .....	174
5.2 O que o reembolso deveria ser .....	177
5.2.1 Mudanças necessárias .....	177
5.2.1.1 Critério Mandatório .....	177
5.2.1.2 O valor das ações não deve ser calculado com base em um só critério de avaliação.....	180
5.2.1.3 Oportunidade de contestação do acionista minoritário.....	185
5.2.2 O que deve permanecer.....	186

5.2.2.1 Impedimento à indústria do recesso .....	186
5.2.2.2 Comunicação do valor na convocação da Assembleia Geral ...	188
5.2.3 Falácia do Nirvana .....	189
5.3 O atual projeto de lei sobre valor do recesso .....	191
5.3.1 O projeto de Lei nº 4277/2019.....	191
5.4 Proposta de alteração .....	193
5.4.1 O procedimento do cancelamento de registro do art. 4º e art. 4º-A.	193
5.4.2 Definição da expressão “valor justo” .....	196
5.4.3 Razões pelas quais o sistema do art. 4º, § 4º, deveria ser adotado para o recesso .....	197
5.4.4 Possíveis críticas .....	199
5.5 Alternativas infralegais.....	201
5.5.1 Autorregularão .....	201
5.5.2 Princípio do “aplique ou explique” e a “soft law” .....	203
<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>207</b>
A. Qual a definição e os propósitos do recesso? .....	207
B. Por que o recesso permanece relevante hoje?.....	208
C. Quais os critérios de cálculo disponíveis e qual o melhor para efeitos do exercício do direito de recesso? .....	210
D. O que pode ser aprendido com o direito americano e quais as principais falhas?...	212
E. O que pode ser aprendido com o direito italiano e quais as principais falhas? .....	213
F. Quais falhas podem ser observadas na legislação atual? .....	215
G. A lei atual corresponde à realidade? .....	217
H. O recesso pelo valor justo pode inviabilizar operações? .....	218
I. Qual é a proposta de reforma proposta para o direito de recesso? .....	219
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	<b>221</b>

## INTRODUÇÃO

Imagine-se uma operação em que uma companhia aberta brasileira, sem liquidez ou dispersão acionária, anuncia que fará a incorporação de outra com as mesmas características.

Na operação, caberá recesso para os acionistas da companhia alvo. No protocolo e justificção da operação, foi anunciado o valor da ação para efeito de reembolso seria de **R\$ 10,00**, calculado a partir do patrimônio líquido, ou seja, o proporcional do acionista dos ativos subtraídos dos passivos. Esse valor reflete apenas o patrimônio da companhia, não levando em consideração a capacidade de produção da companhia ou de gerar renda, o seu *goodwill*, nem o valor negociação das ações na bolsa de valores.

Para efeitos de comparação, nos 90 dias anteriores ao anúncio da operação, a média do valor de cotação das ações da companhia incorporada havia sido **R\$ 20,00** por ação. Com o anúncio da operação, as ações de emissão da companhia incorporada foram desvalorizadas e passaram a ser negociadas na bolsa no valor de **R\$ 15,00**.

Por conta da operação, um laudo de avaliação foi preparado por empresa especializada, de acordo o método de fluxo de caixa descontado e o valor da ação, para efeito de relação de troca, foi determinado em **R\$ 30,00**. Em paralelo, uma avaliação pelo critério de comparação por múltiplos também foi realizada, estimando o valor da companhia em **R\$ 25,00** por ação.

Observa-se uma multiplicidade de valores para uma mesma ação. Nenhum deles está errado, pois todos foram adequadamente calculados segundo os métodos de avaliação que consideram aspectos diferentes de uma companhia. Eles representam perspectivas diferentes da mesma empresa e possuem utilidades diferentes para os administradores, acionistas e juristas. Porém aos acionistas dissidentes, a disposição legal atual permite que a companhia ofereça o valor patrimonial (**R\$ 10,00**), não importa o quão distante ele seja do valor justo da companhia, caso outra forma não tenha sido prevista no estatuto social.

Diante desse cenário, o acionista dissidente tem que fazer uma escolha: sair da companhia e receber um valor que não representa o quanto ela realmente vale, ou permanecer na companhia e aceitar a nova conjuntura, a qual não quer fazer parte, pois as bases do investimento foram totalmente alteradas.

Observando cenários como esse, em que o acionista minoritário fica confinado a escolher entre duas opções em que sofre perdas, o presente trabalho assenta-se na hipótese de que há muito a discutir sobre o valor do reembolso no exercício do direito de recesso, principalmente, se o Brasil deve adotar como critério mandatório para o reembolso o valor justo e quais seriam as possíveis repercussões positivas e negativas de sua adoção.

A pergunta que se busca responder no presente trabalho é: qual valor o acionista dissidente deveria receber para efeito de reembolso dentre as possíveis formas de se avaliar uma companhia? Deve-se predeterminar um critério legal mandatório ou deixar a cargo do estatuto social determinar o valor do reembolso?

Buscar-se-á demonstrar a necessidade de atualização do texto legal para proteger o investimento do acionista minoritário ou, pelo menos, fazer com que a administração também considere seus interesses. Por fim, propor-se-á qual deveria ser o conteúdo desta modificação, com base no que foi estudado.

## **A. POR QUE ESTUDAR O TEMA**

Apresentam-se duas razões para estudar o tema.

A primeira delas é que o recesso é um mecanismo de proteção ao acionista minoritário que depende apenas de sua vontade para ser acionado, mas é raramente utilizado, tendo em vista a escassa jurisprudência sobre o assunto

Poder-se-ia supor que os acionistas minoritários não sabem de sua existência. Contudo não parece ser uma hipótese plausível. A convocação para assembleias gerais cujo tema enseja recesso já contém disposição sobre a possibilidade de exercê-lo e o valor das ações segundo o critério legal – patrimônio líquido – ou conforme o que estiver previsto no estatuto social. Assim, é justo supor que os acionistas estão cientes de que podem exercer o recesso.

Também poderia se pensar que a maioria das companhias com ações negociadas na bolsa possui liquidez e dispersão de forma que não haveria que se falar de recesso na medida em que o acionista dissidente poderia vender suas ações na bolsa caso discordasse da deliberação tomada pela maioria dos acionistas. Porém a maioria das companhias com ações negociadas na bolsa não atende ao referido critério.

Com base nas informações da B3, em 31 de dezembro de 2019, havia 391 companhias com ações listadas na B3, sendo que, verificando o último trimestre daquele ano, 68 delas integravam o IBOVESPA. Dessa forma, somente cerca de 17,39% das companhias abertas atenderia ao requisito de liquidez previsto no Art. 137, II, “a”, da Lei das S.A. Dessas 68 companhias que integravam o IBOVESPA, 42 naquele trimestre apresentavam a dispersão prevista no Art. 137, II, “a”, da Lei das S.A. Em suma, a previsão do Art. 137, II, da Lei das S.A., além de limitada a somente dois incisos do artigo 136 (fusão da companhia, ou sua incorporação em outra, e participação em grupo de sociedades), seria aplicada a apenas aproximadamente **10,74% das companhias cujas ações estavam listadas na B3 no último trimestre de 2019**. Isso demonstra o quanto o direito e o valor do recesso são importantes, porque a saída pelo mercado (*market out exception*) alcança uma parcela muito pequena das companhias listadas<sup>1</sup>.

Alternativamente, poder-se-ia supor, simplesmente, que o recesso “não vale a pena”, isto é, ele não é uma opção concreta para o acionista. Por conta do método de cálculo ofertado pela lei, o valor de reembolso das ações é, frequentemente, irrisório, como demonstrado no exemplo acima. O patrimônio líquido não reflete o investimento feito pelo acionista minoritário, apenas os ativos da companhia subtraídos dos seus passivos.

Além disso, o recesso acaba não gerando influência sobre a administração e o acionista ou grupo majoritário agem sem mesmo considerar a possibilidade de que algum minoritário queira exercer o recesso, pois o valor do reembolso será, provavelmente, muito pequeno.

Assim, o dissidente pode até conseguir sair da companhia antes que a nova configuração se estabeleça, contudo será prejudicado de qualquer forma. É uma situação de “ganha, mas não leva”.

Em verdade, chegou-se à conclusão, durante as pesquisas, de que o único efeito prático do recesso é a extinção do *status socii* e o empobrecimento do acionista dissidente. Ele não afeta o planejamento da companhia e seu valor não reflete a realidade da companhia.

---

<sup>1</sup> Solicitação de informações realizada junto a B3, por meio de seu setor de Regulação, Orientação e Enforcement de Emissores em maio de 2020.



A segunda razão para estudar esse assunto é que ele é pouco discutido no Brasil, porém tem se tornado tendência de debates acalorados em outras jurisdições. Abordaram-se dois países que fortemente influenciam o direito brasileiro: Estados Unidos da América e Itália. O primeiro porque é onde as grandes discussões jurisprudenciais sobre o assunto são realizadas e o segundo porque é o berço das concepções usadas no Brasil de direito comercial.

Nos Estados Unidos, observou-se nos últimos cinco anos que o direito de recesso se tornou mais frequente. Vinte anos atrás, ele era uma raridade e, porém, constatou-se um aumento no número de recessos e no volume requerido. Essa tendência produziu julgamentos detalhados que abordam do propósito do recesso à discussão de qual seria o critério de avaliação ideal, além de vasta bibliografia acadêmica<sup>2</sup>.

Já na Itália, o direito de recesso foi, em uma reforma apenas, de extremamente restritivo para permissivo. Uma profunda reforma realizada em 2003<sup>3</sup> aumentou o número de hipóteses do recesso e adotou, para determinar o valor do reembolso, o valor cotado na bolsa, para companhias abertas, e uma combinação de referenciais a ser escolhida pela administração, para companhias fechadas.

Assim, é razoável ponderar sobre como o reembolso para fins de recesso é feito no Brasil. Do ponto de vista acadêmico, deve-se atentar para as tendências internacionais e questionar se é necessário adequar a regulamentação para proteger o acionista minoritário, ou se a atual já atinge esses efeitos, inclusive para atrair os investidores no nosso mercado de capitais.

## **B. DELIMITAÇÃO DO OBJETO DE ESTUDO**

O foco principal deste trabalho é estudar a seguinte hipótese: *seria o método de cálculo do reembolso adotado na legislação brasileira o mais adequado a produzir os efeitos planejados para o recesso?*

---

<sup>2</sup> SIEGEL, Mary. Back to the future: Appraisal Rights in the twenty-first century. **Harvard Journal on Legislation**, Cambridge, EUA, v. 01, n. 32, p.79-143, 1995. Pg. 89.

<sup>3</sup> REPÚBLICA ITALIANA. Decretos legislativos nº 5 e 6 de 17 de janeiro de 2003. Reforma do Direito Societário no Código Civil Italiano.

Discutir-se-á qual o método de avaliação adequado para fins de reembolso e as perguntas que partem desse raciocínio.

Não se discutirá a pertinência do recesso, ou o raciocínio por trás da escolha das hipóteses. Por mais que a análise da doutrina sobre o direito de recesso seja parte do trabalho ora desenvolvido, adotou-se que o direito é parte da legislação brasileira, e não se ponderou sobre a pertinência de sua inclusão. Isto é, o direito de recesso existe; se deveria existir é assunto para outro trabalho. O trabalho teve como foco a análise do valor do reembolso para fins de recesso em sociedades anônimas abertas.

Para encontrar a resposta à questão principal, foi necessário abordar algumas perguntas acessórias. Selecionaram-se três.

A primeira delas é *a própria definição de recesso*. O critério de cálculo faz parte da execução e efetividade desse direito, como um acessório a sua existência. Assim, abordaram-se as circunstâncias que levaram à criação do direito de recesso e sua popularização em vários contextos diferentes. Estudou-se, também, o que faz do recesso uma ferramenta relevante hoje, isto é, quais os propósitos que a doutrina e a jurisprudência apontam para justificar a continuidade da existência do recesso.

No mesmo sentido, também se estudou como outros países adotam e aplicam o direito de recesso, levando em consideração seus respectivos mercados de capitais e tradição empresarial.

A segunda pergunta é: *quais métodos de avaliar uma companhia existem e quais informações cada um deles presta ao investidor?* Para ponderar sobre a melhor adequação de um método de avaliação específico, foi necessário conhecer cada um deles, os critérios que utilizam e qual uso lhes é dado do ponto de vista contábil e financeiro.

Por fim, foi necessário questionar qual seria o formato ideal do recesso para atingir os fins que lhe foram atribuídos, isto é, estudar o recesso como meio, e várias perguntas surgiram, como estas: o legislador deveria fixar apenas um método de avaliação ou oferecer um leque de opções para a administração escolher, ou melhor, deixar a cargo do estatuto social estabelecer o valor de recesso? Deveria haver mais formas de o acionista minoritário de questionar o valor adotado para efeitos de recesso? Seria justo com a companhia ter de arcar com um valor de reembolso que excedesse o valor estabelecido na relação de troca, em uma determinada incorporação? Ou o contrário, o acionista receber um valor que fosse muito abaixo do valor da negociação?

## C. ESTRUTURA

Para responder a essas perguntas, dividiu-se a tese em cinco capítulos, mais um, para a Conclusão. Os três primeiros são dedicados a estabelecer as premissas necessárias para abordar a questão principal e os dois últimos ponderam sobre o recesso no Brasil, o que seria o recesso ideal e a proposta de reforma legislativa proposta. Por fim, a Conclusão sintetiza e responde os pontos centrais do trabalho.

Em termos mais esparsos, no Capítulo 1, trabalhou-se com a definição do recesso. Buscou-se demonstrar como surgiu o direito de recesso e como ele chegou ao Brasil, bem como suas limitações. O foco principal do capítulo é desvendar os propósitos que o direito de recesso deve observar e como o meio eleito, o reembolso, pode atendê-los.

No Capítulo 2 estão expostos os métodos de avaliação de empresas a serviço do direito societário. O foco do capítulo é estudar quais variáveis são consideradas para cada um dos métodos e quais informações fornecem. O ponto principal a ser demonstrado no capítulo é que cada um dos critérios de avaliação possui um propósito diferente. São ferramentas que atendem a necessidades diferentes, as quais nem sempre correspondem às necessidades que o ordenamento planeja para elas.

No Capítulo 3, analisaram-se os esforços feitos pela academia e pelo judiciário estrangeiro para responder a esses mesmos questionamentos que se propõe para este trabalho. O foco é compreender se as soluções que os italianos e americanos encontraram são adequadas, ou não, para seus próprios ordenamentos e quais são os efeitos dessa regulamentação sobre a atividade empresarial.

Com esses conceitos em mente, o Capítulo 4 tem por foco analisar as falhas contidas na lei brasileira. Discute-se como o mecanismo adotado na Lei das S.A. deixa o investidor vulnerável às decisões da maioria, sejam elas em seu interesse ou não. O objetivo do texto é demonstrar que existem falhas lógicas na lei e imprecisão textual, que, em conjunto, geram insegurança jurídica sobre qual método de cálculo aplicar ao cálculo do reembolso para fins de recesso.

No Capítulo 5, discute-se a pertinência de uma reforma legislativa para corrigir as falhas encontradas no Capítulo anterior. O propósito do Capítulo foi apresentar uma

alternativa para a legislação em vigor que permitiria proteger o investidor e fomentar o mercado de capitais, ao mesmo tempo.

Por fim, na Conclusão, sintetizam-se as informações mais importantes e aprofundam-se os raciocínios e conclusões centrais deste trabalho. Entendeu-se que o valor justo deveria ser o critério para o cálculo do reembolso, pois não é um método de cálculo fixo, mas uma metodologia para avaliar a qualidade de cada uma das avaliações da companhia e constatar qual delas representa a companhia de maneira mais fidedigna em um momento específico. Seria necessário, portanto, modificar o art. 45 da Lei das S/A, apresentando-se uma proposta de reforma.

#### **D. POR QUE O CÁLCULO DO VALOR DO RECESSO É TÃO IMPORTANTE**

Em uma primeira impressão, o valor de reembolso pode parecer uma questão acessória ao estudo do direito de recesso. Porém, argumenta-se que, em verdade, ele é central. Durante a elaboração da presente tese, percebeu-se que o potencial do recesso de promover equidade está intrinsecamente ligado ao cálculo do valor das ações.

Bayless Manning<sup>4</sup> menciona que a maneira como o direito de recesso vinha sendo estudado focava-se demasiadamente na discussão sobre conceito do recesso e, por conta disso, a academia não conseguia apontar uma evolução para atender as necessidades pragmáticas dos agentes econômicos, por conseguinte, o recesso permanecia virtualmente inútil para os acionistas.

Em outras palavras, Manning defende que um remédio conceitualmente sólido, mas que não surte efeito algum, certamente não será usado.

Entende-se que essa observação também se aplica ao Brasil. O direito de recesso é oferecido como compensação pela derrogação de um princípio contratual (unanimidade)<sup>5</sup>, porém não é atrativo para o acionista minoritário, de forma que é

---

<sup>4</sup> “[...] Historically, we got off on the remedial route of appraisal only because of ideological problems – problems that have largely disappeared. We never have tried to use it to help solve economic problems of the enterprise. Shareholders have been cheerfully carrying all kinds of real economic risks without the benefit of appraisal.” MANNING, Bayless. The shareholder’s appraisal remedy: An essay for Frank Coker. *The Yale Law Journal*, New Haven, v. 72, n. 2, p. 224-264, dez. 1962. p. 261.

<sup>5</sup> SZTAJN, Rachel. Direito de Recesso. 1982. 312 f. Tese (Doutorado) – Curso de Direito, Departamento de Direito Comercial, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1982. p. 14 e 15.

raramente utilizado. Com base nesse raciocínio, o direito de recesso oferece pouca ou nenhuma melhoria das condições de investimento ou posição negocial dos acionistas minoritários.

Poder-se-ia sustentar que, nos Estados Unidos, o direito de recesso também é pouco utilizado<sup>6</sup>, a despeito dos esforços feitos pela academia. Contudo os fatores que interferem na difusão do uso do direito de recesso são diferentes. O processo para obter o direito de recesso nos Estados Unidos perpassa necessariamente pelo judiciário, o que o torna excessivamente caro. Economicamente falando, mesmo que o autor do pedido de recesso receba o “valor justo”, terá que arcar com gastos processuais, fato que o torna inviável em algumas situações. Ainda assim, nos últimos cinco anos, tem crescido bastante nos Estados Unidos a utilização do direito de recesso pelos acionistas minoritários<sup>7</sup>.

No Brasil, o exercício do recesso permanece um evento incomum. Cumpre, pois, analisar de que maneira o cálculo do valor do reembolso inibe a saída do acionista por meio do recesso. Descobriram-se duas formas.

Em primeiro lugar, durante as pesquisas realizadas para elaborar este trabalho, percebeu-se que a doutrina frequentemente descreve o recesso como um instrumento de justiça, de equidade. Em tese, seu propósito é compensar a perda do poder de veto nas deliberações da assembleia geral, ou seja, o recesso serve de contrapeso para o princípio majoritário. Contudo, quando o valor pago ao minoritário não reflete sua participação na sociedade, esse caráter de equidade se perde, pois o acionista nem sequer cogita exercer o direito.

Se a lógica é preservar o respeito e os direitos dos acionistas minoritários, expô-los ao pagamento de um valor que é incompatível com sua participação na companhia equivale a minar seu senso de oportunidade para sair da empresa. Cria uma ilusão de escolha, que pode ser interpretada como um incentivo negativo para que o acionista permaneça na sociedade apesar das mudanças.

---

<sup>6</sup> “The extant literature has raised but failed to resolve most of these issues. The first round of scholarly assault on the remedy noted the paucity of appraisal cases and railed against the remedy’s cumbersome, technical and expensive process.” Scholars argued that the many steps required to perfect appraisal rights, as well as high costs and expenses for attorneys and experts, greatly deterred utilization of the remedy.” SIEGEL, *op. cit.*, 1995, p. 79

<sup>7</sup> MYERS, Minor; KORSMO, Charles R. *Appraisal Arbitrage and the Future of Public Company M&A*. Brooklyn Law School Legal School Legal Studies, 2014, p. 1553.

O reembolso a um valor irrisório permite que se instale uma “tirania da maioria”, parafraseando Manning, que realiza operações na companhia sem considerar a possibilidade de que um acionista solicite o reembolso.

Em segundo lugar, constatou-se que haver uma oportunidade de revisão do cálculo do valor das ações afeta diretamente os efeitos práticos do direito de recesso. Como se pôde observar, poder questionar o método de cálculo parece ser a chance de evitar uma dupla possibilidade de perda para o acionista minoritário. Partindo do pressuposto que este não acredita que a companhia conseguirá gerar valor para si pós-operação, é razoável supor que ele tentará evitar danos ao seu patrimônio. Contudo, se a legislação ou o estatuto da companhia não lhe garantem um valor justo, calculado a partir de um método que reflete a situação da companhia ao tempo da operação, o acionista terá que decidir entre perder com a modificação ou perder com o recesso e “pagar para sair”.

De outra perspectiva, esse cenário é confortável para a companhia. Caso esteja em boas condições financeiras, a saída ou permanência do acionista não lhe afetará tanto. Trata-se, certamente, de uma descapitalização durante uma operação ou modificação no estatuto, contudo sua decisão não será necessariamente afetada pela saída do dissidente/ausente.

Estendendo o raciocínio desse segundo ponto, com o reembolso “a baixo custo” perde-se a oportunidade de resolver os problemas de agência, isto é, não há incentivo para a administração atender aos acionistas minoritários na melhor medida. A situação de dupla perda dos acionistas minoritários extingue ou diminui o risco de perda para a companhia. O acionista ou grupo majoritário pode elaborar e executar seus planos sem considerar os interesses dos acionistas minoritários, pois não haverá real interesse em sair, a não ser que a desvantagem seja demasiadamente relevante.

Como será visto, os destaques expostos acima destinam-se a demonstrar o potencial impacto que a mera consideração do valor justo como referencial para o cálculo do valor das ações modifica a distribuição de peso de barganha e rende ao recesso o potencial de atingir o propósito para o qual foi criado.

## **CAPÍTULO 1 – DIREITO DE RECESSO E A PROTEÇÃO AO ACIONISTA MINORITÁRIO**

O exercício do direito de recesso tem início quando ocorre uma das hipóteses previstas na Lei das S/A<sup>8</sup>. Assim, via de regra, as circunstâncias do exercício do direito de recesso começam quando o acionista ou grupo majoritário toma uma decisão que afetará fortemente o funcionamento da companhia, porém que julga ser no seu melhor interesse. Essa decisão tem respaldo jurídico e, muitas vezes, é necessária.

No exercício do direito de recesso, lida-se com o uso adequado do princípio majoritário, isto é, da máxima que permite a evolução da sociedade. Portanto, sendo utilizado regularmente não se consubstanciarão abuso ou uso indevido do poder de controle. Estes são ilícitos apurados em companhias abertas no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), por meio da investigação de violação dos artigos 153 a 156 da Lei de Sociedades por Ações, para administradores, e artigo 116, parágrafo único, para acionistas controladores, pois afetam a higidez do mercado. Essas condutas não são, portanto, antagonistas do direito de recesso, mas de todo o mercado.

Na assembleia geral, um (ou mais de um) acionista minoritário não concorre para a aprovação da pauta – vota contra, se abstém de votar ou se ausenta –, pois não enxerga mais razoabilidade na relação custo-benefício de fazer parte daquela sociedade a partir daquele projeto. Ele, simplesmente, não quer assumir o novo risco.

O direito de recesso é a possibilidade de esse acionista sair da sociedade e receber o valor de suas ações em dinheiro. Ele dispõe de 30 dias após a deliberação da assembleia para solicitar sua saída e o reembolso. Essa opção de saída é exclusiva para hipóteses previstas em lei, não sendo possível interpretação extensiva ou analógica<sup>9</sup>. Também não há previsão legal que autorize a criação de novas hipóteses por meio do estatuto social.

Há a possibilidade de o acionista ou grupo majoritário reconsiderar a decisão após a solicitação do recesso. Contudo ele dispõe apenas de 10 dias, contados do fim do prazo

---

<sup>8</sup> Em regra, as deliberações que ensejam direito de recesso estão listadas no art. 137 da Lei das S.A., que faz remissão a determinadas matérias do art. 136, prevendo a possibilidade do exercício do direito de recesso em sete hipóteses. Outras hipóteses estão previstas em artigos esparsos. Destas hipóteses, duas não dizem respeito propriamente a deliberações, mas a outras circunstâncias, como no caso do art. 223, parágrafos 3º e 4º, referente a sucessão de companhia aberta por companhia fechada e ao art. 236, parágrafo único, referente a desapropriação do controle pelo poder público.

<sup>9</sup> SZTAJN, Op. cit, 1982, p. 15 e 16.

que o minoritário dispõe para o exercício do recesso, para convocar nova assembleia<sup>10</sup>. Caso o recesso do acionista ou grupo de acionistas ameace comprometer a estabilidade financeira da companhia, os acionistas controladores terão a oportunidade de rever a decisão tomada<sup>11</sup>.

Assim, o recesso nasce, como regra geral, da discordância dentro da assembleia geral<sup>12</sup>. O recesso é uma oportunidade de saída para aqueles que não possuem “voz ativa” dentro da companhia.

Em pautas da assembleia geral que não ensejam o recesso, o acionista insatisfeito tem de encontrar uma maneira de vender suas ações por si só por meio de seus próprios esforços. A depender da situação, isso pode ser uma tarefa difícil, por exemplo, para um acionista de uma companhia com pouca liquidez e dispersão no mercado. Como a ação é pouco negociada, o acionista teria, provavelmente, que buscar compradores específicos e às próprias custas.

Analisado os interesses individuais em conflito, tem-se que o acionista majoritário apenas cumpre sua função. As hipóteses de recesso de que trata a lei não são situações abusivas ou ilegais, são apenas operações que modificam a estrutura da sociedade ou o regime de direitos e vantagens para uma classe específica<sup>13</sup>. Da perspectiva do acionista majoritário ou da administração, a decisão foi tomada no interesse da companhia, para garantir sua continuidade e seu crescimento. Afinal, não se pode esperar que uma sociedade permaneça inalterada por toda sua existência.

---

<sup>10</sup> Lei 6.404/76, Art. 137, § 3º: “Nos 10 (dez) dias subsequentes ao término do prazo de que tratam os incisos IV e V do caput deste artigo, conforme o caso, contado da publicação da ata da assembleia-geral ou da assembleia especial que ratificar a deliberação, é facultado aos órgãos da administração convocar a assembleia-geral para ratificar ou reconsiderar a deliberação, se entenderem que o pagamento do preço do reembolso das ações aos acionistas dissidentes que exerceram o direito de retirada porá em risco a estabilidade financeira da empresa”.

<sup>11</sup> Conforme ensina José Alexandre Tavares Guerreiro: “Em outras palavras, o legislador de 1976 houve por bem admitir o reexame, por assembleia de retratação, de resoluções anteriormente adotadas, em nome da preservação da estabilidade financeira da empresa, o que equivale a dizer que, no ordenamento brasileiro, encontra-se expressamente acolhido o princípio da revogabilidade das decisões da assembleia geral”. GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Direito de retirada e poder de retratação. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo: n. 44, p. 22, 1981.

<sup>12</sup> Comparato a define como um resquício da teoria contratualista da empresa na legislação brasileira. No mesmo sentido: “O direito que o dissidente tem de se retirar da sociedade em condições talvez mais vantajosas, denominado direito de recesso, surge como remédio para a solução de conflitos em que, exigir-se a unanimidade de consenso para aprovar a deliberação seria impedir o funcionamento da sociedade mas, de cuja deliberação resultam modificações no estatuto ou na organização que se tornam insuportáveis para alguns acionistas”. Op. cit., SZTAJN, 1982, p. 14.

<sup>13</sup> Neste sentido, José Alexandre Tavares Guerreiro: “o direito de retirada assume, portanto, o caráter de exceção à atuação incondicionada do princípio majoritário, ainda que exercido este licitamente e de forma regular (ou seja, de forma não abusiva)”. GUERREIRO, op. cit., 1981.



A despeito dessa conjuntura, o acionista minoritário não visualiza na deliberação da maioria um futuro para seu investimento. Seu interesse não está em impedir a operação, mas em não tomar parte do futuro da companhia após sua realização. Algo mudará na empresa e ele julga que a nova razão custo-benefício dessa conjuntura o afetará negativamente<sup>14</sup>. Nas palavras de Verçosa<sup>15</sup>:

O fundamento para o auto desligamento do acionista da sociedade, quando contrariado por decisão tomada em assembleia que não obteve sua concordância, está na mudança das “regras do jogo” enquanto este já se encontrava em andamento.

Ao ingressar em uma sociedade anônima, o acionista avalia previamente os riscos que irá assumir de ganhos e perdas, a partir, substancialmente, das regras do estatuto social. Neste tipo de sociedade coloca-se uma importância ainda maior quanto à perenidade do estatuto social (que implica as “regras do jogo”), uma vez que o acesso dos acionistas minoritários às fontes de informação e de decisão é muitas vezes extremamente precário e frequentemente limitado às condições de transparência exigidas previamente da AGO.

Pelo que se pôde aprender durante os estudos para elaborar este trabalho, não há um *culpado* pelo recesso. Nas situações corriqueiras, os envolvidos são indivíduos agindo conforme seus interesses e deveres, os quais eram voltados para uma visão em comum e, agora, não mais<sup>16</sup>.

A prática e a doutrina demonstram que o recesso é um direito refinado e sensível, completo de especificidades, por conta dos interesses conflitantes ao seu entorno. Para que alcance seu propósito e, de fato, algum grau de equidade, uma série de fatores precisam estar alinhados, entre eles: as hipóteses de recesso, o momento em que se pode pedi-lo, o método de avaliação da companhia para determinar o valor das ações, a data-base para determinar o valor das ações, quais acionistas podem exercer o recesso, a liquidez e a dispersão das ações, e assim por diante.

O propósito do presente capítulo é coletar e analisar o que está na doutrina sobre o direito de recesso, para que sirva de ponto de partida para o mote principal do presente trabalho: a determinação do método de avaliação das ações.

---

<sup>14</sup> MARTINS, Fran. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**: Artigo por Artigo. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010. Revista e atualizada por Roberto Papini. p. 507.

<sup>15</sup> VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de Direito Comercial**. São Paulo: Malheiros, 2007. (Volume 3). Atualizado de acordo com a Lei 11.638, de 28.12.2007. p. 169.

<sup>16</sup> SZTAJN, 1982, op. cit., p. 16.

## 1.1 ORIGEM E NATUREZA JURÍDICA

Seguindo o ensinamento de Calixto Salomão Filho, debater os fundamentos do Direito é discutir sua função e objetivo<sup>17</sup>. Assim, para chegar à natureza jurídica do direito de recesso, é interessante primeiro compreender qual função lhe foi atribuída e quais objetivos ele foi projetado para cumprir. O direito de recesso nasce quando da necessidade de contrabalancear a introdução do princípio majoritário para atender a vontade do acionista minoritário de sair da companhia uma vez que não enxerga mais razoabilidade em permanecer naquela sociedade.

As sociedades por ações foram criadas para exercer uma função prática: ser ferramenta para capitalização e maximização de riqueza<sup>18</sup>. Porém a atividade comercial, como se conhece hoje, é substancialmente diferente daquela praticada quando as primeiras sociedades por ações surgiram e foram regulamentadas. O objetivo é o mesmo, gerar lucro, maximizar riqueza, apenas os modos que são diferentes.

Ao longo dos anos, com a evolução dos modelos econômicos e de suas necessidades, a perspectiva do desempenho que se espera das sociedades por ações foi adaptada. No livro *The Company*<sup>19</sup>, John Micklethwait e Adrian Wooldridge relatam como a “*corporation*”, equivalente da sociedade anônima na “*common law*”, evoluiu do seu desenho original para atender às necessidades dos mercadores e das grandes explorações até os conglomerados multinacionais de hoje. Eles destacam, principalmente, que a sociedade anônima é uma invenção humana que, com o tempo, foi refinada.

Na época do surgimento do modelo de sociedade, alcançar a unanimidade nas decisões não era um problema grande: o número de acionistas era menor e a atividade empresarial desenvolvida era frequentemente exercida pelos próprios acionistas. Porém

---

<sup>17</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Novo Direito Societário**. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2002.

<sup>18</sup> “A sociedade anônima teve origem nas companhias colonizadoras criadas, nos Séculos XVII e XVIII, por atos de Estados europeus, como forma de associação do Estado com comerciantes e investidores, em resposta aos desafios econômicos e políticos criados pelos grandes descobrimentos. A primeira das companhias foi a ‘Companhia das Índias Orientais’, fundada em 20 de março de 1602, na Holanda, a que se seguiram várias outras na Inglaterra, na França, na Espanha, que lhes concedia monopólios e outros privilégios, para realizar empreendimentos do interesse vital do Estado que as criava.” PEDREIRA, José Luiz Bulhões; LAMY FILHO, Alfredo (Org.). *Natureza Jurídica da Companhia*. In: PEDREIRA, José Luiz Bulhões; LAMY FILHO, Alfredo. **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009. Cap. 1. p. 73-94. Volume I.

<sup>19</sup> MICKLETHWAIT, John; WOOLDRIDGE, Adrian. **The Company: A Short History of a Revolutionary Idea**. New York: The Random House Publishing Group, 2003. p. xvi e xvii.

em questão de décadas, com a progressiva liberalização da criação de sociedades por ações, com o aumento exponencial do número de acionistas e com o aumento da complexidade e volume das atividades empresárias, foi necessário repensar a unanimidade<sup>20</sup>.

Nesse cenário, o modelo de funcionamento original das sociedades anônimas não atendia mais as necessidades do modelo econômico. Como explica Rachel Sztajn<sup>21</sup>, o número de acionistas cresceu tanto e essas pessoas estavam, por vezes, tão dispersas que aprovar mudanças contratuais por unanimidade se tornou um fardo. Era uma tarefa hercúlea convocar e reunir milhares de acionistas para alcançar a concordância de todos. Além de que nem todos os acionistas estavam pessoalmente investidos na atividade da empresa, eram apenas investidores. O problema disso é que a sociedade ficava condenada à inércia ou, pelo menos, à letargia.

A concepção *institucionalista* da sociedade anônima surgiu para simplificar o processo de formação da vontade social e concentrar o poder decisório nas mãos da maioria<sup>22</sup>. A evolução aqui está fortemente ligada à geração do *interesse social*, criando-se *uma* vontade separada da dos acionistas. A sociedade anônima passa a ser o mecanismo de criação do *interesse social*.

Essa evolução é o que permitiu a adaptação da sociedade anônima às necessidades modernas da grande empresa, ao volume de acionistas e de transações. Adotou-se o princípio majoritário, pelo qual o rumo e as decisões na sociedade são tomados conforme a vontade da maioria do capital votante<sup>23</sup>.

Isso trouxe vantagens estruturais para a empresa. Primeiro porque a discordância de um acionista não possuía mais o condão de fazer desaparecer a sociedade ou estagnar

---

<sup>20</sup> PEDREIRA; LAMY FILHO, 2009, op. cit., p. 80.

<sup>21</sup> SZTAJN, Rachel. **Direito de Recesso**. 1982. 312 f. Tese (Doutorado) – Curso de Direito, Departamento de Direito Comercial, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1982.

<sup>22</sup> LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Conceito e Natureza. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Org.). **Direito das Companhias**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. Cap. 1. p. 62-67. Atualizada e reformulada.

<sup>23</sup> “Historicamente verifica-se que a preocupação com acionistas nas sociedades anônimas surge quando se aceita a predominância da maioria na formação da vontade social conferindo-lhe poder para alterar o pacto social. Procura-se então conter esse poder, ainda que se trate de maioria eventual, dentro de limites definidos de forma a não impor qualquer tipo de ônus aos demais acionistas. Busca-se garantir que as bases contratuais definidas no pacto e aceitas pelos acionistas não sejam alteradas em sua essência.” SZTAJN, Rachel. **Direito de Recesso**. 1982. 312 f. Tese (Doutorado) – Curso de Direito, Departamento de Direito Comercial, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1982. p. 11.

seu funcionamento e evolução. Agora, as decisões passaram a ser mais ágeis e com mais facilidade para se adaptar às tendências de mercado.

Contudo os acionistas minoritários, que antes podiam vetar decisões, a partir da adoção do princípio majoritário, têm que se sujeitar à decisão da maioria, a qual tem poder para modificar substancialmente a estrutura e o funcionamento da sociedade.

O direito de recesso nasce para reestabelecer o equilíbrio. Ele não impede que uma decisão tenha eficácia, mas que os efeitos dela venham a incidir sobre o acionista dissidente ou ausente de determinada assembleia-geral. Em vez de submeter-se a toda e qualquer decisão da maioria, em algumas situações o acionista minoritário tem como garantir que conseguirá sair da sociedade e resguardar seu investimento<sup>24</sup>.

O direito de recesso é considerado com um remédio nas palavras de Cesare Vivante:

Considero que o recesso é um remédio introduzido para manter ordem pública em defesa dos acionistas: como um remédio, como um freio colocado ao lado do direito ilimitado da maioria para introduzir qualquer alteração no estatuto.<sup>25</sup> (tradução livre)

Essas transições não foram concomitantes, mas sucessivas. O contrato associativo foi de concessão de uma autoridade para direito de associar-se, de não possuir regras organizadas sobre como fazer votações a ter um sistema positivado com regras inderrogáveis.

Em relação à sua natureza jurídica, o recesso é um direito subjetivo potestativo<sup>26</sup>. Diferente do direito subjetivo comum, o recesso não depende da concordância do sujeito passivo. Em virtude dessa qualidade, direitos assim somente existem quando previstos expressamente em lei<sup>27</sup>. Isto é, o rompimento da relação jurídica e a geração do crédito

---

<sup>24</sup> “Recesso é o remédio legal que permite aos acionistas não ser constrangido a aceitar e se submeter a uma modificação estatutária aprovada e desejada pela maioria, mas que, a ele, parece onerosa para seus interesses por piorar sua posição na sociedade.” SZTAJN, 1982, op. cit., p. 25.

<sup>25</sup> Texto original: “Considero il recesso come un rimedio introdotto per ragione di ordine pubblico a difesa degli azionisti: come un rimedio, come un freno posto al fianco del diritto sconfinato concesso alla maggioranza, di introdurre qualunque cambiamento nello statuto”. VIVANTE, Cesare. **Trattato di diritto commerciale – la società comercial**. Milão: Casa Editrice Dottor Francesco Vallardi, 1912, v. II, p. 332.

<sup>26</sup> COMPARATO, Fábio Konder. Valor de reembolso no recesso acionário: Interpretação do art. 45 da Lei das sociedades por ações. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, v. 3, n. 1846, p. 1177-1190, dez. 2010.

<sup>27</sup> Nas palavras de Mauro Rodrigues Penteado: “Cabe registrar que o direito de recesso é considerado pela doutrina como um direito potestativo ou formador. Potestativos, segundo Von Thur, são aqueles direitos que conferem a seu titular a faculdade de determinado efeito jurídico, se assim o desejar. O titular do direito

estão expostos inteiramente ao critério do acionista dissidente, sem necessidade de anuência do polo passivo<sup>28</sup>. Comparato utiliza o termo “sujeição” dos acionistas majoritários para explicar essa conjuntura<sup>29</sup>. A sociedade deve acatar quando o acionista minoritário dissidente ou ausente comunica que quer desligar-se e receber o valor de suas ações. Aquela não exerce juízo de conveniência.

Vale fazer uma ressalva: o preciso momento em que o direito a receber o valor das ações se configura não é o pedido do acionista, mas quando decorre o prazo de 10 dias após o pedido que a administração tem para marcar nova assembleia geral para se retratar da votação anterior<sup>30</sup>. Nas palavras de Rachel Sztajn, a pendência desse prazo representaria uma condição para que o direito de receber o valor das ações se constitua.

Outro destaque importante é que, no Direito Brasileiro, o recesso está incluído no rol de direitos essenciais do acionista do art. 109 da Lei das S.A., especificamente, no inciso V. Isso quer dizer que o direito de recesso, conforme descrito na lei, não pode ser modificado pelo estatuto social ou pela assembleia geral.

Contudo há debate na doutrina sobre consistência dessa inclusão. Comparato defende que o recesso não deveria estar incluído, pois os primeiros quatro incisos do art. 109 tratam de direitos materiais. Na sua visão, eles têm a “finalidade voltada à obtenção de bens econômicos”<sup>31</sup> e são direitos que permeiam toda a participação do acionista na

---

potestativo ou formador é investido pela ordem jurídica de potestade, que lhe permite alcançar os efeitos colimados, independentemente da vontade de outrem. O outro polo da relação jurídica encontra-se na situação de sujeição à manifestação de vontade expressa pelo titular do direito formador.” A Lei 7.958/89 e pretensa modificação do direito de retirada dos acionistas: uma discussão inócua. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, n. 77, São Paulo: RT, 1990, p. 41.

<sup>28</sup> “Não é difícil reconhecer, nessa prerrogativa individual, o que a doutrina germânica denominou ‘direito formador’ (*Gestaltungsrecht*) e a doutrina italiana, direito potestativo. É prerrogativa de poder jurídico lato sensu, que se opõe ao direito subjetivo pelo fato de comportar uma imissão do titular na esfera jurídica do sujeito passivo. No direito subjetivo em sentido estrito, o titular depende da colaboração do sujeito passivo, que deve fazer ou deixar de fazer algo em benefício daquele. No poder jurídico, ao revés, o outro sujeito é, de fato, totalmente passivo: ele se encontra em situação de ter que sofrer, em sua pessoa ou seu patrimônio, os efeitos jurídicos de do exercício do poder. É a sujeição. Tal não significa, porém, que após a produção automática desse efeito jurídico em seu patrimônio, ou sua pessoa, não incumba ao sujeito passivo algum dever de cumprir certa prestação, como é o caso do reembolso que se segue ao exercício do recesso societário.” COMPARATO, 2010, op. cit. p. 1177.

<sup>29</sup> *Ibidem*, p. 1178.

<sup>30</sup> “A manifestação de vontade do acionista de que deseja retirar-se da sociedade com reembolso de suas ações é negócio jurídico unilateral que está sujeito, para sua eficácia apenas ao recebimento do destinatário, independentemente de qualquer manifestação de vontade desta. No entanto, de vontade de que o acionista deseja exercer o direito de recesso não se torna eficaz de imediato. A lei concede ao acionista o direito de recesso não pelo fato de dissentir de deliberação majoritária, mas para dar-lhe a possibilidade de subtrair-se aos efeitos dessa decisão. Dessa forma enquanto a deliberação for ineficaz não produzindo efeito, o acionista permanece vinculado à sociedade, no pleno exercício de seus direitos e sujeito a todas as obrigações que decorrem de sua posição de membro da companhia.” SZTAJN, 1982, op. cit., p. 124.

<sup>31</sup> COMPARATO, 2010, op. cit., p. 1178 e 1179.

sociedade, enquanto o recesso é um *remédio jurídico* criado para corrigir a vulnerabilidade do acionista minoritário frente ao princípio majoritário.

Por fim, esta introdução não estaria completa sem o esclarecimento de que o direito de recesso não possui natureza indenizatória<sup>32</sup>. O valor das ações não é calculado com base em um dano sofrido pelo acionista. O seu propósito, como se verá com mais detalhes no próximo item, é reembolsar o valor das ações do acionista dissidente calculado segundo o valor da própria companhia, isto é, trata-se do proporcional da companhia de propriedade do acionista minoritário.

## 1.2 OS PROPÓSITOS ATUAIS DO DIREITO DE RECESSO

Compreendida a origem e a natureza jurídica do Direito de Recesso, cabe agora esclarecer por que ele continua relevante. Como salienta Mary Siegel<sup>33</sup>, em virtude das modificações nas necessidades do mercado e da lentidão das modificações legislativas, é preciso discutir como o direito de recesso permanece relevante para as companhias de hoje e porque ele mereceria continuar a existir nesse novo contexto.

Na constância dos estudos para elaborar este trabalho, foi possível distinguir na doutrina três linhas de raciocínio para justificar a existência moderna do direito de recesso: *proteção do minoritário*, *proteção da continuidade da sociedade* e *solução dos problemas de agência*.

### 1.2.1 Proteção do acionista minoritário

---

<sup>32</sup> CARVALHOSA, Modesto. A lei 7.958, de 20.12.89, e o direito de retirada dos acionistas dissidentes. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 96, p. 21-27, 1994.

<sup>33</sup> A autora explica que, por mais que a academia americana tenha tentado por mais de uma vez resolver as incoerências do recesso no sistema americano, foi incapaz de fazê-lo. Tanto que a meta que a autora busca atingir em seu artigo é encontrar uma forma de adaptar o recesso ao futuro, o que inspira seu título. Em suas palavras: “While both attacks on the appraisal remedy have provided insight, the reasons for the under-utilization of the remedy have, to date, not been identified. The Achilles heel in the appraisal literature has been its myopic search within the remedy itself. Considering the remedy in isolation, the extant literature has failed to resolve not only why the remedy is little used, but also what the proper function of the remedy is. Without such an understanding to guide the revisions of the remedy, reformation has alternated between retreat and expansion.” SIEGEL, Mary. Back to the future: Appraisal Rights in the twenty-first century. **Harvard Journal on Legislation**, Cambridge, EUA, v. 01, n. 32, p. 79-143, 1995. p. 89.

A primeira linha argumentativa para defender a continuidade do direito de recesso é baseada na ideia de que é um mecanismo para proteger o acionista minoritário. Essa é a mais apontada pela doutrina brasileira.

Comparato explica em artigo sobre o assunto que, com o advento do princípio majoritário, a assembleia-geral recebe o poder quase ilimitado de modificar o estatuto social<sup>34</sup>. Tal poder tem o condão de alterar substancialmente as condições do investimento feito originalmente e os demais acionistas teriam que apenas se sujeitar a elas. Assim, o direito de recesso seria a possibilidade de o acionista minoritário sair da empresa em antecipação dos efeitos dessas modificações.

Apenas para ilustração das circunstâncias que o acionista minoritário enfrenta, tome-se a divisão que Rachel Sztajn<sup>35</sup> faz das hipóteses de recesso: modificações estatutárias com reflexo patrimonial (preferências e dividendo obrigatório), modificações estatutárias relacionadas à atividade social (modificação do objeto social, dissolução e liquidação das companhias) e reorganização da estrutura social (fusão, cisão, incorporação, constituição de grupos, cessão ou expropriação de controle). Todas essas situações têm o potencial de comprometer o investimento originalmente aceito.

Em outras palavras, a nova configuração da companhia é diferente ao ponto de que o acionista minoritário talvez nem sequer tivesse considerado comprar aquelas ações. Robert Clark explica o raciocínio de maneira didática:

O primeiro argumento, que se assemelha ao argumento histórico, é que uma pessoa que compra ações de uma companhia com uma certa identidade e conjunto de características pode legitimamente ter a expectativa de continuar investidor dessa empresa e que ninguém deve poder forçá-la a se tornar um investidor de um negócio bastante diferente. Se eu comprar um bloco de ações de uma companhia que publica livros e compilados de legislação, talvez não queira acordar um dia e descobrir que ela foi incorporada por conglomerado de multimídia, cuja maioria das receitas deriva da programação televisiva e que minhas ações agora indicam que eu tenho interesse em um negócio completamente diferente.<sup>36</sup> (tradução livre)

---

<sup>34</sup> “Comentando o dispositivo, assinalou Vivante que ‘o direito de retirada age como um freio e um remédio contra o poder ilimitado das assembleias de modificar o próprio estatuto. É um instituto de ordem pública, do qual não podem os acionistas ser privados, nem pelo estatuto, nem pela assembleia’. Além de irredutível, considerou que se tratava de um direito irrenunciável pelos acionistas, quer no momento da constituição da sociedade, quer ulteriormente.” COMPARATO, 1999, op. cit., p. 11-16.

<sup>35</sup> SZTAJN, 1982, op. cit. Sumário.

<sup>36</sup> Texto original: “The first argument, which resembles the historical rationale, is that a person who buys shares in a company with a certain identity and set of characteristics may rightfully expect to continue as

Desse raciocínio, parte a definição habitual que se tem do direito de recesso no Brasil: é um remédio jurídico para a discordância entre o acionista minoritário e os controladores frente a uma modificação na companhia que vai modificar a base do investimento<sup>37</sup>.

Ainda nessa linha, um possível propósito acessório para o direito de recesso é a proteção ao investimento. Os autores Easterbrook e Fischel explicam em seu artigo “*The corporate contract*”<sup>38</sup> que os investidores dificilmente criam uma conexão pessoal com as ações de sua propriedade. O comportamento mais comum hoje é tratar ações como apenas como investimentos dos quais se espera retorno. Nesse cenário, o direito de recesso é uma maneira de proteger esses investimentos, sob a crença de que aquela assembleia geral representa uma ameaça, isto é, o recesso é a oportunidade de retirar-se antecipadamente da empresa, em vez de aguardar os efeitos se produzirem, sejam eles bons ou ruins. É a chance de realocar seu patrimônio quando não há mercado que adquira aquelas ações.

### *1.2.2 Proteção da continuidade da sociedade*

A segunda linha de raciocínio está fincada nos benefícios do recesso para a companhia. Em essência, sustenta-se que o recesso é a alternativa encontrada para o direito de veto.

Bayless Manning<sup>39</sup> explica que, antes de haver direito de recesso, as sociedades tinham que aprovar mudanças estruturais por unanimidade. Porém a configuração moderna de uma sociedade anônima tornou esse método decisório inviável, pois o número de acionistas é enorme, muitos deles nem sequer comparecem a reuniões

---

investor in that enterprise and that no one should be able to force him to become an investor in quite different business. If I buy a block of stock in a company publishing books and outlines the law, I may not want to wake up one day and find out that it has merged into a multimedia conglomerate, most of whose revenues derive from television programming, and that my stock now represents an interest in an entirely different business”. CLARK, Robert Charles. **Corporate Law**. Mount Vernon: Aspen Law & Business, 1986. p. 444.

<sup>37</sup>Ibidem, p. 445.

<sup>38</sup> EASTERBROOK, Frank H.; FISCHEL, Daniel R. The Corporate Contract. **Columbia Law Review**, Columbia, n. 89, p. 1416-1440, jan. 1989.

<sup>39</sup> MANNING, Bayless. The shareholder’s appraisal remedy: An essay for Frank Coker. **The Yale Law Journal**, New Haven, v. 72, n. 2, p. 224-264, dez. 1962.



assembleares e bastava um voto em milhares, por menor a participação no capital social votante que fosse, para inviabilizar toda uma operação. Uma sociedade não conseguiria evoluir e o acionista continuaria insatisfeito.

Para resolver essa situação, os tribunais americanos começaram a aplicar o “*appraisal right*”, de maneira que a empresa subsistia e o acionista poderia sair de um investimento no qual não mais confiava. Atualmente, todos os estados americanos reconhecem o recesso em suas legislações.

Em seu artigo, Manning descreve a possibilidade de veto de uma operação por um acionista minoritário de “tirania da minoria”<sup>40</sup>, pois seria sufocante para a atividade comercial ser inviabilizada por uma pessoa ou um pequeno grupo de pessoas com exposição mínima a companhia. Em outros termos, ele defendia que o direito de recesso facilitava operações societárias, na medida em que permitia a introdução do princípio majoritário e abandonava a unanimidade.

Além dessa perspectiva, Manning ainda destacou que a existência do direito de recesso seria um incentivo para que os tribunais julgassem como improcedentes pedidos de ações de *injunction* em que as partes alegam que a operação é desvantajosa para os minoritários, pois o devido objeto para essa ação é a ilegalidade da operação<sup>41</sup>. Havendo a possibilidade de saída para acionista minoritário insatisfeito, não haveria razão para que o juiz obstasse uma operação por mera discordância na assembleia geral.

Por outro lado, o direito de recesso pode descapitalizar a empresa, razão pela qual alguns autores o chamam de “*cash drain*”<sup>42</sup>. Permitir que um acionista, mesmo que minoritário, saia da companhia com o valor de suas ações pode comprometer a saúde financeira da companhia. Um direito que surgiu para permitir a continuidade da empresa, mas que pode levá-la ao seu fim.

---

<sup>40</sup> “This concern for the minority has a familiar and congenial ring to the American mind. It sounds of Madison’s warning that tyranny by the majority is more to be apprehended than tyranny by the few. Probably this is the single most important problem that American public law has set for itself. I have been the chronic center of American political uproar, and we have invented an astonishing range of devices to deal with it [...]” Ibidem, p. 226.

<sup>41</sup> Ibidem, p. 229.

<sup>42</sup> “The second argument is the view that, when many minority shareholders exercise their appraisal rights, the resulting cash drain on the corporation may lead it to abandon on otherwise desirable transaction.” CLARK, 1986, op. cit. p. 446.

### 1.2.3 Solução dos problemas de agência

A terceira linha argumentativa para justificar a existência do direito de recesso são suas vantagens para manejar *problemas de agência*, ou seja, da discordância entre os interesses dos administradores e dos acionistas. O termo foi cunhado para melhor analisar o relacionamento entre mandante e mandatário e o que pode ser feito para alinhar os interesses dos dois grupos<sup>43</sup>. Essa “falta de interesse” em cumprir o dever fiduciário pode gerar custos adicionais para a companhia, como sistemas de vigilância e micro gerenciamento, para acompanhar o trabalho dos administradores. Esses custos podem ser evitados com estratégias para realinhar os interesses.

Um exemplo de um problema de agência é quando administradores estabelecem uma operação na qual serão beneficiados com cargos na companhia nova, porém os minoritários são prejudicados, recebendo um valor de venda menor que o valor real da companhia. Nesse cenário, o agente não está agindo no melhor interesse dos mandantes.

Desses estudos nasceu a tese de “monitoramento da atividade dos controladores”<sup>44</sup>. Supõe-se que, diante da ameaça do exercício de direito de recesso, que descapitalizará a companhia, o agente ficaria em uma posição na qual seu interesse é negociar um acordo vantajoso para os acionistas minoritários também<sup>45</sup>. Em outras palavras, os administradores serão mais cuidadosos e atenciosos quando formularem propostas para apresentar a assembleia geral.

A ideia não é que o recesso sirva como barreira para a evolução de uma sociedade, mas que garanta que o negócio a ser realizado esteja na melhor configuração possível. É de se supor que, mesmo com a certeza de aprovação pelo grupo majoritário, a ameaça de saída de alguns acionistas faz com que os administradores da companhia se dediquem a apresentar a melhor configuração possível de uma pauta para a assembleia.

Suponha uma incorporação na qual um acionista da incorporada que, mesmo sendo minoritário, detém uma fração significativa das ações da companhia creia estar

---

<sup>43</sup> KRAAKMAN et al., 2009, op. cit., p.35.

<sup>44</sup> Sobre o assunto, comenta SIEGEL: “This monitoring role is demonstrated by the large percentage of appraisal cases brought by shareholders in market companies who disregarded the market’s cash exit in favor of a judicial review of the transaction price. Moreover, despite the advantages of nonappraisal actions when a conflict of interest exists, these statistics also demonstrate that some shareholders nevertheless utilize their appraisal remedy.” SIEGEL, 1995, op. cit., 1995.

<sup>45</sup> CLARK, 1986, op. cit., p. 445.

sendo injustiçado com a razão de troca estabelecida para a operação. Segundo a lei, ele pode solicitar o recesso. O administrador da incorporada, nesse caso, teria todo interesse de demonstrar que a razão de troca é vantajosa e que fez uma boa negociação, sob pena de ter que arcar com o reembolso<sup>46</sup>.

Assim, a existência do recesso se justificaria pela pressão que ele exerce sobre a administração da companhia e os acionistas controladores, independentemente da ameaça de escoamento. É, de fato, uma ameaça de descapitalização, porém se justificaria em meio aos seus benefícios.

Contudo o principal mote do recesso continua sendo dar ao investidor a oportunidade de julgar por si se a nova razão risco/retorno o agrada.

### **1.3 USOS INADEQUADOS DO DIREITO DE RECESSO**

É possível que o direito recesso seja utilizado de forma abusiva. Neste item, tratar-se-á dos possíveis abusos do direito e de como a legislação lida com eles.

Em primeiro lugar, o direito de recesso não foi projetado para ser uma oportunidade de lucro para a companhia ou para o acionista dissidente. Contudo, quando o valor do reembolso não representa o valor da companhia, o acionista ou a companhia tem que arcar com o excesso. Em poucas palavras, no reembolso, a companhia deve “pagar o que deve” e o acionista receber “o que lhe é devido”.

Para tornar-se acionista, é preciso subscrever o valor correspondente ao das ações em dinheiro ou em bens. O valor das ações varia com o tempo e o desenvolvimento do mercado, como qualquer outro bem. Diante de um recesso, um cenário em que o reembolso entregue estivesse abaixo do valor atual das ações, ou acima, seria, necessariamente, um cenário em que a empresa ou o acionista lucra, respectivamente. Verçosa explica didaticamente que:

O acionista dissidente não deverá ser economicamente prejudicado quando da estipulação do valor do reembolso. Não se pode, a tal

---

<sup>46</sup> “As a side of benefit, the appraisal remedy also protects shareholders as class by making unpopular decisions more expensive for management to pursue. The cost of these protections, of course, is that this same remedy may harm the shareholders if the need for cash to satisfy appraisal demands scuttles a transaction, that would otherwise have increased the company’s value”. KRAAKMAN et al., 2009. p. 201.

pretexto, provocar o enriquecimento sem causa da sociedade e, por via transversa, dos acionistas que nela permaneceram depois da alteração contratual controvertida. É dentro destes limites que o legislador atribui ao estatuto o poder de fixar as normas para determinação do valor do reembolso<sup>47</sup>.

A maneira usual como o valor das ações é comumente calculado hoje (com base unicamente no patrimônio líquido nas situações em que o estatuto é omissivo) sugere que o acionista não recebe o valor que reflete sua participação na empresa, mas o valor correspondente aos bens da companhia.

Isso gera situações em que a companhia lucra com o recesso. O perfil de gestão dos bens nas companhias modernas mudou bastante: por mais que ainda existam companhias que detêm patrimônio de grande valor – como terras, maquinário e frotas de transporte – uma boa parte dos modelos de companhia que surgiram nas últimas décadas, – como as de tecnologia e de prestação de serviços – não acumula patrimônio da mesma forma.

Assim, quando o reembolso para fins de recesso é calculado, o valor estimado para as ações fica muito aquém do valor da ação da companhia. Trata-se de um valor, por vezes, tão irrisório, que nem a companhia ofertaria ações por ele. É possível que o acionista que solicita o recesso receba, até mesmo, menos que originalmente investiu, enquanto a companhia vale mais.

O segundo abuso que pode ser elevado refere-se ao que se chama de “*indústria do recesso*”. Trata-se de investidores que, ao ficarem cientes de uma assembleia geral em que será possível exercer o direito de recesso, compram ações daquela empresa, com o propósito de exercer o direito.

Entre 1976 e 1997, a Lei das S.A. não mencionava se o acionista que pedia recesso deveria ser o titular das ações ao tempo da notícia da assembleia geral em que seria possível exercer o recesso. Esse silêncio legal abriu a oportunidade para a prática da indústria do recesso.

Esse comportamento desnatura a utilidade do direito. Tanto que a reforma de 1997 da Lei das S.A. adicionou ao art. 137 o parágrafo 1º, o qual estipula que o acionista que pede direito de recesso deve tê-lo a época da publicação do primeiro edital de convocação

---

<sup>47</sup> VERÇOSA, 2007, op. cit. p. 170.

da assembleia. Entretanto, como será visto abaixo, a indústria do recesso existe nos Estados Unidos, o que pode gerar abusos no exercício do direito do recesso.

#### **1.4 LIMITAÇÕES AO DIREITO DE RECESSO**

O direito de recesso possui algumas limitações ao seu exercício. Entre elas, o acionista ter necessariamente votado contra na assembleia geral, ter-se absterido ou nem sequer comparecido à assembleia e estar na classe de ações afetada pela modificação.

A limitação a que se quer dar destaque no presente item é a prevista no art. 137, inciso II, alíneas a) e b) da Lei das S.A.

Esses dispositivos tratam de uma exceção ao exercício do direito de recesso para os casos de fusão da companhia, ou sua incorporação em outra e participação em grupo de sociedades. A Lei das S.A. estabelece que, caso haja dispersão e liquidez das ações da companhia, o direito de recesso fica indisponível e o acionista insatisfeito deve buscar o mercado para desfazer-se de suas ações.

Para isso a Lei das S.A. define as expressões haver “liquidez” e “dispersão”, conforme o art. 137, inciso II, a) e b):

a) liquidez, quando a espécie ou classe de ação, ou certificado que a represente, integre índice geral representativo de carteira de valores mobiliários admitido à negociação no mercado de valores mobiliários, no Brasil ou no exterior, definido pela Comissão de Valores Mobiliários; e

b) dispersão, quando o acionista controlador, a sociedade controladora ou outras sociedades sob seu controle detiverem menos da metade da espécie ou classe de ação;

Importante notar que o artigo 9º da Instrução CVM 565, de 15 de junho de 2015, estabelece que 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 – IBOVESPA na data do aviso de fato relevante que anunciar a operação. Assim, com a entrada em vigor da Instrução CVM nº 565, a verificação do critério de liquidez dar-se-á quando a espécie ou classe da ação em questão integrar o

IBOVESPA, sendo que o critério de liquidez deve ser verificado na data do aviso do fato relevante que anunciar a operação.

No direito americano, essa exceção também é adotada por uma boa parte das Leis dos Estados federados sob o nome de “*market out exception*”<sup>48</sup>. Ela foi originalmente proposta pela *American Bar Association* em 1969. Comparato explica, em artigo sobre o assunto, que o legislador adicionou as exceções ao direito brasileiro junto com a reforma legislativa de 1997 inspirado nas razões apontadas pelo direito americano<sup>49</sup>. Existem três principais.

A primeira delas é que, quando uma empresa possui ações líquidas, fáceis de serem vendidas, o acionista insatisfeito não encontraria dificuldades em se desfazer delas ofertando-as no mercado. Certo que, não havendo a exceção, o dissidente poderia escolher entre vender suas ações e pedir que a sociedade devolvesse seus valores. Robert Clark argumenta que esta é uma oportunidade para evitar a descapitalização da empresa (a qual chama de “*cash drain*”)<sup>50</sup>.

Como destaca o autor, o direito de recesso priva a empresa de capital importante durante um período sensível, como costuma ser uma incorporação ou uma fusão. Destinar seu capital para um acionista dissidente quando este poderia optar por uma saída em dinheiro que reflete o valor de mercado e não danifica a empresa parece bem mais razoável. Portanto a legislação determina que o dissidente insatisfeito venda suas ações por conta própria, já que essa possibilidade existe.

Bayless Manning também se manifesta nesse sentido<sup>51</sup>. Segundo o autor, o direito de recesso deveria ser exclusivo para situações de “*no market*”, em que o acionista dissidente fica sem qualquer opção. A impossibilidade ou enorme dificuldade em desfazer-se de suas ações realmente o prenderia a vontade da maioria. Por isso, o autor

---

<sup>48</sup> “While all corporate statutes award the appraisal remedy regardless of the type of consideration received, some corporate statutes create an exception when there is an available cash exit through the market. The premise of the ‘market out’ exception, adopted by twenty-four states, is that the market or a large number of shareholders creates a cash exit at fair value, thereby making the appraisal remedy superfluous. Some statutes make the exception applicable as long as the stock surrendered is widely traded or held. The market-out exception in other statutes is applicable only when both the stock surrendered and the stock received as consideration are widely traded or held.” SIEGEL, 1995, op. cit., p. 79-143.

<sup>49</sup> COMPARATO, 1999, op. cit., p. 11-13.

<sup>50</sup> CLARK, 1986, op. cit., p. 445.

<sup>51</sup> “In the meantime, for the shorter run, a few firmer recommendations are possible. The appraisal remedy should not be extended except perhaps in demonstrable ‘no market’ situations. The statutes were formal and conceptual in origin. They should be left that way and administered that way until they are reanalyzed and reworked as a whole.” MANNING, 1962, op. cit. p. 224-264.

defende que o caráter de defesa do acionista minoritário do direito de recesso está mais latente quando dá uma opção de saída para quem, de outra forma, não a possuiria.

Por fim, Joel Seligman<sup>52</sup> destaca que, em um cenário em que o mercado reflete rapidamente a informação que lhe é passada, seria seguro assumir que a eventual venda de ações refletiria melhor o valor apropriado das ações. Dessa forma, seria mais adequado e menos custoso para o acionista dissidente e para os demais acionistas que as ações fossem vendidas no mercado.

Essas razões não são infalíveis.

Poder-se-ia argumentar que o direito de recesso não existe apenas para situações em que o mercado está em suas melhores condições. O recesso deve ser uma saída por valor que reflita de forma apropriada a participação de um acionista em uma empresa. Em um cenário em que o mercado está em rigorosa baixa, os acionistas ficariam em tremenda desvantagem. Interessante é a lição de Rachel Sztajn<sup>53</sup>:

Estas disposições de alguma forma desnaturam a função do instituto no sistema societário, não o estendendo a toda a coletividade acionária, além de ser injusto para com os acionistas que dele não podem se socorrer, devendo recorrer ao mercado acionário ou submeter-se à deliberação majoritária.

Ora, o valor de bolsa das ações pode, como já se disse, ser manipulado além do que, a venda de um grande lote de ações pode influir sobre a cotação das ações. Informações a respeito da operação que a companhia está promovendo poderão provocar alteração do preço das ações e, até mesmo, influir na possibilidade de encontrar compradores.

Considerado que as variações entre as cotações máxima e mínima de um mesmo título podem ser significativas parece ser injusto submeter o acionista da sociedade aberta a essa situação e subtrair outros acionistas só por serem as companhias de que são membros qualificadas como abertas ou fechada.

Robert Clark<sup>54</sup> menciona o incidente nos Estados Unidos em que os acionistas majoritários e a administração desenharam uma operação claramente desvantajosa para os acionistas minoritários enquanto o mercado estava em uma baixa histórica. Sem a opção de pedir o direito de recesso, os acionistas tinham que optar pelas condições desvantajosas dentro da companhia ou receber um valor muito aquém do apropriado pelas suas ações.

---

<sup>52</sup> SELIGMAN, 1984, op. cit. p. 829-871.

<sup>53</sup> SZTAJN, 1982, op. cit., p. 88 e 89.

<sup>54</sup> CLARK, 1986, op. cit., p. 445.

Segundo a lógica de que o direito de recesso existe para a proteção do acionista minoritário, a suas limitações devem ser inspiradas na manutenção da companhia e não na busca de condições necessariamente mais favoráveis para os acionistas restantes. Até porque a “*market out exception*” só está disponível para empresas que possuem um certo porte e representatividade mercadológica. Esse dispositivo pouco protege sociedades menores de sofrerem descapitalização.

Seguindo o exemplo apresentado acima, a saída pelo mercado pode anular o potencial do direito de recesso de resolver os “problemas de agência”. Em essência, com a impossibilidade do exercício do recesso, quando a companhia possui liquidez e dispersão, o acionista minoritário não possui meios para contestar a companhia da qual faz parte, ele pode apenas vender suas ações no mercado, em um momento que eventualmente as ações podem estar desvalorizadas, principalmente em função do anúncio da operação, o que inviabilizaria, mais uma vez, a chance de o acionista minoritário receber o seu valor justo.



## **CAPÍTULO 2 – CRITÉRIOS E MÉTODOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS**

Para entender como o cálculo do valor de recesso pode proteger o investidor no recesso, é necessário compreender, inicialmente, as formas que existem de avaliação de empresas.

A principal conclusão nos estudos feitos para a elaboração deste capítulo é que um método de avaliação apenas não é capaz de representar a companhia como um todo. As formas de avaliação não foram desenvolvidas para atender ao Direito, mas são aproveitadas por ele. O que a Ciência da Contabilidade oferece são diferentes perspectivas de uma mesma empresa, mensurados segundo parâmetros diferentes. Essas ferramentas são usadas por administradores e participantes do mercado para conhecer seu funcionamento, estimar sua produtividade, sua rentabilidade e extrair disso o valor da companhia.

Em outras palavras, discutir-se-á a intersecção entre Direito e Finanças. O propósito do presente Capítulo é fornecer um arcabouço teórico suficiente para discutir qual dos critérios de cálculo é mais adequado para determinar o reembolso do acionista. É preciso compreender bem o propósito de cada um desses métodos de avaliação, sob pena de atribuir a um deles uma função jurídica incompatível com a lógica para o qual foi criado.

### **2.1 INTRODUÇÃO CONCEITUAL**

Quanto vale uma empresa? Essa é uma das perguntas que intriga o estudo das finanças desde que surgiu. O mais interessante é que a resposta nunca foi a mesma por muito tempo, pois as companhias evoluem em estrutura, em funcionamento e em atenção às necessidades dos consumidores. Nos termos de Alexandre Assaf Neto:

As metodologias de avaliação de empresas são técnicas empregadas visando mensurar o valor de mercado dos ativos, o seu fair value. O valor de uma empresa, procura refletir os resultados das várias decisões financeiras, de suas estratégias e oportunidades futuras de crescimento.

O valor de uma empresa é formado pelo seu valor atual, calculado nas condições presentes, mais a riqueza gerada por todas as oportunidades de crescimento previstas. Em outras palavras, a empresa vale pelo que é capaz de produzir de retorno nas condições atuais mais as expectativas futuras de geração de benefícios líquidos incrementais de caixa.<sup>55</sup>

### 2.1.1 Introdução à relação entre Contabilidade e Direito

Esta introdução tem o propósito de apresentar quatro conceitos básicos: (1) os métodos de avaliação partem de referenciais diferentes, (2) possuem propósitos diferentes, (3) sempre carregam certo grau de insegurança e (4) não são, originalmente, criados para atender fins jurídicos.

Os métodos de avaliação de empresa foram desenvolvidos para fornecer informações diferentes. Em outros termos, investidores observam esses demonstrativos em busca de algo que lhes informe sobre o futuro, ou, pelo menos, quais tendências foram seguidas no passado.

Aswath Damodaran destaca, em seu livro sobre avaliação de empresas, que há enorme diferença entre os vários métodos de cálculo: alguns consideram o valor patrimonial de uma empresa e outros, a empresa em sua continuidade operacional (*going concern*), pois seu propósito é responder perguntas práticas sobre as companhias: o que tem, qual a valorização em função de ter um conjunto de bens em funcionamento, o quanto se estima que ela conseguirá render nos próximos anos, se há espaço para crescer, para se modernizar e assim por diante. O autor explica que:

O valor de um ativo na estrutura FCD [Fluxo de Caixa Descontado] é o valor presente dos fluxos de caixa previstos desse ativo. Estendendo-se essa proposição à avaliação de um negócio, pode-se argumentar que o valor de um negócio é a soma dos ativos individuais da empresa. Embora isso possa estar tecnicamente correto, há uma diferença fundamental entre avaliar um conjunto de ativos e um negócio. Um negócio ou uma empresa é uma entidade em progressão, com ativos que já possui e ativos nos quais espera investir no futuro. Podemos observar melhor isso quando analisamos o balanço financeiro (em oposição a um balanço contábil) de uma empresa em progressão na Figura 1.1. Observe que os investimentos já feitos são classificados como ativos

---

<sup>55</sup> ASSAF NETO, Alexandre. Valuation: métricas de valor & avaliação de empresas. 3ª ed. São Paulo: Atlas, 2020, p. 204.

instalados, mas os ativos previstos para o futuro são ativos para o crescimento<sup>56</sup>.

O propósito dessa passagem em seu texto é destacar que a contabilidade vai além de “registrar ativos”. Em verdade, o “valor” da companhia está em constante evolução. Os ativos valorizam, desvalorizam, quebram, precisam de manutenção. A produtividade varia conforme o mercado, a demanda, a eficiência da produção. E nem todos esses fatores são de interesse para fazer a avaliação da companhia.

Damodaran explica que se prender ao valor do patrimônio apenas pode produzir uma estimativa que não reflete o que a companhia vale para o investidor. Em verdade, avaliar a companhia como “*going concern*” produz informações que têm o potencial de instigar participantes do mercado a participar da empreitada, na expectativa de que investimento será recompensado. Não se compra ações se não há razão para crer que vão valorizar, independentemente do seguimento de atuação da companhia.

Como exemplo, o autor compara dois métodos de cálculo: o *Discounted Cash Flow* (Fluxo de Caixa Descontado) e o patrimônio líquido a preço de mercado. O resultado que o primeiro produz reflete os rendimentos esperados da companhia trazidos a valor presente e o outro produz uma simulação de liquidação da companhia, em que o valor de compra dos ativos é subtraído dos passivos, em valor recente. Ele explica que, enquanto um deles considera a produtividade da companhia, o outro serve de registro do patrimônio. Um é mais adequado para estimar o valor da companhia como um todo, enquanto o outro é uma ferramenta de registro do patrimônio da companhia.

Ainda neste trecho, percebe-se que a avaliação não é isolada no tempo. Trata-se, em verdade, de um recorte da atividade de uma companhia, que tem passado e futuro. Por conta disso, a análise do valor de uma empresa, independentemente do método utilizado, sempre terá certo grau de imprecisão<sup>57</sup>. Não há um método com inquestionável precisão e livre de falhas para estabelecer o valor de uma empresa. Todos eles abrangem

---

<sup>56</sup> DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de Empresas**. 2. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007. Revisão técnica Mara Luquet, p. 7.

<sup>57</sup> “A incerteza faz parte do processo de avaliação, tanto no momento em que avaliamos um negócio quanto na forma como esse valor evolui ao longo do tempo, à medida que obtemos novas informações que exercem impacto na avaliação. Essa informação pode ser específica da empresa em avaliação, ser mais genérica sobre o segmento de atuação ou, ainda, conter informações gerais de mercado (sobre taxas de juros e a economia.” Ibidem., p. 3.

imprecisão em algum grau. O trabalho do especialista é fazer um recorte, observar o que veio antes e supor o que virá em seguida. Nas palavras de Alexandre Assaf Neto:

O valor da empresa é um valor esperado, um preço estimado, baseado em previsões, erros e incertezas dos analistas. O avaliador convive com a incerteza de suas projeções, das variáveis macroeconômicas e do mercado em que a empresa atua. Empresas novas de tecnologias, por exemplo, trazem maior incerteza na avaliação que outras que atuam em mercados mais consolidados, com menor dependência tecnológica. Da mesma forma, empresas cíclicas, como companhias de aviação comercial e montadoras de veículos trazem uma incerteza maior nas variáveis macroeconômicas, como evolução do PIB, comportamento das taxas de juros e do câmbio<sup>58</sup>.

Assim, o momento em que a companhia se encontra (se possui uma operação estável, se está em crescimento, se está em crise), o tipo de atividade que desempenha (mineração, desenvolvimento de software), tudo isso influi sobre a utilidade de um determinado método de avaliação<sup>59</sup>.

É importante destacar que o Direito funciona segundo a lógica jurídica, em que argumentos devem ser construídos para demonstrar a compatibilidade entre a norma e a realidade. Juristas compreendem a Lei, mas nem sempre a realidade factual das companhias, pois, geralmente, não recebem treinamento específico para tal. Isso é especialmente verdade para analisar o recesso, em que é essencial compreender o que cada método de cálculo oferece.

Assim, por conta das suas limitações, a atividade jurisdicional demanda demonstrações confiáveis da realidade, fáceis de verificar, e nem sempre os instrumentos criados pela Ciência Contábil conseguem atender a essa necessidade. Um desafio enfrentado pelos juristas é conviver com a imprecisão presente nos métodos de cálculo, até porque a atividade de avaliar uma companhia nem sequer tem a pretensão de ser exata, mas de fornecer um valor aproximado.

---

<sup>58</sup> ASSAF NETO, op. cit., 2020, pg. 181.

<sup>59</sup> “Mesmo que estejamos confiantes em relação às nossas estimativas de valor de um ativo em determinado momento, esse valor muda ao longo do tempo em decorrência de novas informações advindas tanto da empresa quanto do mercado. Devido ao fluxo constante de informações nos mercados financeiros, a avaliação de uma empresa fica rapidamente obsoleta e tem de ser atualizada para refletir as informações atuais.” Ibidem., p. 03.

Diante disso, é necessário que a escolha do critério de cálculo do valor das ações para fins de reembolso seja razoável, isto é, que seja adotado um método de cálculo cuja função é compatível, ao mesmo tempo, para a Contabilidade e para o Direito.

### *2.1.2 A diferença entre valor e preço*

A diferença entre valor e preço está nas circunstâncias em que são produzidos. O termo “*valor*” designa o resultado de uma avaliação. A produção de um “*valor*” é o mesmo que estimar uma representação monetária para uma utilidade. Nas palavras de Rubens Famá<sup>60</sup>:

Portanto, é o grau de utilidade de um bem, dentro de uma escala de preferência do consumidor que determina o seu valor. Assim, como preferência dos seres humanos e grau de utilidade de um bem, não são fatores claramente definidos e mensuráveis, não se consegue fugir de certa subjetividade na determinação de valores de ativos.

De acordo com os objetivos da avaliação e as informações disponíveis, pode-se calcular vários “valores” diferentes, numérica e conceitualmente, para as empresas, conforme os métodos de avaliação que serão apresentados a seguir. São exemplos: Valor Contábil ou Book Value, Valor de Mercado da Empresa em Bolsa de Valores, Valor Econômico, entre outros.

Destaca-se desse parágrafo que “*valor*” é algo flutuante, que obedece a aferição de contexto (tempo e espaço). No mesmo sentido, Damodaran explica que é um mito a ideia de que um demonstrativo permanece verossimilhante ao longo do tempo. Ele é feito com base nas premissas a serviço do contador naquele momento e com as informações à sua disposição. As circunstâncias podem mudar. Uma companhia que antes possuía grande valor de mercado pode passar a valer quase nada em questão de dias.

Ainda nessa mesma linha, não há um cenário em que seja possível analisar todas as variáveis imagináveis para determinar o “*valor*” da empresa. Primeiro porque algumas são imprevisíveis, pois não é possível listar todos os fatores que podem influir na avaliação, dado que alguns deles são acidentais ou externos à companhia, como, por

---

<sup>60</sup> FAMÁ, Rubens; PEREZ, Marcelo Monteiro. Métodos de Avaliação de empresas e o balanço de determinação. **Administração em Diálogo**, São Paulo, v. 1, n. 6, p. 102, mar. 2004.

exemplo, bolhas no mercado, mudança de regulamentação da atividade-fim da companhia, escândalos em mídias sociais ou, até mesmo, pandemias.

Segundo, porque isso não necessariamente produz um valor próximo da realidade. Levar em consideração vários valores complica o cálculo. Nem todos os fatores refletem o valor da companhia, ou são insignificantes diante dos mais importantes, como fluxo de caixa. Assim, “valor” é a conclusão de uma análise. É uma estimativa razoável.

Já *preço* é o resultado de uma negociação. Explica Famá que:

Assim sendo, enquanto o valor é relativo e depende de vários fatores, muitos deles subjetivos, o preço é único, exato e preciso, e reflete fielmente a mensuração financeira de uma transação de compra e venda de determinada empresa.

Todavia, o preço apenas será definido como conclusão do processo de negociação, entre o desejo dos compradores e as expectativas dos vendedores, que utilizarão suas mensurações de valor como referencial para a tomada de decisão, em um processo onde sem uma ideia mais coerente desse valor da empresa, passam a preponderar fatores de ordem emocional e interesses especulativos<sup>61</sup>.

Assim, preço é um acordo. É o resultado de negociações.

Em uma negociação, as partes podem usar como referência uma avaliação que conclui por um “valor” estimado da companhia. Porém o cálculo realizado não deixa de ser um demonstrativo que aproxima o valor da companhia.

Note-se que o “preço” tem uma função diferente do “valor”. Este é uma ferramenta para chegar àquele, é aferível, mas sempre vem acompanhado de um grau de incerteza e erro<sup>62</sup>, enquanto aquele é determinado e específico, em função da existência de um acordo entre as partes.

Compreender essa diferença é essencial para o presente trabalho, pois nem sempre há uma circunstância que permita a aferição de um preço.

---

<sup>61</sup> FAMÁ, PEREZ. 2004, op. cit., p. 102.

<sup>62</sup> “A incerteza faz parte do processo de avaliação, tanto no momento em que avaliamos um negócio quanto na forma como esse valor evolui ao longo do tempo, à medida que obtemos novas informações que exercem impacto na avaliação.” DAMODARAN, 2007, op. cit., p. 3.

### 2.1.3 A definição de “fair value”.

Nos termos *do International Accounting Standards Board*, “Fair value is the amount for which an item could be exchanged or settled between knowledgeable willing parties in an arm’s length transaction”<sup>63</sup>.

Iudícibus e Martins explicam, em seu artigo “Uma investigação e uma proposição sobre o conceito e o uso do valor justo”<sup>64</sup>, que a tradução e a aplicação desse referencial não são tão simples assim.

O primeiro problema que encontram é o de traduzir essa definição para o português, pois ela guarda em si outros conceitos, como *willing parties* e *arm’s length transaction*, que não possuem um equivalente na língua portuguesa. Os autores propõem a seguinte tradução: “Valor Justo é o montante pelo qual um determinado item poderia ser transacionado entre participantes dispostos e conhecedores do assunto, numa transação sem favorecimento”. A definição é, basicamente, a mesma de um mercado, em que o “preço justo” é aquele acordado entre partes sofisticadas e informadas<sup>65</sup>.

Assim, *valor justo* passou a ser sinônimo de substituição do valor de mercado<sup>66</sup>. As expressões são usadas como sinônimos, apesar de não o serem.

---

<sup>63</sup> INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD. IFRS 13: Fair Value Measurement, 2012. Disponível em: <<https://www.ifrs.org/-/media/feature/supporting-implementation/ifrs-13/education-ifrs-13-eng.pdf>>. Acesso em: 06 jan. 2020.

<sup>64</sup> IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARTINS, Eliseu. Uma investigação e uma proposição sobre o conceito e o uso do valor justo. **Revista Contabilidade & Finanças** – USP, São Paulo, v. 18, n. 1, p. 9-18, jun. 2007.

<sup>65</sup> Vale destacar que, no cenário estudado pelos autores, pressupõe-se que ambas as partes detinham e compreendiam a informação disponível sobre a companhia, em simetria de informação. Na prática empresarial, é mais comum que haja assimetria de informações entre o comprador e o vendedor, nos moldes estudados pelo economista George Akerlof, em 1970, em seu trabalho “*The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*”. O autor estudou a influência da assimetria de informações entre compradores e vendedores e chegou à conclusão de que o vendedor de um produto que sabe ser de má qualidade (*lemons*) ficará satisfeito ao receber o preço médio de mercado, porém o vendedor de produto que sabe ser de boa qualidade se recusaria a vender seu produto de boa qualidade pelo preço médio. Aliando essa noção ao trabalho de Iudícibus e Martins, o valor justo, em um caso concreto, corresponderia a um valor alcançado por um comprador informado que realizou checagens internas e externas de informação e valor, em uma “*arm’s length transaction*”.

<sup>66</sup> “Além da dificuldade semântica, o conceito, da forma como está definido, apresenta, indubitavelmente, características complexas. A primeira é quando afirma que Valor Justo é a importância pela qual um determinado item ‘**poderia**’ ser transacionado. O termo **poderia** coloca o avaliador numa situação indeterminada, num limbo conceitual com tendência a levá-lo diretamente para o inferno da indefinição. Não se definia, até muito recentemente, se era um valor de entrada ou de saída. Um mercado de compra ou de venda. Claro que mercado é mercado, tanto compradores quanto vendedores podem transitar por ele. Mas, se a primeira exteriorização do conceito, na prática, tem sido feita através da obtenção de um valor de mercado, por que não definir, desde logo, **Valor Justo** como **Valor de Mercado**? Veja-se como a resposta talvez não justifique essa diferenciação. O limbo conceitual que a definição, com sua incerteza, coloca, é propiciar interpretações heterodoxas e paroxísticas quando o valor de mercado não existe. Até modelos

Porém havia uma dificuldade. A Contabilidade não precisava de uma nova forma de conceituar o valor de mercado, mas sim de uma forma de mesurar o valor quando não há mercado. O Comitê de Pronunciamentos Contábeis emitiu em 2005 o Parecer nº 46, o qual integra o conceito a prática brasileira, junto à Instrução CVM nº 235 de 1996, nos seguintes termos:

O valor justo é uma mensuração baseada em mercado e não uma mensuração específica da entidade. Para alguns ativos e passivos, pode haver informações de mercado ou transações de mercado observáveis disponíveis e para outros pode não haver. Contudo, o objetivo da mensuração do valor justo em ambos os casos é o mesmo – estimar o preço pelo qual uma transação não forçada para vender o ativo ou para transferir o passivo ocorreria entre participantes do mercado na data de mensuração sob condições correntes de mercado (ou seja, preço de saída na data de mensuração do ponto de vista de participante do mercado que detenha o ativo ou o passivo).

Como calcular, então, o valor de mercado sem mercado? Iudícibus e Martins apresentam a seguinte sugestão:

Preconiza-se, também, que, como método preferencial para calcular o valor justo conforme acima definido (se não existir um mercado ativo), antes de se entrar com cálculos de fluxos descontados, se procure calcular o custo corrente dos insumos contidos no ativo objeto de avaliação ou através da criteriosa utilização de índices de preços específicos. Somente em último recurso, recorrer-se-ia a cálculos matemáticos probabilísticos<sup>67</sup>.

Dessa breve exposição, é importante reter que *valor justo* é um conceito contábil e mensurável, e não se confunde com o adjetivo “justo” utilizado no Direito para referir-se a algo ponderado ou com valor principiológico. Essas palavras têm significados diferentes, a depender do campo de aplicação. Assim, quando se fala *valor justo* em Direito, nem sempre se trata do *valor justo* utilizado na Contabilidade.

---

matemáticos e matriciais extremamente complexos têm sido pensados a fim de calcular esse Fair Value em tais condições! Ou seja, por se querer atribuir valor a um elemento patrimonial que não tenha preço de mercado, adotou-se a expressão valor justo.” Ibidem, p.11.

<sup>67</sup> IUDÍCIBUS; MARTINS, 2007, op. cit., p. 17.



### 2.1.4 Goodwill e bens imateriais

Uma companhia pode ser avaliada de várias perspectivas, mas elas não são equivalentes. Por exemplo, o cálculo do patrimônio líquido não seria o valor usado como referência para estabelecer o preço de uma ação. Isso seria um tanto absurdo: equivaleria a dizer que o valor da Google é o mesmo dos seus prédios e computadores contados isoladamente.

É mais razoável dizer que a avaliação de uma companhia não está completa enquanto não estão contabilizadas “marcas registradas, *market share*, conhecimento organizacional, qualidade dos processos internos, *know-how* técnico do corpo funcional, credibilidade de mercado etc.”<sup>68</sup>.

Avaliar uma companhia é também considerar seu valor imaterial. Dentro disso, podem-se encontrar dois conceitos: *goodwill* e bens imateriais.

É comum ver essas duas palavras serem utilizadas como sinônimos. Afinal, ambas fazem referência ao patrimônio imaterial de uma companhia. Porém do ponto de vista técnico, são conceitos diferentes e são avaliadas de formas diferentes.

*Goodwill* é um termo emprestado do inglês para designar o conjunto de fatores que não são contabilizados como patrimônio contábil, mas que são importantes para determinar o valor de uma companhia. Nas palavras de Famá<sup>69</sup>:

Se a expectativa de retorno se situar abaixo deste padrão julgado razoável, o valor da empresa poderá inclusive não atingir o patrimônio líquido a preços de mercado. Assim, uma empresa somente tem seu valor fixado acima do valor de mercado de seu patrimônio líquido se possuir um *Goodwill*, uma mais valia, ou seja, alguma vantagem competitiva que permita produzir um retorno acima dos resultados operacionais mínimos do seu setor de atuação. Conforme a teoria de finanças, pode-se considerar como *Goodwill* o conjunto de características, qualidades e diferenciais de uma empresa expressos através de sua capacidade futura de produzir riquezas.

Assim, o *goodwill* parte da perspectiva de que um grupo de bens, funcionalmente organizados e em utilização tem mais valor em conjunto que se considerados

---

<sup>68</sup> FAMÁ; PEREZ, 2004, op. cit., p. 109.

<sup>69</sup> Ibidem, p. 109.

isoladamente. O complexo de bens reunidos possui um valor agregado maior do que a soma isolada, pois há custo de oportunidade e de transação para organizá-los. Daí por que o custo do estabelecimento é superior ao custo unitário dos bens que o compõem.

O que “está à venda” é a empresa, não seu patrimônio. Este é o valor agregado inerente à organização produtiva. Conforme lição de Pontes de Miranda, “o que acontece é que, com a organização e o funcionamento, a empresa faz a, b e c, juntos valerem mais que a soma deles”.<sup>70</sup>

Oscar Barreto Filho explica, citando M. Rotondi, que o *goodwill* ou aviamento não pode ser objeto autônomo de direitos e, portanto, objeto de alienação:

Constitui mera abstração falar do aviamento como coisa ou elemento existente por si próprio, independente do estabelecimento. O aviamento existe no estabelecimento, como a beleza, a saúde ou a honradez existem na pessoa humana, a velocidade no automóvel, a fertilidade no solo, constituindo qualidades incindíveis dos entes a que se referem. *O aviamento não existe como elemento separado do estabelecimento, e, portanto, não pode constituir em si e por si objeto autônomo de direitos, suscetível de ser alienado, ou dado em garantia.*<sup>71</sup> (grifos nossos)

O conceito de *goodwill* é importante porque ele apenas é incluído em alguns métodos de cálculo, notadamente aqueles que têm por foco a capacidade de produção de uma determinada companhia. Em outros, não.

Já os *bens imateriais* são identificáveis e singularizáveis. Trata-se de marcas, patentes, softwares, direitos comprados pela companhia, franquias e outros. Perceba que bens intangíveis não possuem uma forma física, mas são passíveis de identificação e venda. Como explica Schmidlin:

Ativos intangíveis: ativos intangíveis são geralmente direitos adquiridos, patentes, software e licenças. Em certas circunstâncias, os ativos intangíveis gerados internamente podem ser capitalizados por empresas que utilizam o IFRS [International Financial Reporting Standards]. Portanto, é aconselhável, nos casos em que o tamanho dessa

---

<sup>70</sup> PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. **Tratado de Direito Privado**, Tomo XV. Rio de Janeiro, Borsoi, 1956, p. 365.

<sup>71</sup> BARRETO FILHO, Oscar. **Teoria do estabelecimento comercial**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 1988. p. 170.

posição seja excepcionalmente alta, verificar se esses ativos são realmente recuperáveis<sup>72</sup>. (tradução livre)

Mario Milone explica que os bens precisam atender as seguintes características para serem considerados intangíveis:

- Devem permitir uma fácil identificação e descrição;
- Devem estar sujeitos a existência e proteção legal;
- Devem ser submetidos ao direito de propriedade individual e esta deve poder ser legalmente transferível;
- Deve existir uma evidência tangível de sua existência (ex.: contrato ou registro);
- Devem ter sido criados em uma data ou como resultado de um evento identificável;
- Devem ser passivos de destruição ou terminação de uma data ou como resultado de um evento identificável<sup>73</sup>.

A avaliação do valor de bens intangíveis tornou-se o desafio atual da Contabilidade. Como explica Milone, o impacto da geração de valor dos bens intangíveis tem ganhado maior destaque nos rendimentos da companhia, de maneira que é necessário aperfeiçoar a maneira como são estimados<sup>74</sup>.

## 2.2 CRITÉRIOS DE AVALIAÇÃO MAIS COMUNS

Pelo estudo que foi desenvolvido, conseguiu-se destacar cinco grandes grupos de formas de avaliação da companhia: (1) métodos de avaliação do patrimônio; (2) cotação

---

<sup>72</sup> Texto original: “Intangible assets: Intangible assets are usually purchased rights, patents, software and licenses. In certain circumstances internally generated intangible assets may be capitalized by companies using the IFRS. It is therefore advisable, in instances in which the size of this position is unusually high, to verify that these assets are actually recoverable”. SCHMIDLIN, Nicolas. **The Art of Company Valuation and Financial Statement Analysis: A Value Investor’s Guide with Real-life Case Studies**. West Sussex: John Wiley & Sons Ltd., 2014, p. 20.

<sup>73</sup> MILONE, Mario César de Mattos. **Cálculo do valor de Ativos Intangíveis**: Uma metodologia alternativa para a Mensuração do valor de marcas. 2004. 142 f. Tese (Doutorado) – Curso de Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Departamento de Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004. Disponível em: <[https://teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-27122005-214349/publico/TeseDout\\_MarioMilone\\_1204.pdf](https://teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-27122005-214349/publico/TeseDout_MarioMilone_1204.pdf)>. Acesso em: 08 nov. 2019.

<sup>74</sup> MILONE, 2004, op. cit., p. 1 e 2.

de mercado; (3) preço de negociação (*deal price*)<sup>75</sup>; (4) estimativas de futuro e (5) comparação com outras companhias.

### 2.2.1 Critérios de Avaliação do Patrimônio

#### a) Patrimônio Líquido

Em essência, o patrimônio líquido de uma companhia é calculado subtraindo-se os passivos dos ativos. Como explica Eduardo Luzio:

Nota técnica: significado de patrimônio líquido. O conceito de “riqueza”, do ponto de vista da contabilidade, é descrito e mensurado pela conta Patrimônio Líquido (PL), que é, possivelmente, o conceito mais importante para a contabilidade. O PL é revelado no BP como a diferença entre todos os bens e direitos que a empresa tem (coletivamente denominados, ativos) e seus deveres e obrigações com terceiros (coletivamente denominados, passivos). O PL é o saldo, em determinado dia do ano, do montante historicamente investidos pelos seus sócios (a subconta, Capital Social) e acumulados na empresa por decisão da maioria dos sócios (as subcontas, Prejuízos Acumulados e Reservas). O PL revela, portando, o montante de recursos disponíveis para a empresa, sem datas para devolução nem remuneração predefinidas a seus donos de direito, ao contrário de um empréstimo bancário ou uma debênture. Por conseguinte, o PL não é uma dívida no sentido clássico da palavra.

O BP contém informações preciosas sobre a liquidez financeira da empresa, seu capital de giro, sua estrutura de capital e o montante de créditos fiscais que podem ser utilizados. Essas informações são ‘pistas’ sobre sua capacidade de gerar ou destruir valor<sup>76</sup>.

Destacam-se alguns pontos dessa citação. Primeiro, o referencial para aplicar o patrimônio líquido. Trata-se apenas do registro de entrada dos ativos da companhia, sem atender para seu uso, deterioração ou aplicação. Para calculá-lo, não é necessário avaliar o mercado, as possibilidades de produção ou o crescimento. É apenas o valor histórico.

---

<sup>75</sup> Embora não seja, propriamente, um método de avaliação, incluiu-se neste grupo para efeito didático, pois, este tem sido um dos critérios mais utilizados nos Estados Unidos para determinação do valor de reembolso nas diferentes disputas judiciais examinadas no presente trabalho.

<sup>76</sup> LUZIO, Eduardo. **Fusões e aquisições em ato**: Guia prático: geração e destruição de valor em M&A. Rio de Janeiro: Editora Senac, 2014.

Também não são avaliados o *goodwill* ou o patrimônio imaterial. Isto é, não é incluído na estimativa de produtividade ou valor de patrimônios não-físicos. O olhar do analista é voltado para cada bem material individualmente.

Em segundo lugar, destaca-se seu propósito: revelar os recursos a serviço da companhia e como ela é financiada. Assim, ele não é uma estimativa do que a companhia produz, mas um registro dos meios de produção de sua propriedade.

Não é comum encontrá-lo como referencial do valor a ser utilizado em negociações. Um investidor, provavelmente, não venderia ações de sua companhia pelo somatório do valor histórico de seus bens, menos as despesas, pois não é nisso que a companhia gera valor para os acionistas. Ele não é útil para negociar um “preço” para corresponder ao valor ações.

Considere uma empresa de software. Seria incoerente promover uma oferta de ações baseadas no preço de entrada dos computadores, mesas e cadeiras. Esse demonstrativo existe para gestão interna e fins tributários. Seria mais razoável avaliar a companhia pela sua capacidade de gerar receita, pelos ganhos advindos do licenciamento de softwares, ou pelos que estão em desenvolvimento.

Outro exemplo: suponha-se uma companhia farmacêutica, avaliada sem considerar o valor das patentes dos medicamentos, ou suas redes de distribuição e clientes.

O raciocínio é o mesmo em ambos os exemplos. Trata-se de empresas cuja margem de rendimento e capacidade de produção superam o custo de operação.

Pode-se concluir que o valor patrimonial não reflete o perfil completo de uma companhia e nem foi criado para cumprir esse propósito. Por mais que ele possa ser chamado de “objetivo” e “estável”, esses adjetivos não são sinônimos de que tenha essa utilidade. Em verdade, o patrimônio líquido é uma boa perspectiva da companhia enquanto evidência de seu patrimônio e dos seus modos de financiamento. Muitos dos bens e sinergias essenciais para caracterização de uma companhia moderna não estão representados nesse método de cálculo.

### *b) Patrimônio Líquido a Preço de Mercado*

O patrimônio líquido a preço de mercado constitui um parâmetro de avaliação que considera o valor de saída dos ativos da sociedade. Em poucas palavras, simula-se a venda de cada ativo e divide-se esse valor pelo número de ações.

Modesto Carvalhosa define, com precisão, dita metodologia de avaliação:

No que respeita ao “valor do patrimônio líquido” (art. 248) da ação ou quota, deverá ser avaliado o patrimônio a preços de mercado (art. 183, § 1º). Não se trata, pois, do valor do patrimônio líquido contábil, ou seja, aquele utilizado para o pagamento de reembolso no recesso. Nesse caso da letra b, o valor de patrimônio líquido a preços de mercado será **o valor do ativo, subtraído o passivo, mas de cada bem constante do ativo e do passivo, avaliado individualmente, a preço de mercado.** Esse critério atende à finalidade do preceito que, ao referir-se a “preços de mercado”, pressupõe que **qualquer bem ou direito somente tem valor se puder ser negociado individualmente, ou seja, independentemente de outros bens ou direitos**<sup>77</sup>. (grifos nossos)

O que ocorre, na prática, é um ajuste no valor contábil de cada bem integrante do ativo da companhia, de sorte a fazer com que o valor do referido ativo reflita seu valor de liquidação.

Conforme ensina Eli Loria:

De plano, esclareço que, no meu entender, não me parece razoável admitir que a avaliação deva se limitar estritamente aos itens constantes do balanço, ainda que este seja a base e o ponto de partida. A avaliação deve ser a mais ampla possível e não apenas de seus ativos imobilizados e de ativos mantidos em estoque, devendo os intangíveis e ativos residuais não contabilizados também fazer parte do mesmo. Cabe mencionar que o “goodwill” não entra na avaliação a preços de mercado somente devendo ser considerados intangíveis individuais, ativos não físicos, que tenham valor de mercado, marcas e patentes, direitos e contratos, e não o chamado “goodwill” que, em verdade, é o valor da empresa que excede o que seria auferido com a negociação a preços de mercado de cada item do ativo<sup>78</sup>.

---

<sup>77</sup> CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas** – 4º Volume – Tomo II. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2009. p. 210.

<sup>78</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador n. 08/05. Relator: Diretor Eli Loria. Rio de Janeiro. J. em 2005.

No mesmo sentido assim opinou Maria Helena Santana:

2. Não é o que vejo, ao analisar este caso. Para concluir como fez, parece-me que a Comissão de Inquérito parte de um erro quanto ao significado de um laudo de avaliação do patrimônio líquido (PL) a preços de mercado. O laudo de PLA mercado não é capaz de refletir o valor de uma empresa, dadas as limitações de sua metodologia. 3. Por ser previsto para avaliar os itens do patrimônio da companhia um a um, separadamente, ao preço provável de realização de venda ordenada no mercado, esse método não apreende o valor do negócio em marcha. Ele não teria como refletir o valor do conjunto de fatores sendo geridos e em andamento, pois, no mínimo, não abrange a avaliação do *goodwill* da companhia objeto. É diferente, portanto, de avaliações sobre o valor econômico de negócios ou, como chamado pela Comissão de Inquérito, sobre o valor justo a pagar. 4. Penso que toda a prática do nosso mercado corrobora essa opinião de que o laudo de PL a valores de mercado não é capaz de refletir o valor de uma companhia em funcionamento. Como exemplo, pode-se examinar uma situação em que o avaliador é demandado a escolher, entre as várias metodologias admitidas, aquela que pode refletir o valor justo da empresa, como é o caso do art. 4º, § 4º, da Lei das S.A., na apuração do preço a ser oferecido na oferta pública obrigatória de cancelamento de registro de companhia aberta. Não me lembro de um caso de empresa com negócio em marcha em que a metodologia escolhida pelos avaliadores tenha sido o PL a mercado. 6. É claro que a avaliação do PL a mercado tem como objetivo ser uma aproximação em direção ao valor da firma. Mas, assim como as outras balizas colocadas no art. 256 da Lei – cotação das ações em mercado organizado ou múltiplo do lucro líquido por ação –, não passam de uma referência melhor que o patrimônio líquido contábil, para efeito de haver ou não obrigação de ouvir os acionistas em assembleia. São balizas que pretendem alertar os administradores e os acionistas em geral acerca da transação de aquisição de outra empresa, mas nenhuma das três avalia o negócio<sup>79</sup>.

Nos Estados Unidos, prevalece o mesmo conceito:

De acordo com a Lei de Delaware, “valor do patrimônio líquido” é um fator a ser considerado em um processo de avaliação. O valor patrimonial líquido foi considerado equivalente ao valor teórico de liquidação da corporação alvo - ou seja, o valor justo de mercado dos ativos corporativos na data da operação. O valor líquido do ativo é, portanto, o valor dos ativos físicos diferenciado do valor do próprio negócio (ou seja, o “valor da continuidade”, que inclui ativos intangíveis)<sup>80</sup>. (tradução livre)

---

<sup>79</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador n. 25/03. Relator: Presidente Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana. Rio de Janeiro. J. em 2003.

<sup>80</sup> Texto original: “Under Delaware Law, “net asset value” is one factor to be considered in an appraisal proceeding. Net asset value has been held to be equivalent to the theoretical liquidation value of the target corporation – that is, the fair market value of the corporate assets on the date of the merger. Net asset value

Como paralelo, importante lembrar o método de cálculo desenvolvido a pedidos dos tribunais brasileiros sob o nome de “balanço de determinação”. Trata-se da forma como é determinado o reembolso para dissolução parcial de uma sociedade. O texto específico do Código Civil de 2002 (art. 1031)<sup>81</sup> determina que o valor da participação societária deve ser calculado com base no patrimônio da companhia, levando em consideração o valor de entrada dos ativos. O Código também permite que os participantes da companhia incluam o critério de cálculo a ser aplicado nessa eventualidade, mas, em seu silêncio, estima-se o proporcional do patrimônio da sociedade<sup>82</sup>.

De um modo geral, os tribunais entenderam que a apuração desse critério deve ser feito por meio do que se denominou de *balanço de determinação*. A tese aparentemente pacificada é de que avaliar o patrimônio a preço de *entrada* não seria a melhor forma de simular a liquidação de uma companhia. Seria mais lógico, em tese, aplicar o preço de *saída*, como se a companhia tivesse, de fato, sido dissolvida. Em 2015, o balanço de determinação foi incluído no Código de Processo Civil, Lei nº 13.105, de 16 de março de 2015, no seu art. 606 que “*em caso de omissão do contrato social, o juiz definirá, como critério de apuração de haveres, o valor patrimonial apurado em balanço de determinação, tomando-se por referência a data da resolução e avaliando-se bens e direitos do ativo, tangíveis e intangíveis, a preço de saída, além do passivo também a ser apurado de igual forma*” (grifos nossos).

Fábio Ulhôa explica em seu artigo dedicado ao assunto que o balanço de determinação é uma criação jurisprudencial para atender ao raciocínio da dissolução

---

is, therefore, the value of the physical assets as distinguished from the value of the business itself (i.e., the “going concern value” which includes intangible assets)”. LIPTON, Martin. Takeovers and Freezeouts, 2003, **Law Journal Press**, p. 9-97.

<sup>81</sup> Embora incluído na disciplina da sociedade simples, este dispositivo incide, em princípio, nos demais tipos societários de natureza pessoal, salvo se houver norma legal ou contratual em sentido diverso.

<sup>82</sup> BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. **Código Civil**. Brasília. “Art. 1.031. Nos casos em que a sociedade se resolver em relação a um sócio, o valor da sua quota, considerada pelo montante efetivamente realizado, liquidar-se-á, salvo disposição contratual em contrário, com base na situação patrimonial da sociedade, à data da resolução, verificada em balanço especialmente levantado. § 1º O capital social sofrerá a correspondente redução, salvo se os demais sócios suprirem o valor da quota. § 2º A quota liquidada será paga em dinheiro, no prazo de noventa dias, a partir da liquidação, salvo acordo, ou estipulação contratual em contrário”.



parcial<sup>83</sup>. Algumas das ideias defendidas neste artigo merecem um pouco mais de atenção. Analisar-se-á, pois, seu raciocínio.

O autor defende que não só o balanço de determinação é o método previsto na legislação para efeito de dissolução parcial, mas o melhor método possível para estimar o valor das ações. Ele começa seu raciocínio explicando que há diferença entre valores negociados e valores imputados. Os *negociados* são fruto da vontade de duas partes em transmitir a propriedade das ações. Assim, há um elemento volitivo nessa transmissão. Já os imputados não derivam de uma situação negocial, mas de uma determinação da lei e devem seguir os preceitos escolhidos pelo legislador<sup>84</sup>.

Dessa explicação, Ulhôa conclui que o balanço de determinação (ou patrimônio líquido a preço de mercado) é o melhor método de cálculo, pois seria isonômico e razoável. Para o autor, razoável é aquilo que produz efeitos isonômicos, ou seja, não traz lucro para a companhia ou para o acionista dissidente. Transcreveram-se suas palavras para facilitar a análise:

Não é à toa que a jurisprudência predominante entende que, na omissão do contrato social, o critério mais adequado para a apuração dos haveres dos sócios, em caso de dissolução parcial da sociedade, é o valor patrimonial real, baseado num balanço de determinação. Do mesmo modo, não é à toa que a lei elegeu como critério para a apuração de haveres, no caso de omissão do contrato social, o do valor patrimonial em data presente, baseado num balanço especial. **Eles foram escolhidos por serem alguns dos critérios razoáveis, a partir dos quais se podem solucionar, de modo equilibrado e justo, os conflitos de interesses envolvidos com a apuração de haveres na sociedade limitada. Talvez, o mais razoável de todos, que importa em efetivo tratamento isonômico das partes, seja o sócio que permanece na sociedade, seja aquele em relação ao qual o vínculo societário rompeu-se**<sup>85</sup>. (destaque nosso)

---

<sup>83</sup> “O balanço de determinação é, bem vistas as coisas, um instrumento contábil desenvolvido exclusivamente para atender à jurisprudência dominante sobre apuração de haveres. Não tem outra serventia senão dar cumprimento às decisões judiciais que decretam a dissolução parcial de sociedade limitada, em que o contrato social é omissivo relativamente ao cálculo do reembolso. A própria expressão – balanço de determinação – é criação da doutrina jurídica, e não da teoria da contabilidade.” COELHO, Fábio Ulhoa. Apuração de Haveres na Sociedade Limitada. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Seteguti J. (Orgs.). **Processo Societário**. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2012. p. 185-202.

<sup>84</sup> COELHO, 2012, op. cit., p. 189 e 190.

<sup>85</sup> Ibidem, p. 197 e 198.

Na mesma linha, ele considera que o princípio de autonomia privada, em sua versão de autonomia contratual, deve ser respeitado, exceto quando o valor alcançado não encaixe no espectro do “razoável”.

Deste modo, nenhum critério escolhido pelos sócios no contrato social pode ser afastado pelo juiz, somente porque subavalia ou sobreavalia as cotas, **desde que seja um critério razoável**, isto é, vinculado à condição patrimonial ou econômica da sociedade. A subavaliação ou sobreavaliação pode ter sido exatamente o efeito pretendido por elas, quando assinaram o contrato social<sup>86</sup>. (grifos nossos)

Existem algumas inconsistências nessa tese.

A primeira delas é supor que a fixação de um critério apenas levará ao necessário alcance de um valor justo toda vez que for aplicado. Porém, isso não condiz com a realidade do dia-a-dia empresarial. De fato, para simular uma dissolução, faz sentido estimar o valor de venda dos ativos, contudo nem toda companhia concentra sua riqueza em ativos, no senso usual da palavra. Por vezes, uma empresa tem pouco a oferecer em propriedades e meios de produção, pois sua real riqueza está em patentes, clientela, dinâmica de funcionamento, *know-how*.

Assim, não é correto afirmar que a fixação de um critério sob a suposição de que sempre produzirá um valor justo, quando, em verdade, o cálculo é completamente desconectado da realidade. Em verdade, fixar o critério falharia o teste de “razoabilidade” do autor, o qual é fundado na observação dos efeitos do cálculo.

A segunda inconsistência é a defesa da liberdade contratual. Em um momento, o autor defende a supremacia de um dos critérios de cálculo sobre os outros e, em outro defende que os sócios determinem o critério, para, logo em seguida, defender novamente que o judiciário deve intervir na liberdade contratual caso não alcance a razoabilidade proposta.

Bem verdade que a avaliação do valor de cada ativo como se a companhia estivesse em liquidação parece uma solução cabível, mas observando de outra perspectiva, parece um tanto injusto. Esse cenário não parece refletir qualquer senso de isonomia ou razoabilidade, em determinados casos.

---

<sup>86</sup> Ibidem, p. 201.

Em verdade, supõe-se que o objetivo do legislador ao instituir o critério de avaliação do patrimônio líquido a preço de mercado foi o de garantir maior grau de objetividade na avaliação, impossibilitando, dessa forma, a atribuição do valor dos ativos considerados de forma conjunta, como fatores de produção organizados. Ou seja, na avaliação dos ativos, sejam eles tangíveis ou intangíveis, não devem ser consideradas eventuais sinergias existentes entre eles.

Assim, o único argumento que se sustenta em favor de utilizar essas bases contábeis para calcular o reembolso é sua previsibilidade. Por mais que o especialista tenha que tomar algumas decisões no método que utilizará, não há tanta subjetividade. Porém é importante frisar que esse critério pouco reflete a realidade de produção da companhia. Em verdade, é mais próximo de uma convenção que de um reflexo da realidade.

A questão é que o valor de uma participação dificilmente será um valor contábil. Ele pode até ser equivalente em um determinado caso concreto, contudo será por coincidência.

### *2.2.2 Cotação de mercado*

Em relação ao critério de cotação de mercado, a avaliação é feita com base no comportamento dos compradores independentes e seus analistas. Observa-se quanto os agentes de mercado pagariam por um determinado valor de mercado, isto é, observam-se os preços operados por um volume de agentes independentes para estimar o valor justo de uma ação da companhia.

O primeiro destaque a se fazer é que os fatores chave para que o valor de mercado seja uma base de cálculo confiável para avaliar uma companhia são (i) haver um mercado para o valor mobiliário, (ii) ser um mercado consubstancial e (iii) haver informação<sup>87</sup>.

---

<sup>87</sup> “The Efficient Capital Market Hypothesis states that a market is efficient if the prices of the assets sold in that market fully reflect all available information about those assets. In other words, the ECMH posits that when new information about the assets being sold is generated, the price of the goods changes almost instantaneously to reflect that information.” MACEY, Jonathan; MITTS, Joshua. Asking the Right Question: The Statutory Right of Appraisal and Efficient Markets. ECGI Working Paper Series in Law, LA, v. 01, n. 01, p.01-61, dez. 2018, n. 428/2018, p. 01-61. No mesmo sentido, Damodaran: “Os preços oscilam de acordo com as informações sobre a empresa. Os negociadores da informação tentam negociar antecipando-se a uma nova informação ou pouco após a sua revelação ao mercado. A premissa de base é

Os americanos trabalham com a ideia de que um mercado só pode ser considerado confiável enquanto referencial para avaliar o valor de uma empresa quando seu comportamento estiver compatível com a Hipótese de Mercado Eficiente (*Efficient Market Hypothesis*, EMH). Essa Hipótese classifica o fluxo de mercado com base na capacidade de reação dos participantes às informações sobre os ativos postos à venda. A atualização do valor de oferta deve corresponder materialmente ao dado revelado<sup>88</sup>.

Em termos mais esparsos, toda empresa precisa publicar informações sobre seu funcionamento: demonstrativos de desempenho, balanço patrimonial, fatos relevantes. Em posse dessas informações, o mercado responde e adequa-se. A publicação de bons resultados ou de uma operação pode fazer o preço de um ativo subir.

Caso essas reações sejam em razão das informações e proporcionais a elas, pode-se afirmar que esse mercado é confiável. Não é a agilidade do mercado que o torna eficiente, necessariamente, mas a sintonia entre a informação e o preço correspondente.

Dessa forma, um mercado que reage de forma explosiva, como um gatilho, não é considerado eficiente. Seu comportamento não é racional. Inexiste razão que justifique sua variação brusca de preço meramente pela liberação de informação em si<sup>89</sup>.

Assim, foram estabelecidas três categorias de confiabilidade do mercado. A primeira, *eficiência forte*, é quando o mercado reflete informações publicadas e privadas. Nesse cenário, qualquer investidor seria bem-sucedido, porque os valores que recebe estão atualizados e correspondem perfeitamente ao momento da empresa. O segundo, *eficiência semiforte*, é quando o mercado reflete bem informações públicas. Esse é o

---

que esses negociadores podem se antecipar à divulgação de informações e medir a reação do mercado melhor do que o investidor médio no mercado”. DAMODARAN, 2007, op. cit. p. 5.

<sup>88</sup> “Prices change when estimates of future cash flows change. Put differently, when new information about a company becomes available, new, updated estimates of cash flows are possible, and this new information changes the present value, that is the price, of a financial asset such as a share of stock. For example, if new information indicates that a particular company is riskier than previously had been believed, the market will apply a steeper discount to future cash flows, thereby driving down present value. Similarly, if it looks like a company’s sales will be higher than previously thought, the expected cash flows in the present value calculation of the firm’s value will go up, causing an increase in the company’s share price.” MACEY e MITTS, 2018, op. cit., p. 7.

<sup>89</sup> Ainda assim, os autores defendem que o mercado permanece a melhor forma de avaliar o preço de uma ação. “Thus, the fact that securities markets sometimes are characterized by asset bubbles and troughs that seem irrational does not indicate that market prices and deal prices should be ignored when transactions take place during such troughs and bubbles. This is because such troughs and bubbles affect all investors in all asset classes, and because investors can replace assets that have been sold during troughs and bubbles with other assets that are experiencing irrational declines or irrational increases in value. Since fairness requires treating similarly situated investors alike and does not require affording special treatment to dissenting shareholders, market prices are adequate indicators of fair value in efficient markets even during troughs and bubbles.” MACEY e MITTS, 2018, op. cit., p. 13.

espectro mais observável. Há farta evidência de que o funcionamento das bolsas americanas é esse normalmente. E há, por fim, a *eficiência fraca*, quando o mercado não corresponde a informações nem públicas nem privadas<sup>90</sup>, ou seja, é irracional.

Cumpra explicar que a eficiência informacional é constatada para cada caso. Não se trata, portanto, de uma premissa ou uma convenção. É necessário observar o comportamento do mercado pelo período que se quer utilizar para, então, diagnosticar seu grau de confiabilidade.

Sintetizando esse primeiro raciocínio, tem-se que um volume considerável de analistas trabalha para conseguir o valor mais adequado para aquelas ações com base nas informações que recebem. O preço final é determinado por esse grupo de pessoas que tem interesse em alcançar o valor que reflete aquele investimento, isto é, o quanto um investidor deveria pagar por aquela ação. Dado que se trata de um coletivo imparcial, assume-se que a congregação desses esforços individuais produz um valor mais estável e confiável que o trabalho de um analista apenas.

Nas palavras dos autores Mitts e Macey:

Assim, apesar dos desafios para a Hipótese de Mercados Eficientes [HME], os Tribunais de Delaware estão corretos ao dar primazia à HME em casos de avaliação. Em particular, notamos que, quaisquer que sejam suas deficiências, a HME é muito superior a metodologias alternativas de avaliação subjetiva, como a análise de fluxo de caixa descontado. Em particular, nas finanças corporativas, “[os] preços de mercado são tipicamente vistos como superiores a outras técnicas de avaliação porque, ao contrário de, por exemplo, o modelo de fluxo de caixa descontado elaborado por uma única pessoa, o preço de mercado deve refletir o julgamento coletivo de muitos analistas com base em informações publicamente disponíveis sobre uma determinada empresa e o valor de suas ações.”<sup>91</sup> (tradução livre)

---

<sup>90</sup> “The weak form of the ECMH postulates that a stock’s price is substantially independent of past price performance; whatever information is inherent in the historical progression of a stock’s price is reflected in the current price. Thus, according to the weak form of the ECMH, ‘an investor cannot enhance his/her ability to select stocks by knowing the history of successive prices and the results of analyzing them in all possible ways.’” Ibidem, p. 14.

<sup>91</sup> Texto original: “Thus, notwithstanding challenges to the ECMH, Delaware Courts are correct in affording primacy to the ECMH in valuation cases. In particular, we note that, whatever its shortcomings, the ECMH is vastly superior to alternative, subjective valuation methodologies such as discounted cash flow analysis. In particular, in corporate finance, “[m]arket prices are typically viewed superior to other valuation techniques because, unlike, e.g., a single person’s discounted cash flow model, the market price should distill the collective judgment of the many based on all the publicly available information about a given company and the value of its shares”. MACEY; MITTS, 2018, op. cit., p. 22.

Um segundo apontamento a ser feito é que os valores de mercado avaliam a companhia conforme um contexto. Por mais que os ativos sejam importantes na avaliação de uma empresa, é preciso observar as tendências a que ela está exposta: se ela atua em um nicho específico, se possui competitividade, se investe em inovação, mudanças na regulação de sua atividade, tudo isso afeta seu valor de mercado. Há uma estratégia complexa a ser seguida, a qual vai além de considerar um critério apenas.

Porém pode acontecer que nem sempre o preço de cotação mercado seja o melhor. É necessário destacar algumas situações em seu desfavor.

*a) Existência de Liquidez*

Para que o mercado seja um referencial útil, é importante que haja mercado para aquela ação. A utilização dos valores de mercado não vale muito quando não há liquidez ou dispersão. O que faz do mercado um referencial tão confiável para valorar uma empresa é especificamente a fluidez e a competitividade: o volume de agentes comprando e vendendo aquela ação.

*b) Irracionalidade*

Outro argumento em desfavor do uso do valor de mercado é a irracionalidade a que ele está sujeito. Os autores Mitts e Macey explicam que o mercado está exposto a falhas, como bolhas de ativos, manipulação e comportamento irracional dos operadores de mercado. Diante dessas situações, a eficiência do mercado pode ser colocada em xeque, porém, ainda assim, segundo os autores, o mercado seria o melhor referencial.

Para eles, essas falhas não tornariam o preço de mercado injusto, porque, primeiramente, quando há bolha no mercado, não é para uma ação apenas, mas para ativos de um mesmo setor<sup>92</sup>. Na visão deles, mesmo que determinado ativo estivesse em uma bolha (algo que é dificilmente perceptível), esta afeta ativos de um mesmo setor, não

---

<sup>92</sup> “The critical point is that asset bubbles are not confined to single stocks. They occur across asset classes. The same is true for the declines in asset values that are said to follow financial bubbles. As such, judges are free to ignore the fact that a transaction occurred in the midst of a trough because an investor who is forced to sell a financial asset at what she considers to be an artificially low price is free to replace that asset with an equally undervalued investment of her choice in the same asset class. When the drop in prices that follows the asset bubble has resolved itself and asset values have returned to ‘normal’ levels, the complaining seller will be made whole. Of course, in the interim, asset prices remain depressed.” MACEY; MITTS, 2018, op. cit., p. 11.

apenas uma ação específica. Nesse raciocínio, a valoração é semelhante para toda aquele setor. Caso uma ação fosse vendida ou trocada por outra, espera-se que esses preços sejam pelo menos comparáveis, de maneira que utilizar esse preço permanece justo para aquele mercado. Inclusive, nada impediria que a bolha fosse genérica, afetando não somente determinado setor, mas o mercado de capitais, como um todo, acreditando, os investidores, em uma valorização ou desvalorização geral. Na visão dos autores:

Assim, o fato de os mercados de valores mobiliários às vezes serem caracterizados por bolhas e flutuações no valor de ativos que parecem irracionais não indica que os preços de mercado e os preços de negociação devam ser ignorados quando as transações ocorrerem durante essas flutuações e bolhas. Isso ocorre porque tais flutuações e bolhas não afetam todos os investidores em todas as classes de ativos e porque os investidores podem substituir ativos que foram vendidos durante flutuações e bolhas por outros ativos que estão passando por declínios irracionais ou aumentos irracionais de valor. Como a justiça exige o mesmo tratamento para investidores em situação semelhante e não exige tratamento especial para os acionistas dissidentes, os preços de mercado são indicadores adequados de valor justo em mercados eficientes, mesmo durante flutuações e bolhas.<sup>93</sup> (tradução livre)

### *c) Manipulação de mercado*

Uma outra crítica à utilização do valor de mercado seria a possibilidade de existência de manipulação de mercado. Os autores Mitts e Macey explicam que não é tão simples manipular os preços de mercado sem, é claro, incorrer em fraude. Eles comentam três formas mais comuns de manipular o mercado e duas delas eram observadas em épocas em que a velocidade da propagação de informação afetava a agilidade da atualização dos preços, coisa que não se observa mais. A única possível nos dias de hoje seria por meio de fraude, o que não refuta a Hipótese de Mercado Eficiente. Em suas palavras:

---

<sup>93</sup> Texto original: “Thus, the fact that securities markets sometimes are characterized by asset bubbles and troughs that seem irrational does not indicate that Market prices and deal prices should be ignored when transactions take place during such troughs and bubbles. This is because such troughs and bubbles affect all investors in all asset classes, and because investors can replace assets that have been sold during troughs and bubbles with other assets that are experiencing irrational declines or irrational increases in value. Since fairness requires treating similarly situated investors alike and does not require affording special treatment to dissenting shareholders, market prices are adequate indicators of fair value in efficient markets even during troughs and bubbles”. MACEY; MITTS, 2018, op. cit., p. 16.

Como nas outras formas de manipulação que discutimos, embora a manipulação de preço por distorção seja, obviamente, teoricamente possível, essa forma de manipulação parece altamente improvável no contexto de procedimentos de avaliação. A manipulação de preço por distorção, no contexto de uma operação, envolve claramente fraude e viola a Regra 10b-5 da SEC. Parece-nos óbvio que um tribunal ajustaria o preço de mercado e o preço de transação de um valor mobiliário cujo preço eficiente foi distorcido por distorções relevantes por um comprador.<sup>94</sup>. (tradução livre)

#### *d) Economia Comportamental*

Por fim, em relação à economia comportamental. Trata-se do campo da Economia que parte do pressuposto de que o comportamento humano está exposto à irracionalidade. Esses economistas observam erros cognitivos que podem afetar o comportamento de agentes econômicos.

Os autores Mitts e Macey refutam a ideia defendendo que não há, especificamente, uma teoria comportamental<sup>95</sup>. Isto é, a teoria comportamental tem apenas a premissa de que o agente econômico pode ser irracional e passa a listar circunstâncias em que isso é observável. Assim, os estudiosos se limitam a encontrar situações em que os agentes agem de forma irracional, em vez de tecer um raciocínio para guiar a teoria. Não há uma hipótese, apenas uma constatação e o estudo de alguns vieses de raciocínio. Já a Hipótese de Mercados Eficientes é, de fato, uma teoria. É fundada em um raciocínio, o qual foi testado, e existem evidências abundantes de sua validade.

Os autores concluem que a média dos valores negociados pelas ações no mercado de capitais por um certo período antes do anúncio da operação é a melhor evidência do valor intrínseco das ações. Segundo os autores, esses valores são avaliados e reavaliados por analistas de mercado com interesse em comprar ou vender essas ações, como já

---

<sup>94</sup> “As with the other forms of manipulation we have discussed, while misstatement manipulation is, of course, theoretically possible, this form of manipulation seems highly unlikely in the context of valuation proceedings. Misstatement manipulation, in the context of a merger clearly involves fraud and violates SEC Rule 10b-5. It seems obvious to us that a court would adjust the market price and the deal price of a security whose efficient price has been distorted by material misstatements by an acquirer”. Ibidem, p. 16.

<sup>95</sup> “Kuhn tells us that to discover anomalies one first must have a theory that is capable of being contradicted. One of the strengths of the EMH is its refutability: it can be tested. One gets the impression that behavioral finance, taken as a whole, consists of a set of disjointed and inconsistent ideas, some of which are rationalizations of the anomalies of others. If all theories are abstractions and all theories have anomalies, but behavioral finance has no anomalies, the implication is that it is not a theory.” BALL, Ray. The Global Financial Crisis and the Efficient Market Hypothesis: What Have We Learned? **Journal of Applied Corporate Finance**, Chicago, p. 22, 5 nov. 2009.



comentado. A tese é de que o preço negociado pelas ações é o mais imparcial possível em que há abundância de informação pública sobre a companhia em um mercado de eficiência semiforte.

Primeiramente, porque o preço é calculado por agentes fora da operação. Nesse cenário, em que há um bom volume de informação pública e esta foi adequadamente incorporada pelo mercado, é razoável afirmar que o preço no mercado reflete o valor intrínseco da companhia.

Ainda nesse raciocínio, o preço praticado no mercado de capitais não inclui as sinergias do preço do acordo<sup>96</sup>. É pacífico que o dissidente não deve se beneficiar da operação. Levando em consideração que o mercado não tem acesso ao volume de informações que um potencial comprador tem, é de se imaginar que não negocie um preço com vistas aos possíveis ganhos com sinergia, de maneira que seu preço reflete o valor atual da companhia, e não o esperado pós-operação. O destinatário daquele preço são investidores que desejam se tornar acionistas, e não realizar uma incorporação ou compra.

Assim, o preço estaria livre de imprecisões: calculado por vários analistas, atualizado constantemente para as expectativas de rendimento do mercado, não inclui sinergias e corresponde ao que um investidor neutro pagaria por aquelas ações.

E, em segundo lugar, o preço de mercado está livre das falhas que podem afetar a negociação. Como explicado acima, a equidade nas negociações é o referencial para saber se o preço acordado é ou não uma boa evidência do “valor justo”. Essa negociação pode conter falhas: problemas de agência, período de *go-shop* com poucos compradores ou ter real chance de novo acordo. O mercado, quando semiforte, não seria afetado pelo processo de negociação.

Vale mencionar que existem posições contrárias a essa visão. Robert Shiller, Nobel em Economia em 2013, autor do livro *Irrational Exuberance*<sup>97</sup>, defende que não se pode ignorar a influência da psicologia na maneira como pessoas fazem decisões de investimento. Considere o seguinte cenário: uma companhia com bastante liquidez no

---

<sup>96</sup> “An important advantage of using the unaffected market price rather than the deal price is that the deal price generally will contain elements of value impounded in the price that the dissenting shareholders in an appraisal proceeding are not entitled to receive. Specifically, under Delaware law, the goal of courts engaged in appraisal proceedings is to value the corporation itself as distinguished from a specific fraction of its shares as they may exist in the hands of a particular shareholder.” MACEY e MITTS, 2018, op. cit. p. 25.

<sup>97</sup> SHILLER, Robert J. **Irrational Exuberance** (3rd ed.). Princeton, NJ: Princeton University Press. 2015, p. 2.

mercado publica seus resultados trimestrais. Alguns investidores lerão tudo, outros lerão apenas o resumo, e outros seguirão apenas o conselho de seus analistas de confiança e não se preocuparão em pessoalmente conhecer tudo. Entre aqueles que leram tudo, um grupo pode interpretar os resultados de forma otimista e outro, de forma pessimista. Assim, na visão do autor, não é possível atribuir ao mercado um grau de racionalidade perfeita, pois, seres humanos, os participantes do mercado não reagem da mesma forma à mesma informação.

O autor não expressa que a Hipótese de Mercado Eficiente é descartável, mas que um fator que tem sido deixado de lado nas análises é a sofisticação dos participantes de mercado, pois nem todos interpretarão a informação como o modelo sugere.

### 2.2.3 Preço de Negociação (*deal price*)

O preço da negociação é um valor útil para calcular o reembolso quando a negociação é feita por agentes independentes (*arm's-length negotiation*). Isso quer dizer que as partes negociaram o valor da operação seguindo seus interesses e motivações.

Nesse cenário, em que as partes negociam livremente e alcançam um preço que atende aos interesses de ambas, presume-se que o preço acordado reflete o valor intrínseco da companhia. Inclusive alguns dispositivos contratuais foram desenvolvidos para garantir a qualidade do preço de negociação.

Um exemplo desses dispositivos é o período de “*go-shop*”. Trata-se de um intervalo de tempo entre o fim das negociações com um comprador e a assinatura do contrato, em que os vendedores buscam outros possíveis compradores. É um período destinado a checagem do mercado, para saber se os termos da operação são os mais vantajosos possíveis. Se, em um *go-shop* bem executado, um outro comprador oferecer um valor maior ou menor pelas ações, sabe-se que o valor originalmente acordado pode estar equivocado, o que beneficia acionistas minoritários.

É importante observar que quando o comprador é estratégico, isto é, a companhia compradora é concorrente da que vende, é esperado que haja ganhos com a diminuição do custo de operação. Setores da companhia comprada serão incorporados aos da

compradora ou extintos. Esse ganho resultante da reorganização das empresas pós-fusão é o que se chama de *sinergia*<sup>98</sup>.

Na expectativa que de que haverá ganhos com sinergia, a companhia vendedora pode negociar um preço até mais alto que o praticado em mercado. Esse possível ganho pode ser revertido em aumento do preço da operação. Nesse caso, o preço de negociação não refletiria o preço real da companhia, mas o valor da companhia mais sinergia.

#### 2.2.4 Estimativas de ganhos futuros

Uma outra forma de estimar o valor de uma companhia é sob a perspectiva de que é um investimento. Afinal, compra-se uma participação em uma empresa quando se espera retorno do seu desempenho.

Assim, é possível estimar quanto uma dada companhia produzirá nos anos subsequentes. A análise foca-se em tudo aquilo que pode gerar valor para a companhia, ou seja, quanto um investidor pode esperar ganhar com aquela companhia ao longo dos anos ou o quanto poderá perder.

O método mais conhecido nessa categoria é o Fluxo de Caixa Descontado (FCD) ou *Discounted Cash Flow* (DCF) e suas variáveis. O cálculo do FCD parte da situação financeira da companhia. Tomam-se os demonstrativos dos rendimentos, o investimento inicial e os custos estimados dos anos subsequentes como ponto de partida<sup>99</sup>. A estimativa dos rendimentos é isolada e a ela é aplicada uma taxa de desconto.

Para aplicar esse método de cálculo é necessário estimar (i) que os rendimentos da companhia assumirão certos valores no futuro (ii) que o custo de operação assumirá certo valor e (iii) a taxa de desconto para trazer o recebimento ao valor presente. Explica Milone que:

---

<sup>98</sup> “Há valores especiais a se considerar em avaliações de aquisição. Primeiro, há sinergia, o aumento no valor que muitos gestores preveem que ocorra após fusões, pois a empresa resultante é capaz de realizar coisas que as empresas não poderiam individualmente. Os efeitos da sinergia sobre o valor combinado das duas empresas (empresa-alvo mais proponente) têm que ser considerados antes de se tomar uma decisão quanto à oferta.” DAMODARAN, 2007, op. cit, p. 5.

<sup>99</sup> DAMODARAN, 2007, op. cit, p. 21.

Para que o fluxo de caixa represente fielmente a situação futura da empresa, tem que se efetuar uma série de projeções de receita e dos custos variáveis e fixos, bem como o impacto dos impostos e de itens que não geram impacto no caixa da empresa (como depreciação e amortização), conforme apontam Copeland, Koller e Murrin (1996), Damodaran (1997) e Rappaport (1998). Essas projeções têm que ser feitas com muito cuidado, pois deverão levar em consideração quais serão as possíveis reações do mercado às políticas da empresa. Adicionalmente, Copeland, Koller e Murrin (1996) e Damodaran (1997) apontam para a necessidade de se definir qual será a vida útil do projeto na análise. Esta definição deverá estar baseada nos ciclos de vida tecnológicos presentes no mercado<sup>100</sup>.

É necessário estimar que as operações de uma companhia continuarão rendendo um montante “M”, com algumas variações e que a operação custará “C” por um número “n” de anos.

Com base nessas suposições, aplica-se um desconto “r”. O desconto tem a tarefa de trazer o valor do investimento ao tempo presente.

O FCD analisa uma empresa com base no retorno ao longo do tempo<sup>101</sup>. Assim, sua pretensão é estimar os ganhos futuros, o que se espera de retorno de um determinado investimento.

Essa perspectiva é respeitada entre avaliadores, por ser teoricamente e matematicamente bem fundada, e é um método de avaliação muito utilizado em negociações para contrato de M&A. O cálculo é feito da perspectiva daquilo que vale para o participante do mercado: o que ele ganhará com aquele investimento. É, efetivamente, o que a companhia “vale”. Nas palavras de Alexandre Assaf Neto:

Apesar da existência de outras metodologias de avaliação, o método de Fluxo de Caixa Descontado – FCD é o que apresenta o maior rigor técnico e conceitual, sendo por isso mais indicado e adotado na avaliação de empresas. O método do FCD baseia-se no conceito de que o valor de um ativo é determinado pelo valor presente de seus benefícios futuros esperados de caixa, descontados por uma taxa de atratividade que reflete o custo de oportunidade dos proprietários de capital<sup>102</sup>.

---

<sup>100</sup> MILONE, Mario Cesar de Mattos. **Cálculo do Valor de Ativos Intangíveis: Uma metodologia alternativa para a Mensuração do Valor de Marcas**. 2004. 142 f. Tese (Doutorado) – Curso de Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004, p. 19.

<sup>101</sup> DAMODARAN, 2007, op. cit., p. 20 e 21.

<sup>102</sup> ASSAF NETO, op. cit., 2020, p. 184.

Uma outra vantagem é que o FCD parte do montante dos rendimentos, isto é, não dos ativos em si, de maneira que seu cálculo para fins de recesso não afetaria o patrimônio destinado a produção, como explica Schmidlin:

O único valor objetivo de uma companhia é determinado pelo fluxo de caixa livre futuro, ou seja, a quantia que o proprietário pode retirar do excesso de fluxo de caixa ano após um ano sem ter um impacto negativo na empresa. Para levar em consideração o nível predominante de taxas de juros e riscos de negócios, os fluxos de caixa futuros esperados devem ser descontados a uma taxa de juros ajustada pelo risco. Isso resulta no valor presente dos fluxos de caixa, que corresponde em soma ao valor intrínseco da empresa. Em termos simples, o valor de um negócio é medido por seus fluxos de caixa esperados, a partir dos quais os saques podem ser feitos, durante toda a vida útil da empresa<sup>103</sup>. (tradução livre)

Porém os juristas criticam seu uso para calcular o valor das ações no recesso. Apresentam-se duas dessas razões.

Primeiro porque é o método mais subjetivo dentre os disponíveis<sup>104</sup>. Os primeiros apresentados partem de demonstrativos, da avaliação coletiva de um ativo, enquanto quase todas as variáveis utilizadas no FCD precisam ser estimadas com base no passado da companhia. Explica Milone que:

Apesar de ser uma metodologia bastante aceita nos meios acadêmicos e vastamente utilizada no mercado, o FCD não está isento de falhas. Uma das principais deficiências apontadas da técnica de FCD é o fato do modelo ser muito estático, isto é, utiliza-se uma fotografia do passado para se estimar o desempenho futuro de um ativo. Esta

---

<sup>103</sup> Texto original: “The only objective company value is determined by the future free cash flow of a business, i.e. the amount that the owner could withdraw from the excess cash flow year after year without having a negative impact on the company. In order to take into account the prevailing level of interest rates and business risks, the expected future cash flows have to be discounted at a risk-adjusted interest rate. This results in the present value of the cash flows, which corresponds in sum to the intrinsic company value. In simple terms, the value of a business is measured by its expected cash flows, from which withdrawals could be made, across the entire lifetime of the enterprise”. SCHMIDLIN, 2014, op. cit. p.

<sup>104</sup> “It seems clear that actual prices generated in the market are an unambiguously superior methodology for determining fair value than the DCF analysis. DCF calculations are highly subjective and courts have expressed frustration with the wildly divergent views of competing expert who often arrive at wildly different valuations for companies when employing a DCF analysis.” MACEY; MITTS, 2018, op. cit. p. 2.

característica do modelo pode gerar um viés nos resultados já que o futuro poderá não se comportar necessariamente como o passado<sup>105</sup>.

Mais uma vez, depara-se com a diferença entre a contabilidade e o judiciário. O mercado financeiro vive do futuro e precisa lidar com a incerteza e fazer o possível para refinar previsões e adequá-la. O judiciário precisa de uma evidência do valor justo, algo robusto capaz de justificar o valor de reembolso. Assim, o Fluxo de Caixa Descontado pode não representar sempre esse valor por conta da arbitrariedade.

Em segundo lugar, a doutrina critica o FCD por produzir resultados diferentes para uma mesma companhia. Dado que a taxa de desconto é especulativa, as partes tendem a apresentar relatórios de FCD com resultados bem diferentes. Para isso, basta aplicar uma taxa otimista e outra pessimista.

Porém, a despeito desses dois argumentos, o FCD persiste como uma opção para determinar o valor de uma companhia. A doutrina concorda, pelo menos, que o FCD é preferível aos cálculos meramente patrimoniais, já que leva em consideração o real motivo pelo qual um investidor compraria uma ação: seu possível retorno.

### *2.2.5 Comparação por múltiplos*

O último tipo de avaliação que se mostrará é o de comparação por múltiplos. O método funciona pela comparação de companhias semelhantes de um mesmo ramo em uma série de aspectos – lucro líquido, fluxo de caixa, EBITDA, valor patrimonial, receita – para “descrever” quanto vale uma empresa.

O método é útil para estabelecer referenciais entre companhias de um ramo e ajustar o preço relativo, conforme Assaf Neto:

A avaliação relativa é um método bastante popular no mercado, principalmente pela simplicidade, rapidez e intuição de seus relatos. No entanto, deve-se registrar que os múltiplos apresentam certas dificuldades práticas, como as de identificar empresas comparáveis e selecionar os múltiplos mais recomendados para a avaliação, trazendo por isso algumas imprecisões em seus resultados<sup>106</sup>.

---

<sup>105</sup> MILONE, 2004, op. cit., p. 20.

<sup>106</sup> ASSAF NETO, op. cit., 2020, p. 207.

Apesar de sua popularidade no mercado, os múltiplos são utilizados na avaliação de empresas como uma medida adicional, visando confrontá-la com o método do FCD, metodologia mais consagrada e adotada pela teoria e prática de avaliação de empresas. É uma informação útil para a avaliação, porém não definitiva<sup>107</sup>.

Ele é calculado tomando-se o preço das ações de companhias similares (do mesmo seguimento, com lucros comparáveis) à companhia alvo e ajustando-se a média conforme demonstrativos financeiros previamente escolhidos. Quanto melhor a companhia em relação aos seus competidores, mais alto ela é avaliada. Explica Damodaran:

Em última instância, os múltiplos de patrimônio líquido são determinados pelos mesmos fundamentos que determinam o valor do patrimônio líquido em um modelo de fluxo de caixa descontado – crescimento esperado em lucros, risco do patrimônio líquido e potencial fluxo de caixa. As empresas com crescimento maior, risco menor e razões de *payout* mais altas, mantidas as demais condições, devem transacionar a múltiplos de lucros, valor contábil do patrimônio líquido e receitas muito mais elevados que outras. Na medida em que há diferenças nos fundamentos entre países, períodos e empresas, os múltiplos também sofrerão variação. Falhar no controle dessas diferenças nos fundamentos pode acarretar conclusões errôneas baseadas puramente em uma comparação direta de múltiplos.<sup>108</sup>.

Assim, a avaliação pelo Método dos Múltiplos é uma metodologia baseada em valores relativos, pelo fato de serem utilizados múltiplos de outras companhias similares para estimar qual deve ser o valor da empresa que está sendo avaliada.

Existem algumas dificuldades em usar esse método de cálculo. Primeiro, quando a companhia atua em um ramo muito pequeno ou possui um modelo de negócios único, não há muita opção para fazer a comparação. Como explica Assaf Neto:

Uma empresa comparável é aquela com fluxos de caixa, potencial de crescimento e riscos similares à empresa objeto da avaliação. O ideal seria podermos avaliar uma empresa pela análise da precificação de outra idêntica. [...] Essa abordagem torna-se mais difícil de aplicar quando um segmento é composto por relativamente poucas empresas. Na maioria dos mercados fora dos Estados Unidos, é pequeno o número de empresas de capital aberto em determinado setor, principalmente se

---

<sup>107</sup> ASSAF NETO, op. cit., 2020, p.207.

<sup>108</sup> DAMODARAN, 2012, op. cit., p. 206.

a definição for restritiva. Também é difícil definir empresas do mesmo ramo como comparáveis, se forem grandes as diferenças em risco, crescimento e perfis de fluxo de caixa entre elas. Assim, há centenas de empresas de software de informática listadas nos Estados Unidos, mas também são grandes as diferenças entre elas. A concessão é simples. Uma definição mais ampla aumenta o número de comparáveis; no entanto, também resulta em um grupo diversificado de empresas<sup>109</sup>.

A precificação se dá em comparação com o valor de seus pares, levando em consideração o pressuposto de que o valor de um ativo deve ser próximo a outros similares no mercado. Por isso, é importante definir quais serão os pares analisados, ou seja, as outras empresas que serão comparadas para criar uma média de mercado. Obviamente valores fora da curva devem ser excluídos para não distorcer resultados, bem como empresas que não se assemelham com as atividades da empresa.

O método dos múltiplos possui limitações. É preciso encontrar empresas com as características mais similares possíveis. Ademais, múltiplos são calculados com base em informações contábeis, as quais exigem ajustes para a comparação. Por fim, importante mencionar que nem todas as informações são publicamente disponíveis, fazendo existirem falhas e imperfeições que impossibilitam análises perfeitas, sendo que os índices dificilmente consideram a perspectiva futura.

### **2.3 QUAIS MÉTODOS PODERIAM SER UTILIZADOS PARA EFEITO DE REEMBOLSO?**

Em síntese, abordaram-se cinco referenciais para basear a avaliação de uma companhia.

Primeiro, o patrimônio da companhia. Viu-se que somar o valor dos ativos e subtrair o passivo é uma conta simples de se fazer, comparada com outros métodos de cálculo. Ele não reflete o *goodwill*. Ele pode ser calculado pelo preço de entrada (preço pago pelo ativo) ou de saída (o quanto o ativo vale isoladamente no mercado).

Para um agente de mercado, o patrimônio líquido é útil para estudar os meios de produção à disposição da companhia, isto é, o que ela possui para gerar rendimento. Do

---

<sup>109</sup> DAMODARAN, op.cit. 2012, p. 172.



ponto de vista jurídico, seu melhor uso para avaliar a companhia é quando está em fase de liquidação.

Segundo, estudou-se a avaliação das ações por meio da perspectiva do valor de mercado. Usam-se como referencial para o valor da companhia os preços negociados em bolsa de valores. Considera-se que a avaliação promovida por um coletivo de analistas e em grande volume produz uma estimativa razoável e confiável.

Contudo nem sempre há mercado. A companhia pode não estar listada, ou não possuir movimento o suficiente que justifique a confiança nesse valor. Além disso, o mercado nem sempre opera de maneira equilibrada. Em verdade, está sujeito a manipulações e bolhas.

Em terceiro lugar, estudou-se o método mais atual em contabilidade para a avaliação da companhia: o fluxo de caixa descontado. Esse método tem como referencial os rendimentos de uma companhia trazidos ao “valor presente”.

A vantagem do fluxo de caixa descontado é que ele trata a companhia do ponto de vista de um investimento: o que ela “vale” para um investidor. Essa estimativa revela o valor intrínseco do empreendimento e é comumente usada como referencial para negociação de operações societárias.

A grande desvantagem desse método de avaliação é que uma boa parte dos seus valores é estimada. É uma aproximação que guia as decisões de investidores ao comprar ações ou negociar operações. Em termos jurídicos, não oferece muita precisão.

Por fim, abordou-se a comparação por múltiplos. Trata-se de estabelecer um denominador comum entre companhias do mesmo seguimento para determinar no valor correspondente. Contudo não é um método muito autônomo ou preciso.

Qual desses métodos é o ideal para ser critério de avaliação das ações para fins de recesso? Essa é uma resposta que o presente trabalho pretende responder, pois nenhum desses métodos foi criado com a pretensão de ser infalível.

Os cinco critérios acima são ideais em situações específicas e desvantajosos em outras. Não há um só que seja adequado para toda situação em um cenário “*one size fits all*”.

No capítulo seguinte analisar-se-á como americanos e italianos responderam a essa pergunta.



## CAPÍTULO 3 – COMO FUNCIONA O CÁLCULO DO VALOR DE REEMBOLSO NO DIREITO AMERICANO E ITALIANO

### 3.1 DIREITO DE RECESSO NOS ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA

#### 3.1.1 Introdução

Entender como funciona o recesso na jurisdição americana é central para o presente trabalho, porque nela o número de sociedades anônimas e de casos de recesso é inigualável.

Tomar-se-ão como referência a Lei do Estado de Delaware, onde estão constituídas mais da metade das “*corporations*”, e um documento chamado *Model Business Company Act*<sup>110</sup> (MBCA), uma orientação legislativa emitida pela *American Bar Association*, a organização profissional de advogados dos Estados Unidos da América. Tais fontes são as mais mencionadas e discutidas nos trabalhos sobre o assunto e oferecem um bom referencial para a discussão desse mecanismo no direito americano.

O direito de recesso foi criado pelos tribunais e, somente anos depois, foi incluído na legislação, diferentemente dos países de tradição romano-germânica, onde foi adotado diretamente na lei.

Nos Estados Unidos, a legislação sobre direito societário é de competência estadual, de modo que o recesso se desenvolveu em cada Estado separadamente, o que criou uma pluralidade de “recessos”. Essa variedade de formas de exercer o recesso acabou por gerar dúvidas na academia americana sobre como seria o recesso ideal, em quais hipóteses ele deveria ser concedido ou como deveria ser exercício.

Como será visto neste capítulo, nos Estados Unidos, parte-se do pressuposto de que o valor a ser reembolsado pelas ações é necessariamente o *valor justo*, ou o que mais se aproximar dele. Contudo, no Brasil, o acionista consegue exercer o direito de recesso e sair da companhia, mas não há garantia de que consiga recuperar seu investimento, pois

---

<sup>110</sup> Essas também foram as escolhas de Sztajn quando desenvolveu seu trabalho sobre o direito de recesso. SZTAJN, 1982, op. cit., p. 72.

o valor de reembolso é habitualmente fixado de forma proporcional ao patrimônio líquido da empresa. Pode-se concluir, desde já, que o mecanismo descrito na legislação brasileira não guarda para si o propósito de promover equidade, mas, tão-somente, o de ser uma oportunidade de saída da companhia.

Assim, compreender os problemas que surgiram nos Estados Unidos e suas causas será elucidativo para aquilo que pode vir a acontecer no Brasil, se for adotado o *valor justo* para efeitos do pagamento ao acionista dissidente.

As discussões modernas sobre o recesso começaram com o artigo “*The shareholder’s appraisal remedy*”, de Bayless Manning<sup>111</sup>, publicado em 1962, e fizeram parte de uma reviravolta na maneira de estudar direito de societário nos Estados Unidos. Para o autor, “o direito de recesso pode ser visto como a segurança dos direitos das minorias ou como um catalizador para acelerar a disseminação do princípio majoritário”<sup>112</sup>.

Assim, da perspectiva do autor, o direito de recesso até aquele momento era fruto de uma academia que analisa longamente questões conceituais e não atenta para os resultados das medidas que estuda. O autor critica várias vezes em seu artigo que é ilógico, e mesmo perigoso, legislar exclusivamente com base na validade conceitual do direito societário. Ele busca demonstrar que os “*appraisal rights*” conforme exercidos na época (1962) são fruto dessa forma utópica de pensar o Direito e, por mais que seja válido e importante, precisa ser aperfeiçoado e adaptado aos problemas atuais.

O foco do autor neste artigo são os problemas e as limitações do direito de recesso. Ele pondera sobre as inconsistências no recesso que afetam a companhia, o acionista e até os credores e funcionários da companhia. Ele pondera, por exemplo, sobre a inexistência de mecanismos para estimar quantos dissidentes haverá, gerando incerteza para as companhias. Outro aspecto problemático reside na perspectiva econômica: quando muitos acionistas decidem dissentir, reembolsar todos pode ameaçar a saúde financeira da empresa. Tais situações seriam completamente contrárias à principal função atribuída ao direito de recesso, que não é apenas proteger os minoritários, mas também permitir que acionistas ou grupos majoritários consigam tomar decisões.

---

<sup>111</sup> MANNING, 1962, op. cit. p. 224-264.

<sup>112</sup> Texto original: “the appraisal statutes may be viewed either as a bulwark for the rights of the minority, or as a lubricant to speed the spread of majoritarianism”. MANNING, 1962, op. cit. p. 224-264.

Referindo-se a esse objetivo do direito de recesso, Manning declara que, em tal situação, o direito de recesso falha obviamente no trabalho de fornecer simultaneamente uma proteção aos dissidentes e uma via de mobilidade para a maioria<sup>113</sup>.

Para Manning, o direito de recesso é desvantajoso e seu exercício cria problemas. Consequentemente, em sua opinião, o direito de recesso fornece pouca justiça e altos custos. Um de seus comentadores sintetiza suas ideias com a frase “o recesso proporcionou pouca justiça, em momentos inconvenientes e com alto custo”<sup>114</sup>.

A partir desse artigo, outros acadêmicos americanos preocuparam-se em prever de que maneira o recesso solucionaria problemas econômicos (seja do sócio dissidente, do majoritário ou do mercado em si), em vez de somente ponderar sobre a coerência conceitual. Eles analisam como direito de recesso produz efeitos nas decisões tomadas pelo mercado e pelos controladores antes ou depois do anúncio da operação.

Feitas essas ressalvas, fez-se um recorte de alguns aspectos importantes que foram estudados para, logo em seguida, adentrar as discussões que os Tribunais têm tido em relação à definição do valor justo para efeitos do pagamento ao acionista dissidente.

### *3.1.1.1 Inconsistência das hipóteses de recesso*

É da competência dos Estados legislar sobre direito societário; por conta disso, as hipóteses para o exercício do direito de recesso variam. Não há um raciocínio unificado para guiar a escolha das hipóteses de recesso.

Como visto acima, o primeiro a se destacar no estudo da consistência das hipóteses do direito de recesso foi Bayless Manning. O autor observou que o direito de recesso era aplicável apenas em algumas poucas mudanças no estatuto social, mas não todas, de maneira que não seria possível traçar uma metodologia para escolher hipóteses de recesso.

Ele observou, ainda, que vários fatores, internos e externos, também afetam a base do investimento na companhia, mas não eram considerados hipóteses de recesso. Assim,

---

<sup>113</sup> “In such a situation, the appraisal statutes have obviously failed in the job of providing simultaneously for a protection to the dissidents and an avenue of mobility for the majority.” MANNING, 1962, op. cit. p 236.

<sup>114</sup> Texto original” appraisal delivered little fairness, at odd moments and at high cost” KANDA, Hideki; LEVMORE, Saul. The appraisal remedy and the goals of corporate law. **UCLA Law Review**, v. 32, n. 01, p. 431, 1985.

nenhuma mudança fundamental no funcionamento da companhia provocada pelos credores, clientes, fornecedores ou outros terceiros, ou, ainda, greves trabalhistas, modificações na regulamentação da atividade empresarial ou pandemias seriam ensejadoras de recesso. A partir dessas observações, Manning concluiu que os redatores das normas sobre direito de recesso não estavam preocupados com “um problema econômico ou com soluções econômicas”, mas sim com “*atender a uma necessidade puramente conceitual de fornecer algo ao acionista que estava prestes a sofrer um trauma legal - um trauma considerado compensável independentemente de suas consequências econômicas*”<sup>115</sup>.

A despeito das várias críticas às suas ideias, Manning fez uma construção argumentativa sólida o suficiente para sustentar uma discussão que já leva décadas. Manning, portanto, deixou para seus leitores um desafio: articular os efeitos econômicos do direito de recesso ou rejeitar o remédio como um vestígio de uma visão desatualizada da companhia.

Mary Siegel aceitou esse desafio. Após analisar os argumentos desenvolvidos por Manning<sup>116</sup>, Letsou, Fischel<sup>117</sup> e Seligman<sup>118</sup>, em seus respectivos artigos, ela concluiu que a discussão estaria fadada ao fracasso. Ela explica que, em um regime contratual com pretensão de perpetuidade<sup>119</sup>, como é a “*corporation*”, não é possível prever todas as situações que podem afligir o equilíbrio contratual original e, por consequência, seria logicamente inconcebível prever todos os remédios para essas situações. Por conta da imprevisibilidade dos eventos que afetam uma companhia, é difícil traçar uma linha de raciocínio para escolher quais situações devem ser objeto do direito de recesso. Diante dessa conclusão, ela propõe que as hipóteses de recesso deveriam ser limitadas, ao invés de expandidas. Sua solução é, portanto, limitar as hipóteses àquelas que são comuns a

---

<sup>115</sup> Texto original: “solve a purely conceptual need to provide something for the shareholder who was about to undergo a legal trauma – a trauma deemed compensable regardless of its economic consequences upon him” MANNING, 1962, op. cit., p. 224-264.

<sup>116</sup> Ibidem, p. 224-264.

<sup>117</sup> FISCHEL, 1983, op. cit., p. 875-902.

<sup>118</sup> SELIGMAN, Joel. 1984, op. cit., 1984.

<sup>119</sup> “Perpetual life also has significant costs, borne primarily by shareholders in non-market corporations. Immortality has the concomitant effect of making an investment permanently illiquid. This illiquidity, coupled with delegated corporate governance, increases the potential for investors in non-market corporations to be abused or otherwise become dissatisfied. For example, long periods of time with no ready exit may turn amiability into enmity; shareholders who are employees may become incapacitated or disfavored; priorities may change; or heirs and spouses desiring employment may complicate a once harmonious relationship.” SIEGEL, 1995, op. cit., p. 114.

todos os Estados, isto é, incorporações, venda de todos os ativos da empresa e algumas mudanças no contrato social que afetem direitos de classes de acionistas<sup>120</sup>.

Para dificultar ainda mais a discussão, os tribunais americanos começaram a se deparar com casos em que a administração da companhia tentou impedir que a operação ensejasse direito de recesso, em uma espécie de “engenharia” para evitar a saída de acionistas a valor justo. Conforme explica Clark, essa tendência judicial começou no caso *Applestein v. United Board and Carton Co.*, julgado em Nova Jérsei, em 1960. No caso, a companhia alvo incorporou sua controladora por meio de uma reorganização societária reversa. Por conta da particularidade da operação, os acionistas da companhia controlada não tiveram a oportunidade de exercer o recesso. O tribunal considerou que uma incorporação *de fato* aconteceu e a oportunidade de exercer o recesso deveria ser concedida <sup>121</sup>.

Com base nesses fatos, o Tribunal considerou que a operação foi, de fato, uma incorporação, por mais que sua forma não estivesse prevista na lei<sup>122</sup>. A partir desse caso, a tese passou a ser aplicada em outros casos em que a operação era claramente estruturada para evitar a disponibilidade do direito de recesso e, inclusive, para outras situações semelhantes, para impedir o exercício dos direitos dos acionistas minoritários<sup>123</sup>. Isso para demonstrar que muito está sob o critério dos juízes. O Tribunal basicamente criou uma hipótese de recesso, levando em consideração, para isso, as particularidades do caso concreto.

---

<sup>120</sup> “Any list of appraisal-triggering transactions is likely not worth the considerable amount of ink that has already been spilled on this topic. Whatever list may be crafted, it will not meet the needs of shareholders in non-market corporations, whose dissatisfaction is often not transaction-based. For shareholders in market corporations, who have a continuous exit available through the market, the list of appraisal triggers is important primarily as a monitor. Near uniformity exists among the states that mergers and asset sales should trigger the remedy. All states that authorize share exchanges agree that such transactions should trigger the remedy. There is some disagreement about charter amendments, which thirty-three jurisdictions list among their appraisal triggers. As meaningful distinctions cannot be drawn, this Article recommends adopting the most common appraisal triggers: mergers, sales of substantially all assets, share exchanges and certain charter amendments.” SIEGEL, 1995, op. cit., p. 122.

<sup>121</sup> “i) The acquired company transferred all its assets, had all its liabilities assumed, and was legally dissolved; ii) The pooling method of accounting was used; iii) There was a joinder of officers and directors and a retention of key personnel; and iv) The acquired company shareholders received shares in the acquiring company, that is, there was continuity of ownership interest”. CLARK, 1986, op. cit., p. 460.

<sup>122</sup> “Far more interesting is the court’s general reasoning behind its result. Paraphrased somewhat, the court said that to determine properly the nature of a corporate transaction, courts must look not only to the provisions of the agreement – the form, if you like – but also its substance, that is, to the consequences of the transaction and the purposes of the provisions of the corporate law said to be applicable. In this statement there lies an entire judicial philosophy and a strong basis for judicial power to try to achieve equity in corporate transactions.” Ibidem, p. 460.

<sup>123</sup> Ibidem, p. 460.

Observa-se, portanto, que a questão da “pluralidade de recessos” não é de fácil solução e deve permanecer um tópico de debate por um bom tempo, tendo em vista que não há uma unificação do recesso e o que consiste ou não em hipótese de recesso ainda não é pacífico nos Tribunais.

### 3.1.1.2 Custas Processuais

Uma segunda razão pela qual o direito de recesso é tão polêmico nos Estados Unidos é o fato de que o processo pode custar mais que o próprio valor das ações. Segundo a Lei do Estado de Delaware, para receber o valor de suas ações, o acionista dissidente precisa ajuizar uma ação correspondente no Tribunal de Delaware<sup>124</sup> (“Court of Chancery”). O objeto dessa ação não é o exercício do recesso em si, mas o cálculo do valor das ações. Em outras palavras, o recálculo do valor das ações passa necessariamente pelo judiciário.

“*Appraisal*”, em inglês, quer dizer avaliação, assim, “*appraisal right*” seria o direito do acionista minoritário de conhecer do valor de suas ações e reavê-lo.

O procedimento para o recesso no Estado de Delaware começa com o anúncio da operação, que deve anunciar, conjuntamente, que o direito de recesso estará disponível para a operação junto com o valor atual das ações. O acionista minoritário interessado em deixar a companhia precisa manifestar sua vontade por meio de comunicado antes da realização da assembleia. Contudo o prazo para proposição da ação para avaliação do valor das ações só começa a contar da concretização da operação que ensejou o recesso.

Manning percebeu que o acionista, para exercer o direito de recesso, precisa arcar com os custos do procedimento, que são consideráveis, sendo que os Tribunais de Delaware não possuíam um referencial claro a qual seria o valor justo dentre todos os critérios de avaliação possível. Na visão do autor, a eficiência de um procedimento é a chave para a utilidade desse recurso legal.

---

<sup>124</sup> “(e) Within 120 days after the effective date of the merger or consolidation, the surviving or resulting corporation or any stockholder who has complied with subsections (a) and (d) of this section hereof and who is otherwise entitled to appraisal rights, may commence an appraisal proceeding by filing a petition in the Court of Chancery demanding a determination of the value of the stock of all such stockholders.” ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. **Model Business Corporation Act (MBCA)**, 2002. Committee on Corporate Laws of The Section of Business Law of The American Bar Association, § 262.



O resultado do processo de recesso pode, inclusive, reconhecer como valor justo o próprio valor da operação, ainda debitado das sinergias do negócio, ou, ainda, um valor menor que o valor ofertado na operação. Como algumas das tendências judiciais são muito recentes, não é pacífico como cada método de cálculo deve ser considerado ou qual deles é, de fato, o melhor. De qualquer maneira, o que se pôde observar é que o acionista minoritário, ou o grupo de acionistas minoritário, precisa arcar com os custos do processo, dos honorários advocatícios e de uma empresa especializada em avaliação para conseguir solicitar o direito de recesso.

### 3.1.1.3 Indústria do recesso

Nos Estados Unidos, um investidor pode comprar ações de uma companhia logo após o anúncio de uma operação que enseja recesso e pode exercer o recesso. Por conta disso, um investidor especializado pode perceber que uma operação subavaliou as ações e há espaço para entrar com uma ação de recesso para pedir o valor justo. Essa estratégia é conhecida pelo nome de “*appraisal arbitrage*”.

Por muitos anos, o recesso não era um instituto jurídico que rendia muitos casos. Até porque muitas empresas encaixam-se nas opções de “*market-out*”, exceção ao direito de recesso que impede que o acionista peça o reembolso e força-o a vender suas ações no mercado, caso queira sair.

Contudo o número de pedidos de recesso tem aumentado desde 2011. Segundo os dados coletados pelos autores Korsmo e Meyers, os casos de “*appraisal*” aumentaram em dez vezes entre 2014 e 2019<sup>125</sup>. Um direito quase bicentenário o qual a doutrina classificava frequentemente como “inútil”<sup>126</sup> começa a ser utilizado com uma certa frequência por *players* específicos.

---

<sup>125</sup> “With this Article, we show that this view is now badly out of date. Appraisal activity involving public companies is undergoing explosive growth in Delaware, driven by sophisticated parties who specialize in bringing appraisal claims. The value of claims in appraisal in 2013 was nearly \$ 1.5 billion, a tenfold increase from 2004 and nearly 1% of the equity value of all merger activity in 2013. Furthermore, the institutions bringing these claims are not the Potemkin ‘institutions’ that often appear in securities or derivative litigation. Appraisal claims are being brought by sophisticated entities that appear to have developed specialized investment strategies based on appraisal. This type of investing has come to be known as appraisal arbitrage and has utterly transformed what may once have been accurately characterized as a sleepy corporate law backwater.” KORSMO; MEYERS, 2015, op. cit., p. 1553.

<sup>126</sup> “Few state corporate law provisions would be more clearly improved by federal legislation than those concerning the appraisal remedy. Between 1972 and 1981 there were 16,479 completed mergers involving

A melhor explicação que se encontrou para explicar o surgimento da “*appraisal arbitrage*” é a confluência de dois fatores: (i) alguns tribunais têm atribuído valores acima da média do mercado ou da operação que ensejou o recesso às ações para fins de reembolso e (ii) não é preciso ser acionista à época do anúncio da operação para pedir o recesso.

Korsmo e Myers analisaram o surgimento e a especialização do direito de recesso como estratégia de investimento<sup>127</sup>. Para os autores, existem outros fatores que devem ser levados em consideração: a especialização de advogados nesse tipo de ação, por exemplo, e o grande número de operações societárias realizadas em Delaware.

É um investimento de risco, pois não há certeza de que valor a ser recebido pelas ações será maior que o de mercado e, nem mesmo, de que o reembolso cobrirá os custos judiciais<sup>128</sup>, porém deu certo em algumas ocasiões, tanto que se pode dizer que criou um nicho de investidores.

Essa valorização tem colocado a academia e o judiciário em alerta. No contexto da indústria do recesso, o direito é usado para um propósito totalmente diferente daquele para o qual foi projetado. Antes, os autores discutiam formas de torná-lo mais relevante, porém as reformas não surtiram efeito. Esse reavivamento do direito de recesso não foi um efeito planejado ou previsto, ele simplesmente começou após algumas decisões de Delaware começarem a reconhecer como valor justo uma quantia substancialmente maior que a ofertada na operação.

No Brasil, o nascimento dessa indústria foi obstado pela Lei nº 9.457/97, que expressamente removeu a possibilidade de um acionista que não detinha a propriedade

---

United States concerns. Smaller merger transactions, and, in some states, various nonmerger transactions including amendment of articles of incorporation to eliminate preferred stock dividends, also create the right to an appraisal. Yet, during this period only twenty or so reported state court decisions involved an appraisal valuation.” SELIGMAN, 1984, op. cit. p. 829.

No mesmo sentido, “The extant literature has raised but failed to resolve most of these issues. The first round of scholarly assault on the remedy noted the paucity of appraisal cases and railed against the remedy’s cumbersome, technical and expensive process. Scholars argued that the many steps required to perfect appraisal rights, as well as high costs and expenses for attorneys and experts, greatly deterred utilization of the remedy”. SIEGEL, 1995, op. cit. p. 82.

<sup>127</sup> KORSMO; MEYERS, 2015, op. cit., p. 1553.

<sup>128</sup> “Indeed, some of the largest appraisal petitioners appear to shun contingency arrangements altogether and instead pay their attorneys by the hour. In addition, the narrow focus of an appraisal claim and the possibility a court will determine fair value to be below the merger price render the risks and costs of litigation far more symmetric than in other forms of shareholder suit, further reducing the potential for nuisance claims”. Ibidem, p. 1555.

das ações na data do anúncio da operação exercer o direito de recesso<sup>129</sup>. Assim, um investidor agressivo não pode comprar ações após o anúncio da operação esperando exercer o direito de recesso. Mesmo porque o método de avaliação proposto no art. 45 da Lei das S.A., patrimônio líquido, no caso de omissão do estatuto social, dificilmente excederá o valor da própria operação.

Em posição minoritária, Korsmo e Myers defendem que a indústria do recesso pode vir a ser benéfica para o mercado. Segundo os autores, o recesso só viria a realmente cumprir sua função caso houvesse um mercado para o recesso, isto é, se desenvolvesse um nicho de profissionais, investidores, banqueiros, advogados que compreendesse bem o recesso, a ponto de frequentemente exercê-lo. Segundo os autores, o impacto disso para os acionistas minoritários é que eles teriam uma proteção externa privada a mais para lhes assegurar um valor justo. Cientes desse nicho, a administração teria um estímulo a mais para oferecer o valor justo e evitar se tornar alvo de um desses fundos de investimento<sup>130</sup>.

Compreende-se a perspectiva apresentada pelos autores, porém, analisando a questão, entende-se não ser razoável tentar resolver um problema de agência por meio de uma solução em que se espera que os acionistas ajam de forma “oportunística”, que pode prejudicar o mercado. Além disso, o recesso existe para evitar uma injustiça, de modo que seria exagero permitir que fosse utilizado como meio para obter lucro e tivesse por benefício colateral a proteção do acionista dissidente.

---

<sup>129</sup> “Apesar das críticas inevitáveis que devem ser feitas no que se refere às inovações promovidas pela Lei n. 9.457/97 – e nós as exteriorizaremos, sem hesitação, no decorrer do presente trabalho –, não se poderá deixar de reconhecer que ela atingiu e m cheio os abusos cometidos pelos profissionais do ramo, conforme iremos analisar no capítulo pertinente.” LUCCA, Newton de. *O direito de recesso no Direito Brasileiro e na Legislação Comparada. Curso de Direito Societário Promovido pela Faculdade de Direito da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo*, 01, 1998, São Paulo. Texto básico da palestra. São Paulo: 1998. p. 112. Disponível em: <[www.revistas.usp.br/rfdusp/article/view/67435](http://www.revistas.usp.br/rfdusp/article/view/67435)>. Acesso em: 01 abr. 2019.

<sup>130</sup> “In light of these empirical findings, we argue here that the rise of appraisal arbitrage is, on balance, a beneficial development. Much as the market for corporate control generates a disciplining effect on management, a robust market for appraisal arbitrage could serve as an effective back-end check on expropriation from stockholders in merger transactions. The implications in related-party mergers are plain: Appraisal can protect minority holders against opportunism at the hands of controlling stockholders. And in third-party transactions, appraisal can serve as a bulwark against sloth, negligence, or unconscious bias in the sales process. For appraisal to perform such a role, however, a deep and active appraisal arbitrage market is necessary. By buying up large positions after the announcement of a transaction, arbitrageurs can overcome the collective action problems that would otherwise render appraisal ineffective. At bottom, appraisal arbitrage solves the same collective action problems that class action and other aggregate litigation seeks to solve, but without generating a serious agency problem in the process.” KORSMO; MEYERS, 2015, op. cit., p. 1555.

### 3.1.1.4 Efeitos Ex-ante

Em 1983, Daniel Fischel<sup>131</sup> publicou artigo na tentativa de responder às provocações de Manning. Para o autor, a falha essencial de Manning, razão pela qual não conseguiu delinear o propósito do recesso, é ter feito a pergunta errada<sup>132</sup>. Não bastava delinear as funções do recesso com base apenas no que acontece após seu exercício. Para ele o importante eram os efeitos *ex ante* do recesso, ou seja, antes da possibilidade que ele seja exercido.

Ele começa por definir o direito de recesso como um mecanismo contratual que estabelece um limite implícito para o preço das ações de uma companhia. Assim, o recesso seria um preço mínimo pelo qual um grupo de controle poderia adquirir as ações dos minoritários e se “apropriar de sua riqueza”. Tal mecanismo serviria para maximizar o valor da empresa para os acionistas. Ao estabelecer esse valor mínimo para as ações de uma companhia, o direito de recesso protege todos os acionistas de participarem de uma operação em que um valor de suas ações possa ser reduzido pela outra parte. Portanto, a mera existência do direito de recesso influenciaria no preço de negociação<sup>133</sup>.

A hipótese de Fischel buscava justificar o recesso como uma ferramenta de influência sobre as decisões da administração e do mercado. Esse ponto é interessante porque tem o potencial de responder por que ele não é exercido com mais frequência.

---

<sup>131</sup> FISCHEL, 1983, op. cit, p. 875-902.

<sup>132</sup> “The relevant question, however, is not whether triggering transactions create a unique risk of loss ex post but rather in what situations the inclusion of an appraisal remedy as an express or implied contractual provision will maximize the value of the firm ex ante. Providing an appraisal remedy for presidential heart attacks or rising balance of payments deficits, for example, would not provide incentives to increase the value of the firm. Shareholders would pay for the right to put (sell) their shares to the firm with lower share prices. In other situations, an appraisal remedy would create perverse incentives. Consider a rule that gave shareholders the ability to demand appraisal any time the value of their holdings was decreased as a result of a particular business decision such as introduction of a new product or a charitable contribution. Managers would then have an incentive to reject high positive net present value projects with high variance to avoid draining the corporate treasury if the decision did not turn out well. Again the effect of this incentive to adopt an inferior investment policy would be to lower the value of shares. Since managers have strong incentives to maximize the value of the firm, shareholders are better off by delegating most decisions to managers without incurring the costs, both direct and of opportunity loss, of the appraisal remedy.” Ibidem, p. 883.

<sup>133</sup> “After briefly discussing the inadequacy of common explanations for the appraisal remedy, I argue in part I that appraisal is best understood as an implied contractual term that sets the minimum price at which the firm, or a part thereof, can be sold in situations where certain groups are more likely to attempt to appropriate wealth from other groups than to maximize the value of the firm.”, Ibidem, p. 876.

Para explicar sua proposta, baseia-se no dilema clássico do prisioneiro. Veja o exemplo por ele desenvolvido:<sup>134</sup>.

Considere o familiar problema do dilema do prisioneiro, em que as ações da companhia-alvo estão sendo vendidas a US\$ 50. Um ofertante então anuncia uma oferta pela qual pagará US\$ 60 por 51% das ações e simultaneamente anunciará que as ações remanescentes serão obtidas em uma operação de incorporação (*freeze-out merger*) por US\$ 30. Se um acionista pudesse negociar com todos os acionistas, essa oferta seria rejeitada porque o valor de mercado antes da transação da meta (US\$ 50) excedia a média ponderada da oferta (aproximadamente US\$ 45). Cada acionista atuando individualmente, no entanto, pode racionalmente concluir a oferta de US\$ 60 para evitar receber apenas US\$ 30 para todas as suas ações. Assim, a oferta pode ter sucesso (assumindo que não haja concorrência de outros ofertantes), embora os acionistas, como uma classe, sejam prejudicados. (tradução livre)

Para esse conjunto de possibilidades, os minoritários só possuem duas escolhas: ficar em silêncio e ter suas ações compradas forçosamente por US\$ 30,00, ou tempestivamente optar pela oferta de US\$ 60,00. A opção de silêncio de todos os minoritários é pouco provável, já que os acionistas não estão coordenados, eles agem por decisão própria, sem saber como os outros agirão.

Em um cenário real, essas opções são desfavoráveis ao acionista minoritário. Ter que arcar com a evidente injustiça de ter suas ações forçosamente compradas por US\$ 30,00 quando elas são avaliadas em US\$ 50,00 no mercado é desvantajoso. Uma perda muito grande para ser suportada por um investidor.

Fischel propõe que o recesso seja a possibilidade de sair da companhia por um preço justo. Vender as ações na oferta pública de aquisição é uma saída mais vantajosa, mas o recesso garante aos que não conseguiram entrar nesse bloco a possibilidade de receber um valor justo. Assim, em qualquer cenário, o investidor não correria o risco de sair da companhia recebendo US\$ 30,00 por ação.

---

<sup>134</sup> Texto original: "Consider the familiar prisoner's dilemma problem where shares of the target are selling at \$ 50. A bidder then announces a tender offer pursuant to which it will pay \$ 60 for 510% of the shares and simultaneously announces that the remaining shares will be obtained in a freeze-out merger for \$ 30. If one shareholder could negotiate for all the shareholders, this offer would be rejected because the pretransaction market value of the target (\$ 50) exceeds the weighted average of the bid (approximately \$ 45). Each shareholder acting individually, however, may rationally conclude to tender at \$ 60 to avoid receiving only \$ 30 for all their shares. Thus the offer might succeed (assuming no competition from other bidders) even though shareholders as a class are made worse off". FISCHEL, 1983, op. cit., p. 878 e 879.

O autor chama essa incorporação de “*tentativa de apropriação de valor*”<sup>135</sup>. Em momentos em que o controlador ou um agente externo buscar apropriar-se de valor da companhia, o recesso funcionaria como uma barreira de proteção a esse valor. Seria estabelecer o limite de negociação do valor das ações para operações em que é uma possibilidade.

Dessa maneira, a mera existência do recesso garante aos acionistas minoritários a possibilidade de negociar o valor de suas ações em uma posição mais isonômica, pois sabem que possuem um recurso de proteção ao valor de suas ações.

O autor argumenta que todo acionista é afetado pelo conceito e pelo papel do direito de recesso. Quanto maior a contraprestação provável de ser recebida no exercício do direito de recesso, maior o preço que a outra parte terá que pagar para convencer os acionistas a concurso. Segundo a teoria de Fischel, os acionistas são dispostos a apoiar uma transação se souberem antecipadamente, *ex ante*, que as ações não serão vendidas abaixo de um determinado valor, portanto um aumento no valor da operação seria uma consequência do direito de recesso.

### 3.1.2 O cálculo do reembolso

Dividir-se-á o presente item em três partes. A primeira delas discute o significado da expressão “*fair value*” (ou “valor justo”). A segunda aborda os referenciais mais usados como base de cálculo na jurisprudência do Estado de Delaware. A terceira tece conclusões sobre o sistema americano e delinea formas como essa perspectiva é valiosa para o direito brasileiro.

---

<sup>135</sup> “A far more persuasive criticism of the stock market exception is that it is inconsistent with the purpose of appraisal-establishing a reservation price for all or part of the firm in situations where coordination or conflict-of-interest problems might otherwise lead to inferior outcomes. Recall the example of the owner of a **firm** who sells 49% control to outside shareholders in a public offering. Withdrawing the appraisal rights of the shareholders of the 49% bloc if their shares are publicly traded or if the owners receive shares that are publicly traded will not solve the problem of the majority being able to appropriate wealth from the minority *ex post*, causing the minority to be willing to pay only a low price for the shares *ex ante*. The stock market exception only ensures that shareholders who are denied appraisal rights will have low costs in disposing of their shares, but it does nothing for the appropriation problem.” FISCHEL, 1983, *op. cit.*, p. 883.

### 3.1.2.1 “Fair Value”

“Fair value” não é um conceito objetivo nem possui uma forma única para se chegar ao seu valor.<sup>136</sup> É preciso, em verdade, encontrar qual método de cálculo conseguiria, dentre as formas de avaliação usadas no mercado, combinadas ou individualmente, melhor refletir o valor de uma participação societária de uma companhia no momento da operação ou modificação que enseja o recesso. Assim, os magistrados americanos estão sempre em busca das melhores evidências do “fair value”.

Isso pode parecer um fardo sobre os juízes, porém não é. Eles recebem das partes os valores já calculados e precisam eleger o que melhor reflete a participação dos acionistas dissidentes ou fazer uma combinação entre eles<sup>137</sup> ou até mesmo alterações nas avaliações que foram apresentadas.

Antes de chegar a esses referenciais de cálculo, é preciso compreender o conceito de “fair value” e a dinâmica de sua aplicação. São eles a lei, a jurisprudência e a doutrina.

Começando pela legislação, no Código Geral de Direito Corporativo do Estado de Delaware, seção 262, inciso (h), está disposto:

(h) Depois que o Tribunal determinar quais acionistas tem direito a uma avaliação (*appraisal*), o procedimento de avaliação deverá ser conduzido de acordo com as regras do Tribunal de Chancelaria, incluindo quaisquer regras que especificamente regem os procedimentos de avaliação. **Através desse processo, o Tribunal determinará o valor justo das ações excluindo qualquer elemento de valor decorrente do cumprimento ou expectativa da fusão ou consolidação, juntamente com os juros, se houver, a serem pagos no montante determinado como sendo o valor justo. Ao determinar esse valor justo, o Tribunal levará em conta todos os fatores**

---

<sup>136</sup> “Determination of fair value is highly dependent on the methodology and variables chosen, the weight ascribed to each variable, and the assumptions made. The consensus of opinion recognizes that there is no universally correct way to determine fair value. Each appraisal circumstance generates its own sui generis valuation issues.” SIEGEL, 1995, op. cit., p. 135.

<sup>137</sup> “Appraisal proceedings drag financial economics from the classroom into the courtroom. In Delaware, by statute, shareholders dissenting to a merger are ‘entitled to an appraisal by the Court of Chancery of the fair value’ of their shares, ‘exclusive of any element of value arising from the accomplishment or expectation of the merger.’ In that proceeding, courts are required to take into account ‘all relevant factors.’ By law, courts will look at ‘accepted financial principles relevant to determining the value of corporations and their stock’ when engaged in the exercise of determining fair value. Under this standard, sometimes a single market valuation metric such as the deal price or the pre-bid market price will provide the most reliable evidence of fair value. In such cases, ‘giving weight to another factor will do nothing but distort that best estimate. In other cases, ‘it may be necessary to consider two or more factors’”. MACEY; MITTS, 2018, op. cit., p. 02-03.

**relevantes.** A menos que o Tribunal, a seu critério, determine o contrário por justa causa demonstrada, e exceto conforme disposto nesta subseção, os juros da data efetiva da incorporação até a data do pagamento da sentença serão compostos trimestralmente e se acumularão em 5% sobre a União Federal. Taxa de desconto de reserva (incluindo qualquer acréscimo), conforme estabelecido de tempos em tempos durante o período entre a data efetiva da incorporação e a data do pagamento da sentença. A qualquer momento antes da entrada do julgamento no processo, a empresa sobrevivente poderá pagar a cada acionista com direito à avaliação uma quantia em dinheiro, caso em que os juros se acumularão depois conforme aqui previsto somente com a soma de (1) a diferença, se qualquer, entre o montante assim pago e o valor justo das ações conforme determinado pelo Tribunal, e (2) juros acumulados até então, a menos que pagos naquele momento. Mediante solicitação da empresa sobrevivente ou resultante ou de qualquer acionista com direito a participar do procedimento de avaliação, o Tribunal poderá, a seu critério, proceder a julgamento após a avaliação antes da determinação final dos acionistas com direito a uma avaliação. Qualquer acionista cujo nome conste na lista apresentada pela companhia sobrevivente ou resultante de acordo com a subseção (f) desta seção e que tenha submetido os certificados de tal acionista ao Registro na Chancelaria, se necessário, poderá participar integralmente de todos os processos até que seja finalmente determinado que tal acionista não tem direitos de avaliação sob esta seção. (tradução livre) (grifos nossos)

Dessa seção, destacam-se dois pontos.

O primeiro deles é que a legislação determina que não participa do valor justo qualquer sinergia esperada da operação. Em outras palavras, o legislador considerou que um indivíduo que não quer permanecer em uma companhia por conta de uma determinada operação ou modificação estatutária e quer ser reembolsado por isso não deveria beneficiar-se dessa operação<sup>138</sup>. Portanto os valores que serão eleitos não podem refletir ganhos ou perdas resultantes da decisão assemblear que suscitou o direito de recesso.

Outro ponto importante é que o Tribunal e a Suprema Corte têm o dever de analisar todos os fatores que possam auxiliar no cálculo do valor das ações. As partes assumem o ônus de argumentar em favor do método de cálculo e do valor que consideram como “*fair value*”. A corte precisa analisá-los e conceder peso para cada método de

---

<sup>138</sup> “Another significant policy issue is whether an appraisal valuation should include the synergy gains expected from the transaction. This Article recommends, in accordance with the majority of statutes, that synergy gains be excluded from the appraisal award. Minority shareholders should not be able to ‘have it both ways’: to exit the corporation through appraisal and at the same time to share in future expected gains. Furthermore, valuing synergy gains is particularly speculative, requiring estimation of the future gains of an entity that was non-existent until the consummation of the appraisal-triggering transaction.” SIEGEL, 1995, op. cit., p. 139 a 140.



cálculo, conforme entender razoável. Os magistrados não são obrigados a aplicar todos e podem conceder peso zero a um determinado método, quando entenderem que não representa a companhia.

Esses dois pontos são basicamente o que a lei apresenta de parâmetro para o cálculo do valor a ser reembolsado<sup>139</sup>. Não é muita informação, considerando a magnitude e complexidade de algumas dessas operações. A lei não menciona quais valores contábeis devem ser analisados, nem sequer aponta sugestões; ela também não aponta como lidar com situações excepcionais.

Por outro lado, há bastante espaço para desenvolvimento jurisprudencial<sup>140</sup>. Como a legislação não cuida de criar métodos de avaliação do valor de uma ação ou de uma companhia, as cortes americanas buscam nos métodos usualmente aplicados no dia-a-dia empresarial e financeiro uma saída para o problema do cálculo<sup>141</sup>. Isto é, ela se abre para a interdisciplinaridade.

Para analisar a jurisprudência do Tribunal de Delaware e da Suprema Corte, foi feito um corte temporal começando pelo caso *Tri-Continental Corp. v. Battye*, de 1950, até a decisão da Suprema Corte do Estado de Delaware no caso *In Re Appraisal of Jarden Corporation*, julgado em julho de 2020.

Escolheu-se o caso *Tri-Continental Corp. v. Battye* como ponto de partida porque é o que consagrou o “*Delaware Block Approach*” e, a partir dele, começaram as discussões modernas sobre o valor a ser reembolsado. Antes disso, as cortes escolhiam um método

---

<sup>139</sup> MANNING, 1962, op. cit., p. 231.

<sup>140</sup> “This Court has relied on the statutory requirement that the Court of Chancery consider ‘all relevant factors’ to reject requests for the adoption of a presumption that the deal price reflects fair value if certain preconditions are met, such as when the merger is the product of arm’s-length negotiation and a robust, non-conflicted market check, and where bidders had full information and few, if any, barriers to bid for the deal. In *Golden Telecom*, we explained that Section 262(h) is ‘unambiguous [...]’ in its command that the Court of Chancery undertake an ‘independent’ assessment of fair value, and that the statute ‘vests the Chancellor and Vice Chancellors with significant discretion to consider “all relevant factors” and determine the going concern value of the underlying company.’ In *DFC*, we again rejected an invitation to create a presumption in favor of the deal price. Even aside from the statutory command to consider all relevant factors, we doubted our ability to craft the precise preconditions for invoking such a presumption”. ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Suprema Corte do Estado de Delaware. Decisão nº 565, p. 35. Apelante: MAGNETAR GLOBAL EVENT DRIVEN MASTER FUND LTD. e outros. Apelada: Dell INC. Relator: Chief Justice STRINE. Delaware.

<sup>141</sup> “In the end, after this analysis of the relevant factors, ‘[i]n some cases, it may be that a single valuation metric is the most reliable evidence of fair value and that giving weight to another factor will do nothing but distort that best estimate. In other cases, it may be necessary to consider two or more factors.’ Or, in still others, the court might apportion weight among a variety of methodologies. But, whatever route it chooses, the trial court must justify its methodology (or methodologies) according to the facts of the case and relevant, accepted financial principles.” *Ibidem*, p. 35.

para aplicar conforme a situação<sup>142</sup> e, após, o cálculo ficou progressivamente mais refinado.

### 3.1.2.1.1 *Tri-Continental Corp. v. Battye*

No caso *Tri-Continental Corp. v. Battye*, julgado em 8 de junho de 1950, a Suprema Corte do Estado de Delaware criou o chamado “*Delaware Block Approach*”. A criação desse método surgiu da vontade de fixar o cálculo do valor justo, torná-lo mais previsível e não supervalorizar um valor apenas<sup>143</sup>, conforme pode se entender da referida decisão:

O conceito básico de valor, segundo as disposições legais do recesso, é que o acionista tem direito a ser pago pelo que foi retirado dele, a saber, sua participação proporcional em uma companhia em funcionamento. Por valor da participação proporcional do acionista na companhia, entende-se o valor verdadeiro ou intrínseco de suas ações, que foi obtido na operação. Ao determinar qual número representa esse verdadeiro valor intrínseco, o avaliador e os tribunais devem levar em consideração todos os fatores e elementos que possam razoavelmente entrar na fixação do valor. Assim, o valor de mercado, o valor do ativo, os dividendos, as perspectivas de lucro, a natureza da empresa e quaisquer outros fatos conhecidos ou passíveis de serem apurados na data da incorporação e que lancem alguma luz sobre as perspectivas futuras da empresa incorporada não devem ser apenas pertinentes ao cálculo do valor da participação dos acionistas dissidentes, mas devem ser levados em consideração pelos especialistas que fixam o valor<sup>144</sup>.

---

<sup>142</sup> “Since the right to appraisal is purely a statutory remedy, the history of valuing businesses (and stock therein) in dissenter situations necessarily begins with such statutes. Yet, the appraisal statutes failed to provide for any specific valuation procedure. Consequently, courts, in valuing dissenters’ shares, looked to existing stock valuation techniques in order to fulfill legislative objectives. Judicial valuation of shares was common in such areas as tax assessment, cases involving a corporation’s conversion of a minority holder’s shares, and cases of contested sales of assets.” ALLRED, William S. Chipping Away at The Delaware Block: A Critique of the Delaware Block Approach to Valuation of Dissenters’ Shares In Appraisal Proceedings. **Western New England Law Review**, n. 2, p. 203, jan. 1986.

<sup>143</sup> “Judicial definition of ambiguous appraisal statute terms came slowly. In earlier cases, some courts concluded that some form of asset value (sales/market or replacement less depreciation and obsolescence) and capitalized earnings were the best indicators of value. Other courts looked primarily to exchange quotations or market value of a company’s shares, if established and reliable figures were available. Still, most courts determined that no one formula existed exclusively for valuing dissenters’ shares. Of paramount importance, however, is that at some point most courts began to agree that no one factor should be decisive, but rather that a number of factors or methods of valuation should be considered together, perhaps even averaged.” Ibidem, p. 203 e 204.

<sup>144</sup> Texto original: “The basic concept of value under the appraisal statute is that the stockholder is entitled to be paid for that which has been taken from him, viz., his proportionate interest in a going concern. By value of the stockholder’s proportionate interest in the corporate enterprise is meant the true or intrinsic value of his stock which has been taken by the merger. In determining what figure represents this true intrinsic value, the appraiser and the courts must take into consideration all factors and elements which reasonably might enter into the fixing of value. Thus, market value, asset value, dividends, earnings

O *Delaware Block Approach* funciona em duas fases: (1) na primeira, são fixados três valores (o valor patrimonial a preço de mercado – *net asset value*, fluxo de caixa descontado – *earnings value* e o valor de mercado – *market value*), (2) na segunda, cada um desses valores é atribuído um peso, conforme a situação<sup>145</sup>. O resultado da ponderação desse bloco de números seria, no caso, o “*fair value*”, conforme exemplo abaixo:

	Valor indicado por ação	Peso atribuído	Valor ponderado
Valor Patrimonial a Preço de Mercado	\$ 10,00	30%	\$ 3,00
Fluxo de Caixa Descontado	\$ 6,00	20%	\$ 1,20
Valor de Mercado	\$ 8,00	50%	\$ 4,00
Valor ponderado por ação			\$ 8,60

Contudo esse método de cálculo foi muito criticado. Em primeiro lugar, porque claramente foge daquilo previsto na legislação, no sentido de que os magistrados devem necessariamente considerar todos os valores possíveis. Ele escolhe três valores arbitrariamente e lhes atribui peso. É possível que um determinado valor esteja defeituoso, influenciado por fatores externos. O trabalho do juiz é considerar todos os valores possíveis. Tanto que a jurisprudência atual se recusa a assentar presunções sobre o que seria o “*fair value*”.

Em segundo lugar, porque a atribuição do peso a cada um dos valores é inteiramente subjetiva, por mais que seja inspirada nos fatos trazidos para a Corte<sup>146</sup>. A justificativa matemática de que refletia o real valor das ações ficava prejudicada. O raciocínio que leva a determinação do valor justo é lógico e objetivo.

A despeito dessas críticas, o método *Delaware Block Approach* foi aplicado por muitos anos, mas hoje está em desuso.

---

prospects, the nature of the enterprise and any other facts which were known or which could be ascertained as of the date of merger and which throw any light on future prospects of the merged corporation are not only pertinent to an inquiry as to the value of the dissenting stockholders' interest, but must be considered by the agency fixing the value”. *Tri-Continental Corp. v. Battye*, 1950, Delaware Supreme Court.

<sup>145</sup>Ibidem., p. 192.

<sup>146</sup>ALLRED, 1986, op. cit., p. 212.

### 3.1.2.1.2 *Weinberger v. Uop*

O caso *Weinberger v. Uop*, julgado em 1º de fevereiro de 1983, marca o momento em que o “*Delaware block method approach*” começou a ser abandonado como método fixo de determinação do “*fair value*”.

A operação se deu em duas partes. Primeiro, Signal Companies, uma empresa de tecnologia, adquiriu por meio de uma oferta pública, 50,5% das ações da Universal Oil Products Company, UOP, uma empresa do ramo petrolífero, por US\$ 21,00 por ação. Após a compra, a Signal escolheu seis dos treze diretores do Conselho de Administração da UOP.

Anos depois, Signal decidiu adquirir o restante das ações e iniciou negociações para tal aquisição. Signal propôs fazer a aquisição por um preço de até US\$ 24,00. Depois de uma consulta com a Lehman Brothers Holdings Inc., decidiram pelo preço de US\$ 21,00. Aprovado o valor pelo conselho da UOP, a operação foi efetivada em 1978.

Os acionistas minoritários da *Weinberger* pediram o direito de recesso não especificamente por conta do valor da operação, mas pela existência de conflito de interesse entre os controladores da companhia e o modo descuidado como a análise do valor da empresa foi estabelecido. Uma boa parte dos diretores da UOP também era de executivos da Signal.

O importante desse caso para o presente trabalho é que a Suprema Corte do Estado de Delaware deixa o “*Delaware Block Method*” de lado, reverte a decisão e o caso retorna para o Tribunal de Delaware<sup>147</sup>. A sentença explica que a escolha do “*fair value*” deve levar em consideração o contexto em que a operação foi feita. Isto é, se os valores envolvidos na operação foram alcançados em um ambiente livre e imparcial e com oportunidade de resposta para os acionistas minoritários:

O conceito de justiça tem dois aspectos básicos: negociação justa e preço justo. O primeiro abrange questões sobre quando a transação

---

<sup>147</sup> “Accordingly, the standard ‘Delaware block’ or weighted average method of valuation, formerly employed in appraisal and other stock valuation cases, shall no longer exclusively control such proceedings. We believe that a more liberal approach must include proof of value by any techniques or methods which are generally considered acceptable in the financial community and otherwise admissible in court, subject only to our interpretation of 8 Del.C. § 262(h), *infra*.” ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Suprema Corte do Estado de Delaware. Decisão nº 457 A.2d 701. Apelante: William B. WEINBERGER. Apelado: UOP, INC. Relator: Chief Justice HERRMANN. p. 15.

aconteceu, como foi iniciada, estruturada, negociada, divulgada aos diretores e como as aprovações dos diretores e acionistas foram obtidas. O último aspecto da justiça refere-se às considerações econômicas e financeiras da fusão proposta, incluindo todos os fatores relevantes: ativos, valor de mercado, lucros, perspectivas futuras e quaisquer outros elementos que afetam o valor intrínseco ou inerente das ações de uma empresa<sup>148</sup>. (tradução livre)

Assim sendo, a Corte considerou que, a despeito dos esforços da requerida, as negociações não foram justas (“*arms-length negotiations*”) e o preço acordado estava abaixo do real. Assim, o que foi ofertado aos minoritários não refletia o efetivo valor das ações ou, pelo menos, as negociações não eram confiáveis.

A Corte ainda aproveitou para destacar que o judiciário é requisitado por lei a considerar uma multitude de valores e, para isso, deveria estar aberto a outros indicadores habitualmente utilizados pela comunidade financeira.

Uma observação importante é que, nessa decisão, o judiciário abriu-se para a interdisciplinaridade. A análise promovida pela Suprema Corte do Estado de Delaware passa por todos os valores apresentados e questiona-se quanto à pertinência e à imparcialidade do contexto da formulação daqueles valores. Assim sendo, o dever da Corte é buscar as melhores evidências de valor justo<sup>149</sup>.

Dessa forma, a partir desse caso, o judiciário de Delaware passou a analisar várias bases de cálculo e escolher dentre elas a que melhor evidencia o que seria o “*fair value*”. Depois dessa decisão, o processo passa a ser flexível. O tribunal está livre para analisar qualquer demonstrativo, valor de mercado ou cálculo contábil. A limitação quanto à escolha é ser capaz de justificá-la. A motivação por trás do número eleito é essencial.

---

<sup>148</sup> Texto original: “The concept of fairness has two basic aspects: fair dealing and fair price. The former embraces questions of when the transaction was timed, how it was initiated, structured, negotiated, disclosed to the directors, and how the approvals of the directors and the stockholders were obtained. The latter aspect of fairness relates to the economic and financial considerations of the proposed merger, including all relevant factors: assets, market value, earnings, future prospects, and any other elements that affect the intrinsic or inherent value of a company’s stock.” Ibidem, p. 12.

<sup>149</sup> “Our appraisal statute, 8 Del. C. § 262, allows stockholders who perfect their appraisal rights to receive ‘fair value’ for their shares as of the merger date instead of the merger consideration. The appraisal statute requires the Court of Chancery to assess the ‘fair value’ of such shares and, in doing so, ‘take into account all relevant factors.’ The trial court complied: it took into account all the relevant factors presented by the parties in advocating for their view of fair value – including Dell’s stock price and deal price – and then arrived at its own determination of fair value.” ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Suprema Corte do Estado de Delaware. Decisão nº 565. Apelante: MAGNETAR GLOBAL EVENT DRIVEN MASTER FUND LTD. e outros. Apelada: Dell INC. Relator: Chief Justice STRINE. Decisão. Delaware.

O que se sucedeu após essa decisão foram trabalhos da academia que tentaram estudar esses diferentes métodos de cálculo do preço das ações em busca do que seria o mais adequado para o procedimento do recesso. Existem vários além daqueles usualmente utilizados pelas Cortes. Como bem diz um dos comentadores, o recesso tornou-se a ação na qual a Economia sai da sala de aula e vai para os tribunais<sup>150</sup>.

Avançando no tempo até a contemporaneidade, percebe-se que a Suprema Corte do Estado de Delaware volta a reverter decisões do Tribunal de Delaware em virtude do cálculo do valor de ações. Como poderá ser visto abaixo, casos importantes foram revertidos pela Suprema Corte pela mesma razão: a Corte considerou que o cálculo do valor do reembolso estava equivocado e precisava ser revisto. As discussões estão centradas na motivação apresentada para a escolha dos valores.

A análise desses casos deixa evidente a especialização das Cortes do Estado de Delaware quanto à eleição do “*fair value*”. Vê-se, portanto, que permitir a análise de vários números pelos magistrados levou-os a aprender a considerá-los de forma especializada.

#### 3.1.2.1.3 *DFC Global v. Muirfield Value Partners*

O primeiro desses casos, julgado em 1º de agosto de 2017 pela Suprema Corte de Delaware, foi *DFC Global v. Muirfield Value Partners*. A DFC Global Corporation (“DFC”) é uma empresa do ramo financeiro. Ela explorava um mercado específico, conhecidos como *payday loans*<sup>151</sup>. A companhia desenvolvia suas atividades nos Estados Unidos da América, Canadá e Reino Unido.

A companhia experimentou tempos de grande crescimento financeiro. Contudo, por volta de 2013, a empresa começou a passar dificuldades por conta de mudanças regulatórias no Reino Unido e no Canadá, o que prejudicou suas operações.

No dia 2 de abril 2014, DFC anunciou a celebração de uma operação com o fundo de *private equity* Lone Star, pelo qual a Lone Star iria adquirir as ações de emissão da

---

<sup>150</sup> “Appraisal proceedings drag financial economics from the classroom into the courtroom.” MACEY; MITTS. 2018, op. cit. p 2.

<sup>151</sup> ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Suprema Corte do Estado de Delaware. Decisão nº 518. Apelante: MUIRFIELD VALUE PARTNERS, L.P. e outros. Apelada: **DFC Glob. Corp.** Relator: Chief Justice STRINE. p. 07, 01 ago. 2017.

DFC por US\$ 9,50 por ação. A operação foi resultado de um processo de dois anos envolvendo aproximadamente 35 investidores financeiros e 3 compradores estratégicos.

Insatisfeitos, determinados acionistas minoritários exerceram o direito de recesso buscando o valor justo de suas ações. Alegaram que o valor justo das ações seria US\$ 17,94 por ação utilizando o método de fluxo de caixa descontado. DFC argumentou que o valor justo seria US\$ 7,94 por ação com base na combinação do método de fluxo de caixa descontado por ela levantado (US\$ 7,81) e comparação por múltiplos (US\$ 8,07), ou US\$ 9,50 por ação com base no preço de negociação.

O Tribunal de Delaware, por sua vez, decidiu apoiar-se na combinação de peso igual entre (1) análise de companhias comparáveis (*comparable companies analysis*) (US\$ 8,07), (2) preço da negociação (*deal price*) (US\$ 9,50), (3) análise de fluxo de caixa descontado (US\$ 13,07) e (4) desconsideração do preço de negociação na bolsa.

No dia 8 de julho de 2016, o Tribunal de Delaware entendeu que o preço de negociação não corresponderia ao valor justo. Embora reconhecesse a tendência dos Tribunais de Delaware em normalmente aceitar o preço de negociação, em operações *arm's-length* construídas em ambiente competitivo de negociação, o Tribunal considerou que as condições de mercado que levavam à transação não eram propriamente confiáveis para alcançar um preço justo devido a incertezas nos negócios da DFC e restrições de preços inerentes à necessidade de os compradores de *private equity* alcançarem taxas de retorno internas (*private equity carve-out*). A teoria do *private equity carve out* sugere que o preço de venda em uma transação envolvendo um comprador de *private equity* é um indicador não confiável do valor justo devido ao foco do fundo em uma taxa interna de retorno.

O Tribunal concluiu que o determinante mais confiável do valor justo das ações da DFC é uma combinação de três técnicas imperfeitas, dando peso igual ao preço da negociação, fluxo de caixa descontado e comparação por múltiplos. O Tribunal decidiu que essa técnica gerava uma avaliação de US\$ 10,30 por ação.

A razão que apresentou para dar o peso de um terço para o preço da negociação é que a Lone Star, compradora, era um fundo de *private equity* e não um comprador estratégico. Por essa razão, a negociação teria por meta alcançar o melhor preço e não calcular o real valor da companhia. Assim, o preço da negociação não seria tão confiável.

O caso foi levado à Suprema Corte do Estado de Delaware, a qual reverteu e reenviou o caso para o Tribunal de Delaware. A Suprema Corte considerou que “os preços de mercado são tipicamente vistos como superiores a outras técnicas de avaliação porque, ao contrário de, por exemplo, o modelo de fluxo de caixa descontado de uma única pessoa, o preço de mercado deve refletir o julgamento coletivo de muitos, com base em todas as informações publicamente disponíveis sobre uma determinada empresa e o valor de suas ações”<sup>152</sup>. Observou ainda que os preços de negociação geralmente são mais generosos, pois “como pressões competitivas muitas vezes resultam em compradores pagando preços que não são justificados por sua capacidade de gerar retorno positivo sobre os altos custos de aquisição e fusão.”<sup>153</sup>.

Para a Suprema Corte, o preço da negociação para a operação (“*deal price*”) era, na verdade, o melhor referencial para o valor justo das ações e merecia ter peso maior no cálculo do valor justo, pois o processo de venda foi competitivo e robusto.

A Suprema Corte considerou que as duas razões citadas pelo Tribunal de Delaware que serviram de base para duvidar da confiabilidade do preço de negociação eram carentes de suporte econômico ou factual. A Suprema Corte determinou que a tese do *private equity carve-out*, em que o preço de negociação com um fundo de *private equity* não é uma indicação confiável do valor justo, não tem qualquer suporte na literatura econômica. O juiz Strine argumentou que todos os compradores são obrigados a pagar um preço que permita um retorno do investimento, e o fato de um comprador financeiro exigir um certo retorno não significa que o preço que está disposto a pagar não é uma indicação significativa do valor justo. A Suprema Corte concluiu que as incertezas e riscos comerciais e regulatórios enfrentados pela DFC eram razões insuficientes para minar a eficácia do processo de venda. O Juiz Strine observou que “o valor justo [...] não significa o maior preço possível pelo qual a companhia pode ser vendida se Warren Buffet tivesse atuado na negociação nos seus melhores dias e os Lenapes que venderam

---

<sup>152</sup> Texto original: “[m]arket prices are typically viewed superior to other valuation techniques because, unlike, e.g., a single person’s discounted cash flow model, the market price should distill the collective judgment of the many based on all the publicly available information about a given company and the value of its shares”. DFC Global v. Muirfield Value Partners.

<sup>153</sup> Texto original: “as competitive pressures often have resulted in buyers paying prices that are not justified by their ability to generate positive return on the high costs of acquisition and of integration”. Ibidem.



Manhattan nos seus piores”<sup>154</sup>. Ao contrário, significa “o que seria negociado em uma transação sem favorecimento”<sup>155</sup>.

A importância desse caso para a presente análise é que o juiz da Suprema Corte insistiu, por mais de uma vez, que o preço de negociação em um processo imparcial e robusto é o melhor indicativo para estabelecer o valor justo da ação para efeitos do exercício do recesso. Assim, o juiz da Suprema Corte reenviou o caso ao Tribunal de Delaware para que pudesse recalcular o valor das ações, dessa vez dando mais peso ao valor da negociação. A tabela abaixo mostra as grandes divergências de valores que foram apresentadas.

FONTE	MÉTODO DE CÁLCULO	VALOR
Partes da operação	Preço negociado ( <i>deal price</i> )	\$ 9,50
Apresentado pelos minoritários	Fluxo de Caixa Descontado	\$ 13,07
Apresentado pela companhia	Combinação do Fluxo de Caixa Descontado (\$ 7,81) com Comparação de Múltiplos (\$ 8,07)	\$ 7,94
Produzidos a pedido do Tribunal de Delaware	Fluxo de Caixa Descontado	\$ 13,33
	Atribuído peso igual ao preço negociado (\$ 9,50), Comparação De Múltiplos (\$ 8,07), Fluxo De Caixa Descontado (13,33).	\$ 10,30
Suprema Corte	<b>REVERTEU.</b> A Corte considerou que o preço da negociação deveria ter maior peso no cálculo.	

#### 3.1.2.1.4 *Dell Inc. v. Magnetar Global Event Driven Master Fund Ltd*

O segundo caso, julgado em 14 de dezembro de 2017 pela Suprema Corte de Delaware, é o da venda da gigante de tecnologia Dell. Em junho de 2012, a companhia estava próxima de uma profunda crise. A introdução de novas tecnologias como tablets e smartphones com mais capacidade e a internet das coisas tornou a indústria de computadores pessoais (computadores de mesa e *laptops*)<sup>156</sup> ultrapassada.

<sup>154</sup> Texto original: “fair value [...] does not mean the highest possible price that a company might have sold for had Warren Buffett negotiated for it on his best day and the Lenape who sold Manhattan on their worst”.

<sup>155</sup> Texto original: “what would fairly be given to them in an arm’s-length transaction”.

<sup>156</sup> “In June 2012, when the idea of an MBO first arose, Dell was a mature company on the brink of crisis: its stock price had dropped from \$ 18 per share to around \$ 12 per share in just the first half of the year. The advent of new technologies such as tablet computers crippled the traditional PC-maker’s outlook. The Company’s recent transformation struggled to generate investor optimism about its long-term prospects.

Na tentativa de reverter esse cenário, a companhia chamou para reintegrar o cargo de CEO o seu fundador, Michael Dell. O Sr. Dell tomou uma série de medidas para reestabelecer a competitividade da empresa: comprou 17 companhias e expandiu suas operações para o setor de softwares. Contudo isso não foi suficiente para reconquistar o mercado. O preço das ações continuou caindo. Assim, Michael Dell sugeriu que o conselho de administração considerasse um MBO (*Management Buyout*), de forma que o conselho constituiu um comitê especial para avaliar alternativas estratégicas.

A operação de negociação da companhia foi complexa e desgastante. Contou com negociações com mais de 70 possíveis compradores, um período longo de *go-shop*, o envolvimento de outra gigante da tecnologia, a Hewlett-Packard, HP. No final, o acordo foi fechado com a Silver Lake Partners, um fundo de *private equity*, pelo preço de US\$ 13,75 por ação.

Alguns acionistas pediram o recesso afirmando que o valor de suas ações estava severamente desvalorizado, e apresentaram o valor de US\$ 28,61, calculado pelo método de fluxo de caixa descontado.

A Dell, por sua vez, contestou, afirmando que o cálculo apresentado pelos requerentes incluía valores baseados em fases melhores da companhia e que, agora, esse valor seria muito mais baixo. Assim, apresentaram o valor US\$ 12,68, também calculado pelo fluxo de caixa descontado.

O Tribunal de Delaware optou por não dar nenhum peso ao preço de mercado das ações ou ao preço da negociado na venda, chegando ao valor de US\$ 17,62 pelo método de fluxo de caixa descontado. Desta forma, o Tribunal de Delaware determinou um valor justo das ações da empresa aproximadamente US\$ 7 bilhões acima do preço da transação, com base em uma análise de fluxo de caixa descontado e sem atribuir peso ao preço da negociação.

Para o Tribunal de Delaware, o preço de negociação não era confiável por conta das falhas no processo de venda da companhia. Segundo eles, o processo de venda passou por tantas dificuldades que simplesmente não era confiável. Na mesma linha do caso anteriormente examinado, a Corte entendeu que as propostas por fundos de *private equity*

---

And the global economy was still hungover from the financial crisis of 2008.” ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Suprema Corte do Estado de Delaware. Decisão nº 565. Apelante: MAGNETAR GLOBAL EVENT DRIVEN MASTER FUND LTD. e outros. Apelada: Dell INC. p. 03. Relator: Chief Justice STRINE. Decisão. Delaware.

não devem ser tomadas como base devido às taxas internas de retorno esperadas por esses compradores (*private equity carve-out*).

Além disso, a Corte considerou que o mercado não foi confiável durante o período da venda. Como acima explicado, uma tese comum usada para avaliar a confiabilidade do mercado em casos de recesso é a Hipótese do Mercado Eficiente.

Basicamente, essa teoria analisa a qualidade e a velocidade da resposta do mercado financeiro a informações. Um mercado com eficiência fraca não se adapta bem a informações divulgadas. Um mercado com eficiência semiforte se adapta bem a informações divulgadas. Um mercado com eficiência forte adapta-se bem a informações divulgadas e não divulgadas<sup>157</sup>.

O importante para esse caso é que o magistrado do Tribunal de Delaware considerou que o mercado para aquela ação estava com eficiência fraca, reagia de forma irracional à liberação de informações sobre a operação. Com base nisso, desconsiderou completamente esse valor.

A Suprema Corte do Estado de Delaware reverteu e reenviou o caso ao Tribunal de Delaware para recalcular o valor das ações. Segundo a Suprema Corte, o preço de negociação merecia ter algum peso no cálculo do valor de reembolso, porque, por mais que a negociação tivesse falhas, os administradores da Dell fizeram todo o possível para oferecer algo justo. Em vez de procurarem apenas compradores financeiros, buscaram também compradores estratégicos, tiveram um longo período de *go-shop*, que foi bem aproveitado. No fim das contas, o preço da venda foi longamente negociado com partes diferentes e foi a melhor evidência de preço justo<sup>158</sup>.

O Tribunal de Delaware entendeu que o *go-shop* nesse caso era ineficaz – embora tenha resultado na busca de 67 potenciais compradores (incluindo 20 estratégicos) e em menos barreiras estruturais a outros potenciais compradores. Em particular, o Tribunal de

---

<sup>157</sup> “The Efficient Capital Market Hypothesis states that a market is efficient if the prices of the assets sold in that market fully reflect all available information about those assets. In other words, the ECMH posits that when new information about the assets being sold is generated, the price of the goods changes almost instantaneously to reflect that information.” MACEY; MITTS, 2018, p. 05.

<sup>158</sup> “The problem with the trial court’s opinion is not, as the Company argues, that it failed to take into account the stock price and deal price. The trial court did consider this market data. It simply decided to give it no weight. But the court nonetheless erred because its reasons for giving that data no weight – and for relying instead exclusively on its own discounted cash flow (‘DCF’) analysis to reach a fair value calculation of \$ 17.62 – do not follow from the court’s key factual findings and from relevant, accepted financial principles.” ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Suprema Corte do Estado de Delaware. Decisão nº 565. Apelante: MAGNETAR GLOBAL EVENT DRIVEN MASTER FUND LTD. e outros. Apelada: Dell INC. p. 01. Relator: Chief Justice STRINE. Decisão. Delaware.

Delaware citou o problema do “*winner’s curse*”, pelo qual os compradores são desencorajados a fazer ofertas em casos de MBO por causa do conhecimento superior que a administração possui sobre a empresa. A Suprema Corte, no entanto, sustentou que, embora essas preocupações possam potencialmente minar a lógica de depender do preço do negócio em alguns casos, não o fizeram aqui porque os concorrentes enfrentavam barreiras estruturais mínimas para um acordo, sendo que a devida diligência e a cooperação da empresa ajudaram a resolver quaisquer assimetrias de informações que poderiam implicar a possibilidade da existência da tese do *winner’s curse*. A Suprema Corte também observou que os dois concorrentes financeiros que efetivamente fizeram ofertas durante o *go-shop* estavam preparados para prosseguir sem o Sr. Michael Dell.

Em uma opinião unânime sustentada pela Juíza Karen Valihura, a Suprema Corte entendeu que as razões do Tribunal de Delaware para não dar peso ao preço da negociação não foram apoiadas pelas próprias conclusões factuais e pelos princípios financeiros relevantes e aceitos pelo Tribunal.

Além disso, os magistrados consideraram que o preço do mercado também merecia atenção. Nada nos fatos analisados pela Suprema Corte indicava logicamente que o mercado se comportava de forma ineficiente.

Na visão do Tribunal de Delaware, existia uma lacuna de avaliação significativa entre o valor de mercado da Dell e seu valor intrínseco, causada pelo suposto foco do mercado em um desempenho decepcionante de curto prazo, o que o tribunal entendeu que distorcia o valor de mercado da companhia (“*Investor myopia*”). A Suprema Corte, no entanto, rejeitou essa conclusão como inconsistente com a hipótese de mercado eficiente, pois (i) havia um mercado em circulação negociado ativamente, (ii) a empresa tinha cobertura de mais de 30 analistas de ações, evidência de que o preço de mercado respondia rapidamente a novas informações, (iii) a empresa não tinha um acionista controlador; (iv) não houve qualquer evidência de que as informações falharam em fluir livremente para o mercado.

A Suprema Corte autorizou o Tribunal de Delaware a encontrar o valor justo igual ao preço do negócio sem outros procedimentos, mas não exigiu que isso acontecesse, permitindo que o Tribunal de Delaware decidisse dar peso a outros de fatores para chegar ao valor justo desde que a corte explicasse essa ponderação com base em raciocínio consistente com o registro e com os princípios financeiros relevantes e aceitos. A Suprema Corte também alertou que, embora amplamente consideradas a melhor

ferramenta para avaliar empresas quando não há informações de mercado confiáveis e nenhuma verificação de mercado, as avaliações do Fluxo de Caixa Descontado são geralmente expostas a subjetividade, principalmente quando comparadas a dados objetivos de mercado<sup>159</sup>.

Como se pode perceber deste caso, a Suprema Corte endossa claramente o preço da negociação como um forte indicador de valor justo, mas deixou suficiente espaço para discricção judicial, caso as circunstâncias exijam que o preço da negociação seja atribuído menos peso.

Para referência, abaixo podemos visualizar o quadro com os diferentes valores discutidos no presente caso:

<b>FONTE</b>	<b>MÉTODO DE CÁLCULO</b>	<b>VALOR</b>
Partes da operação	Preço negociado ( <i>deal price</i> )	\$ 13,75
Apresentado pelos minoritários à Tribunal de Delaware	Fluxo de Caixa Descontado (1)	\$ 28,61
Apresentado pela DELL	Fluxo de Caixa Descontado (2)	\$ 12,68
Solução apresentada pelo Tribunal de Delaware	Fluxo de Caixa Descontado e desconsiderou o preço negociado e o valor negociado na bolsa.	\$ 17,62
Decisão da Suprema Corte	<b>REVERTEU.</b> A Suprema Corte considerou que o valor alcançado pelo método de fluxo de caixa descontado foi uma decisão arbitrária. A Suprema Corte devolveu o caso ao Tribunal de Delaware para que atribuisse peso ao preço negociado para a operação e que as ponderações de peso para outros fatos sejam justificados, caso não adotado o preço da negociação.	

<sup>159</sup> “When an asset has few, or no, buyers at the price selected [by a DCF valuation], that is not a sign that the asset is stronger than believed—it is a sign that it is weaker. This fact should give pause to law-trained judges who might attempt to outguess all of these interested economic players with an actual stake in a company’s future. This is especially so here, where the Company worked hard to tell its story over a long time and was the opposite of a standoffish, defensively entrenched target as it approached the sale process free of many deal-protection devices that may prevent selling companies from attracting the highest bid. Dell was a willing seller, ready to pay for credible buyers to do due diligence and had a CEO and founder who offered his voting power freely to any topping bidder”. Dell, Inc. v. Magnetar Global Event Driven Master Fund Ltd., 2017, op. cit.

### 3.1.2.1.5 *Blueblade Capital Opportunities, L.P v. Norcraft Inc.*

Em 12 de maio de 2015, Fortune Brands Home & Security, Inc. (“Fortune”), uma companhia que reúne diversas marcas de produtos para construção e reformas, adquiriu Norcraft Companies Inc. (“Norcraft”), uma companhia de fabricação de móveis, por US\$ 25,50 por ação. Em razão da operação, a Norcraft tornou-se uma subsidiária da Fortune.

Julgado em 27 de julho de 2018 pelo Tribunal de Delaware (após, portanto, os julgamentos dos casos da Dell e DFC acima mencionados), sob a relatoria do Vice Chancellor Joseph R. Slights, entendeu-se que não deveria ser dado qualquer peso para o preço de negociação.

Os requerentes, Blueblade Capital Opportunities LLC e Blueblade Capital Opportunities CI LLC, dois fundos de investimento, argumentaram que o preço negociado não refletia o valor justo da companhia, pois o processo de negociação apresentava várias falhas: (1) não houve competição pela compra antes do acordo, apenas uma proponente foi considerada; (2) o *go-shop period* realizado pela companhia após a assinatura do contrato não pode ser considerado como uma ferramenta eficiente para verificar o preço mais adequado da companhia, porque o acordo estava protegido por várias cláusulas de exclusividade, o que dificultou a busca e a negociação de outras propostas; (3) a companhia encarregou apenas um de seus diretores de conduzir as negociações e, com base nos autos, seria possível concluir que ele insistiu em garantir um cargo para si na companhia, potencialmente prejudicando os interesses dos acionistas e descumprindo seu dever fiduciário.

A Fortune foi a única proponente considerada na fase inicial. Durante o período de 35 dias após a assinatura dos documentos da operação, 54 potenciais compradores foram contatados, dos quais sete celebraram acordo de confidencialidade, embora apenas um tenha se reunido com a administração, não apresentando proposta. Dois proponentes declararam que não podiam avançar com rapidez suficiente para enviar uma oferta dentro do período de 35 dias.

Os requerentes alegaram que a melhor evidência de valor justo seria o fluxo de caixa descontado, feito por um especialista, de US\$ 37,48 por ação. Em resposta, os requeridos defenderam o processo de negociação, afirmando que as falhas apontadas não tinham impacto sobre o preço final. Além disso, alegaram que uma parcela considerável

do valor final foi calculada com base nas sinergias do negócio, afinal Fortune e Norcraft são companhias que atuam no mesmo ramo e a compra foi estratégica. O valor justo seria, na visão dos recorrentes, o preço negociado menos sinergias estimadas em US\$ 21,90, e, para efeitos de fluxo de caixa descontado, apresentaram laudo de avaliação no valor de US\$ 23,74.

Na sentença, Slights cuidadosamente analisa as evidências trazidas pelas partes e conclui que o *fair value* é de US\$ 26,16 por ação, calculado a partir da análise de fluxo de caixa descontado realizada pela Corte com base nas análises apresentadas pelas partes.

Ele começa sua exposição motivando a desconsideração do preço de negociação. Para ele, ficou patente que não se poderia confiar no preço negociado, por conta das várias falhas na negociação:

Nesse caso, os autos revelam falhas significativas no processo de negociação que levou à Incorporação que comprometem a confiabilidade do Preço da Incorporação como um indicador do valor justo da Norcraft. Não houve competição pela compra antes do acordo; A Norcraft e seus consultores se fixaram na Fortune e nunca ampliaram sua visão para outros possíveis compradores. Enquanto as partes trabalhavam para negociar o acordo de fusão, o principal negociador de Norcraft estava focado em garantir benefícios para si em vez de garantir o melhor preço disponível para a Norcraft. E, enquanto o acordo de incorporação previa um *go-shop* de trinta e cinco dias após a assinatura, esse processo foi ineficaz como ferramenta de determinação de preço por uma série de medidas de proteção de negócios. (tradução livre)<sup>160</sup>.

Em seguida, o magistrado justifica a desconsideração do valor de mercado das ações. A Norcraft havia concluído sua oferta pública inicial (IPO) em 13 de novembro de 2013 – fornecendo um histórico limitado com cobertura limitada dos analistas. Diante dessas circunstâncias, o vice-chanceler Slights concluiu que o preço de cotação de mercado não era um indicador confiável do valor justo. Além disso, a indústria de produção de móveis acompanha as tendências do mercado imobiliário, que é cíclico. Isto

---

<sup>160</sup> Texto original: “In this case, the evidence reveals significant flaws in the process leading to the Merger that undermine the reliability of the Merger Price as an indicator of Norcraft’s fair value. There was no pre-signing market check; Norcraft and its advisors fixated on Fortune and never broadened their view to other potential merger partners. As the parties worked to negotiate the Merger agreement, Norcraft’s lead negotiator was at least as focused on securing benefits for himself as he was on securing the best price available for Norcraft. And, while the Merger agreement provided for a thirty-five-day post-signing go-shop, that process was rendered ineffective as a price discovery tool by a clutch of deal-protection measures”. ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. C.A. n. 11184-VCS. Blueblade Capital Opportunities, L.P V. Norcraft Inc. Relator: Vice Chancellor Slights. Delaware.

é, a demanda por móveis está sujeita a um ciclo de construção e reformas. Por conta disso, a média do valor das ações não é um bom indicativo do valor da companhia, já que ela sofre muita influência de um fator externo. O vice-chanceler Slight também não foi convencido a confiar na análise comparável da empresa ou na análise de transação precedente.

Por fim, na ausência de uma evidência objetiva do valor justo, o magistrado decidiu optar por um “método mais tradicional” de avaliação da companhia, o fluxo de caixa descontado, calculado por um especialista contratado pela Corte. Slight destaca que os laudos dos especialistas apresentam valores diametralmente opostos, em função de suas respectivas visões de crescimento da companhia. Um deles é excessivamente otimista e o outro, pessimista. Por conta disso, ele não poderia adotar nenhum desses valores como justo. Ainda assim, ele aproveitou as informações fornecidas pelas partes para chegar a US\$ 26,16 por ação, pelo método do fluxo de caixa descontado, conforme podemos examinar no quadro abaixo:

<b>FONTE</b>	<b>MÉTODO DE CÁLCULO</b>	<b>VALOR</b>
Partes da operação	Preço da operação	US\$ 25,50 por ação
Apresentado pelos minoritários	Fluxo de Caixa Descontado (FCD)	US\$ 37,48 por ação
Apresentado pela companhia	Preço da operação menos sinergias	US\$ 21,90 por ação
Decisão do Tribunal de Delaware	Fluxo de Caixa Descontado	US\$ 26,16 por ação

#### *3.1.2.1.6 Verition Partners Master Fund Ltd. v. Aruba Networks, Inc.*

Aruba Networks, Inc. (“Aruba”) era uma empresa de tecnologia que prosperava. A Hewlett-Packard Company (“HP”) contactou Aruba em agosto de 2014 sobre uma operação em potencial. Para tanto, Aruba contratou consultores financeiros e jurídicos e entrou em contato com outros cinco possíveis compradores estratégicos, mas nenhum estava interessado. Enquanto isso, HP e Aruba iniciaram negociações longas, mas esporádicas.

Em 25 de fevereiro de 2015, as notícias do possível acordo entre Aruba e HP vazaram para a imprensa e o preço das ações da Aruba aumentou de US\$ 18,37 para US\$ 22,24. No dia seguinte, a Aruba divulgou resultados financeiros trimestrais positivos e suas ações subiram 9,7% adicionais, para US\$ 24,81 por ação. Alguns dias depois, em 1º



de março de 2015, HP e Aruba assinaram seu contrato, prevendo a aquisição da Aruba por US\$ 24,67 por ação.

Insatisfeitos com a operação, determinados acionistas minoritários exerceram o direito de recesso. Inicialmente, o julgamento do Tribunal de Delaware teve como foco três métodos de avaliação: (1) preço da negociação US\$ 24,67 por ação; (2) preço da negociação menos sinergia, pelo qual Aruba argumentou que era US\$ 19,10 por ação; (3) fluxo de caixa descontado, sendo que os acionistas minoritários indicaram o valor de US\$ 32,57 por ação e Aruba indicou US\$ 19,85 por ação.

Após a decisão da Dell em 14 de dezembro de 2017, o vice-chanceler convidou as partes a apresentar pedidos suplementares sobre o preço das ações da Aruba e, posteriormente, esta argumentou pela primeira vez que seu preço de mercado não afetado de US\$ 17,13, que era o preço médio para os 30 dias período anterior ao vazamento das notícias das negociações da aquisição (quase três meses antes do seu fechamento), seria a melhor medida do valor justo.

O Tribunal de Delaware considerou primeiramente o preço da negociação, observando que “DCF e Dell permitem concluir que quando uma companhia aberta com dispersão acionária for vendida em uma negociação sem favorecimento, o preço de negociação é uma evidência ‘forte, senão absoluta’”<sup>161</sup>. O vice-chanceler ponderou que os precedentes DFC e Dell estabelecem que o objetivo da avaliação não é determinar se um negociador extraiu a oferta mais alta possível e, com base nesse princípio, entendeu que eventuais falhas no processo de venda não teriam demonstrado que um valor adequado não tivesse sido pago. Pelo contrato, dada a inclusão de sinergias, pelo fato de o adquirente neste caso ser um comprador estratégico, há boas razões para pensar que o preço do negócio excedeu o valor justo.

Contudo, depois de observar que o valor e a alocação de sinergias eram uma questão difícil de determinar com precisão, o Tribunal de Delaware chegou ao preço de da empresa, menos sinergias estimadas em US\$ 18,20 por ação.

O Tribunal de Delaware também considerou as análises de fluxo de caixa descontado apresentado pelas partes, mas encontrou falhas nas análises de ambos os lados e se recusou a empreender o esforço de aprimorá-las porque: “[As] decisões da Dell e da

---

<sup>161</sup> Texto original: “DFC and Dell hold that when a widely held, publicly traded company has been sold in an arm’s-length transaction, the deal price has ‘heavy, if not overriding, probative value’”.

DFC alertam para que as partes não dependam de análises de fluxo de caixa descontado, preparadas por especialistas quando indicadores confiáveis do mercado estão disponíveis<sup>162</sup>” (tradução livre).

Entretanto, o Tribunal de Delaware não adotou o preço da negociação modificado de US\$ 18,20, líquido de sinergias, como valor justo, por considerar que era propenso a erros e não era responsável por outros “custos de agência” externos, outro resultado relacionado à fusão.

Assim, em 15 de fevereiro de 2018, o Tribunal de Delaware estabeleceu um preço baseado na cotação de mercado não afetado de US\$ 17,13 como valor justo, porque fornecia o método mais direto e confiável para estimar o valor da entidade.

A novidade nesse caso é o vazamento de informações sobre a operação e a utilização do critério de cotação de mercado para determinação do valor justo. Isso é importante porque o valor de mercado logo antes do anúncio oficial da operação estava alterado e não constituía mais uma boa evidência para o valor fundamental das ações. Entretanto, o valor escolhido pelo Tribunal de Delaware foi o valor de mercado antes do vazamento de informações<sup>163</sup>.

Um dos métodos de cálculo do valor das ações mais elogiado pelos economistas é a média do valor de mercado antes do anúncio da operação. A análise do valor feita por um grupo de analistas de mercado certamente supera a feita por apenas um. Por mais que os destinatários das análises sejam diferentes, ambos têm o objetivo sincero de determinar o valor fundamental da companhia<sup>164</sup>. O foco aqui é que ele se assenta sobre a presunção

---

<sup>162</sup> Texto original: “[t]he Dell and DFC decisions caution against relying on discounted cash flow analyses prepared by adversarial experts when reliable market indicators are available”.

<sup>163</sup> “Moreover, the Company notes that the trial court’s conclusions underpinning its decision to disregard deal price do not follow from the facts as found. In particular, the Company maintains that the trial court lacked a basis for finding that: the market for Dell’s stock was inefficient due to the alleged short-term focus of the Company’s investor base, yielding a valuation gap between Dell’s market value and its intrinsic value; the pre-signing phase lacked ‘meaningful price competition’ because those involved in the sale process were fixated on determining a deal price that would generate the requisite IRR under the LBO model, and there were no strategic bidders involved; banks were reluctant to help finance the deal through debt, limiting the available leverage and therefore capping the deal price; the emergence of ‘topping bids’ underscored the unfairness of the original merger consideration; and features endemic to MBO go-shops additionally distorted the relevance of the deal price. Thus, the Company argues that the trial court’s entire reasoning for assigning no weight to the deal price was based either on flawed premises or on theoretical constructs that lack support in this factual record.” ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Suprema Corte do Estado de Delaware. Decisão nº 565. Apelante: MAGNETAR GLOBAL EVENT DRIVEN MASTER FUND LTD. e outros. Apelada: Dell Inc. p. 28. Relator: Chief Justice STRINE. Delaware.

<sup>164</sup> “In appraisal proceedings, the Delaware courts have embraced the semi-strong form of the ECMH. As the Delaware Supreme Court has observed, the ECMH ‘teaches that the price produced by an efficient market is generally a more reliable assessment of fair value than the view of a single analyst, especially an

de que um mercado que funcionou de forma eficiente por um certo tempo, sem sofrer grandes distorções, é um ótimo indicativo do real valor de uma ação.

A Suprema Corte de Delaware, entretanto, em 16 de abril de 2019, reverteu a decisão, entendendo como valor justo US\$ 19,10 por ação. Talvez refletindo as tensões entre a Suprema Corte e o juiz do processo, a Suprema Corte se recusou a levar o caso ao Tribunal de Delaware para outros procedimentos (conforme solicitado pelos requerentes), mas decidiu que o valor justo era igual ao preço da transação menos sinergias, e o Tribunal aceitou a posição de Aruba no julgamento de que as sinergias atribuíveis a Aruba eram de US\$ 5,57 por ação, deduzidas do preço da operação de US\$ 24,67.

A Suprema Corte rejeitou o entendimento do Tribunal de Delaware quanto à adoção do preço de mercado de Aruba, por algumas razões. A Suprema Corte rejeitou a opinião do vice-chanceler de que a utilização dos preços de cotação de mercado era obrigada em razão dos precedentes DFC e Dell. A Suprema Corte observou que essa visão “não era apoiada por nenhuma leitura razoável dessas decisões”. A Corte reiterou as opiniões expressas na Dell de que os preços de cotação de mercado podem ser um substituto para o valor justo e que o preço em que as ações são negociadas em um mercado eficiente é um importante indicador de seu valor econômico que deve ser ponderado, mas concluiu que o vice-chanceler errou ao constatar que um preço de cotação de mercado que reflete as informações públicas de forma eficiente seria invariavelmente o valor justo da empresa em uma avaliação.

Em vez disso, o Supremo Tribunal declarou que um preço auferido por meio de um mercado eficiente informado pelos esforços dos compradores de porte para alcançar um preço de transação com acesso a *due diligence* não pública e os “*incentivos mais aguçados*” de um comprador de toda a empresa “*é ainda mais provável indicativo do chamado valor fundamental*”.

Em resumo, depois de um processo no qual todos os compradores interessados tiveram uma oportunidade justa e viável de participar, o preço da negociação é um forte indicador de valor justo, como uma questão de realidade econômica.

Por fim, a Suprema Corte constatou, no registro factual, que o preço do negócio menos sinergias era mais “*uma avaliação geral do valor de mercado da Aruba*” do que a

---

expert witness who caters her valuation to the litigation imperatives of a well-heeled client.’ While this statement is generally true, we recognize that it is not always true”. MACEY; MITTS, 2018, op. cit., p. 07.

utilização da cotação de mercado por várias razões: (a) o preço de mercado não afetado era de três a quatro meses antes fechamento da operação, sendo que a legislação exige que o valor justo seja mensurado no fechamento, (b) a HP teve acesso a dados materiais e não públicos da Aruba, incluindo os fortes resultados trimestrais da Aruba dos quais o mercado não estava ciente, mas acabou empurrando o preço das ações da Aruba acima do valor do negócio quando liberado quatro dias antes da assinatura.

Para referência, abaixo pode-se visualizar o quadro com os diferentes valores discutidos no presente caso:

<b>FONTE</b>	<b>MÉTODO DE CÁLCULO</b>	<b>VALOR</b>
Partes da operação	Preço negociado ( <i>deal price</i> )	\$ 24,67
Requerentes	Fluxo de Caixa Descontado	\$ 32,57
Aruba	Fluxo de Caixa Descontado	\$ 19,85
	Preço negociado, menos sinergia.	\$ 19,10
	Cotação de mercado	\$ 17,13
Tribunal de Delaware	Cotação de mercado.	\$ 17,13
Suprema Corte	<b>REVERTEU.</b> A Suprema Corte considerou que o Tribunal de Delaware não soube selecionar a melhor evidência de preço justo. Para a Suprema Corte, os valores negociados na bolsa, mesmo antes do vazamento das informações, não possuíam relevância para o caso: antes do vazamento, os valores eram distantes do caso e depois, o mercado ficou ineficiente. Assim, não havia razão para utilizá-lo. <b>A Suprema Corte considerou que a melhor evidência de valor justo seria o preço negociado menos sinergia, atribuindo o valor de US\$ 19,10 por ação.</b>	

### 3.1.2.1.7 *In Re Appraisal of Solera Holdings, Inc.*

Julgado em 30 de julho de 2018 pelo Tribunal de Delaware, sob a relatoria do Chanceler Bouchard, a ação tratou do valor justo das ações da Solera Holdings, Inc., uma companhia do ramo de dados e software. A companhia foi adquirida pela Vista Equity Partners, a US\$ 55,85 por ação.

Determinados acionistas minoritários sustentaram que o valor da transação estava longe de corresponder ao da companhia, pois o CEO da companhia encarregado das negociações agiu com autonomia no começo do processo de venda, sem a autorização do conselho de administração para fazer propostas e negociar pontos estratégicos do contrato. Apontaram, em específico, que o CEO da Solera se reuniu com empresas de

*private equity* antes e depois da formação do comitê especial. Por fim, defenderam que o valor justo de suas ações deveria ser de US\$ 84,65 por ação, calculado com base no método de fluxo de caixa descontado.

Em resposta, os dirigentes da companhia argumentaram que, apesar de o processo de venda possuir falhas, isso não significava que o preço negociado não era o valor justo, pois várias precauções e remédios foram adotados para gerar valor para os acionistas: (1) a companhia interagiu com compradores financeiros e estratégicos, de modo que era sabido no mercado que a companhia estava à venda e considerando alternativas estratégicas; (2) o *go-shop period* durou 28 dias e foi projetado para permitir que outros compradores tivessem capacidade de fazer propostas; (3) um comitê especial supervisionou o processo e agiu de forma diligente. Com base nisso, defenderam, no início do processo, que o valor justo seria o valor da operação, menos as sinergias do negócio, no montante, portanto, de US\$ 53,95.

Contudo, após a publicação da decisão de outro caso de recesso (caso Aruba, conforme acima examinado), no qual, em primeira instância, o valor justo da companhia foi determinado com base na média da cotação de mercado, mudou-se a posição da defesa para argumentar que o valor justo deveria ser de US\$ 36,39 por ação, calculado a partir do mesmo método, o que equivaleria a um abatimento de 35% do valor de venda. Ainda, apresentaram avaliação pelo método de fluxo de caixa descontando, em que foi atribuído o valor de US\$ 53,15 por ação.

O Tribunal de Delaware determinou que o melhor indício do valor justo das ações era o preço da transação menos sinergias, ou seja, US\$ 53,95 por ação. Conforme explica Bouchard, Solera foi vendida em um processo competitivo que, embora não fosse ideal, apresentava vários indícios objetivos de confiabilidade. A incorporação foi resultado de dois meses de busca de possíveis compradores, entre companhias do ramo e empresas de *private equity*, seguidos de um processo de seis semanas conduzido por um comitê especial independente e autorizado pelo conselho de administração, o qual entrou em contato com onze empresas financeiras e sete concorrentes. Além de que o processo inteiro foi amplamente divulgado, de maneira que o mercado sabia que a companhia estava aberta a propostas.

Em suporte desse posicionamento, o magistrado também destacou que o processo de venda foi conduzido no contexto de um mercado eficiente e com bom desempenho das ações da Solera. Antes da incorporação, por exemplo, a Solera possuía uma base profunda

de acionistas, suas ações eram negociadas ativamente na Bolsa de Valores de Nova York e eram cobertas por vários analistas e sua dívida era monitorada pelas agências de classificação.

Para referência, abaixo pode-se visualizar o quadro com os diferentes valores discutidos no presente caso:

<b>FONTE</b>	<b>MÉTODO DE CÁLCULO</b>	<b>VALOR</b>
Partes da operação	Preço de negociação	US\$ 55,85 por ação
Apresentado pelos minoritários	Fluxo de caixa descontado	US\$ 84,65 por ação
Apresentado pela companhia	Processo de negociação menos sinergias / média da cotação de mercado	US\$ 53,95 por ação / US\$ 36,39 por ação
Decisão do Tribunal de Delaware	Preço de negociação menos sinergias	US\$ 53,95 por ação

### *3.1.2.1.8 In Re Appraisal of Jarden Corporation*

Julgado em 19 de julho de 2019, com relatoria do Vice Chanceler Slight, o caso envolveu a compra da companhia Jarden Corporation (“Jarden”), um conglomerado cujo portfólio incluía mais de 120 marcas de produtos alimentícios, pela compradora, Newell Rubbermaid, Inc. (“Newel”), pelo preço de US\$ 59,21 por ação.

Interessante que essa decisão vem na esteira da decisão da Suprema Corte de Delaware no caso Aruba acima discutido, que reverteu a dependência exclusiva do Tribunal de Delaware no preço de cotação das ações em sua determinação do valor justo em favor do preço de negociação menos sinergias. Apesar de Aruba demonstrar um peso forte que deve ser dado ao preço de negociação na determinação do valor justo, o presente caso indica uma disposição do Tribunal de Delaware de examinar de perto o processo de venda relevante e ilustra que a avaliação depende fortemente dos fatos particulares de cada caso.

Os requerentes, um grupo de fundos de investimento que adquiriu, no total, 2,5 milhões de ações logo depois que a operação foi anunciada, pediram a consideração judicial sobre o valor das ações e alegaram que o método de cálculo adequado seria a comparação por múltiplos, o que renderia o valor de US\$ 71,35 por ação. Eles justificaram esse valor afirmando que o processo de negociação da compra é incapaz de

refletir o valor da companhia, pois o negociador principal agiu quase que por vontade própria, sem envolvimento adequado do conselho de administração.

Já os administradores da Jarden afirmaram, em defesa, que o valor justo das ações deveria ser US\$ 48,01, calculado por meio do fluxo de caixa descontado, pois refletia o valor presente da companhia se fosse continuar como se a aquisição não tivesse ocorrido e não aproveitaria nenhuma sinergia incutida no preço negociado.

O magistrado expôs, em um longo julgamento, que, em verdade, a melhor evidência de *fair value* era a média da cotação da ação, o que renderia um valor de US\$ 48,31 (18% a menos que o preço de negociação), e que nenhum dos argumentos levantados pelas partes em prol dos métodos apresentados se sustentava.

A Corte decidiu assim, pois Jarden era uma companhia sem acionista majoritário, 93% de suas ações estavam em circulação no mercado e eram frequentemente negociadas. Esse conjunto de fatores, aliado às limitações das outras *valuations*, tornava a cotação da ação uma evidência firme de valor justo. Além disso, esse valor foi alcançado por meio da combinação do trabalho individual de vários analistas e de um analista reconhecido, que compilou as informações disponíveis para apresentar à Corte, além de os resultados ficarem indisputados pelas partes.

Em seguida, Slight's passou a detalhar porque os valores apresentados pelas partes não poderiam alcançar o status de *fair value*.

O preço de compra não deveria ter nenhum peso na composição do valor justo, pois o processo de negociação apresentava várias falhas que comprometiam sua qualidade. A maior delas era que o negociador principal agia com pouco ou nenhum envolvimento do conselho de administração. Ele destacou que o processo de negociação não precisa ser perfeito para ser confiável, mas precisa de um mínimo de qualidade. Por exemplo, o presidente de Jarden “colocou as cartas de Jarden na mesa” antes que o conselho e seus consultores formassem um plano e antes que as negociações começassem (o que pode ter efetivamente limitado a oferta), não informou o conselho de sua reunião inicial com Newell, recomendou a contratação do consultor financeiro sem discutir seus relacionamentos anteriores com o consultor e não tinha autoridade do conselho para aspectos importantes das negociações, incluindo sugestões iniciais de preço e contrapartidas.

A Corte desconsiderou a comparação por múltiplos, apresentada pelos requerentes, quando se constatou que as companhias selecionadas para realizar a comparação não refletiam a complexidade da Jarden, que é um conglomerado de marcas em vários setores de consumo diferentes, isto é, a qualidade da comparação ficou comprometida por conta das especificidades da companhia alvo. Mesmo que os requerentes tenham apresentado uma demonstração de fluxo de caixa descontado para apoiar sua posição, o magistrado explicou que, considerado em si mesmo, o método não poderia ser confiável.

O magistrado também explicou que não pôde adotar as avaliações feitas por fluxo de caixa descontado apresentadas pelas partes como *fair value*, pois, além de seus resultados estarem a “sistemas solares de distância”, suas premissas superestimavam ou subestimavam o desempenho das marcas da companhia sem apresentar justificativa plausível para nenhum dos resultados.

Vale destacar que as partes apenas apresentaram avaliações em fluxo de caixa descontado como evidência acessória ao método de cálculo de sua preferência. A Corte fez também seus estudos de fluxo de caixa descontado e alcançou o valor de US\$ 48,13 por esse método, enquanto os administradores da Jarden, por meio do estudo apresentado, alcançaram o valor de US\$ 48,01, aproximando-se bastante do valor de cotação das ações.

Em julho de 2020, cinco anos após a operação, a Suprema Corte manteve a escolha do valor da cotação das ações no mercado como a melhor evidência de valor justo, seguindo o mesmo raciocínio da Corte de Delaware.

Deste caso, pode-se tirar duas importantes lições.

Primeiro, a linha de raciocínio adotada pelo magistrado para averiguar a qualidade dos métodos de cálculo. Ele apontou questionamentos compatíveis para cada um deles, ou seja, quanto ao valor negociado, questionou se a negociação foi justa, quanto ao preço de mercado, questionou o mercado e as informações que eram fornecidas aos investidores, quanto ao fluxo de cálculo descontado, se os valores adotados possuíam pertinência técnica a ponto de merecerem ser quantificados. E, o mais importante, o pressuposto de que há um método infalível é falso. Só é possível saber a qualidade do cálculo da avaliação de uma companhia quando ele é analisado, e o mesmo vale para o valor, *fair value* pode ser averiguado de mais de uma forma.



Segundo, observa-se que o recesso a valor justo encontrado pelas Cortes pode ser menor que o valor de negociação. Em Jarden, o valor justo, segundo as duas cortes, foi quase dez dólares menor que o preço da negociação por ação. Isso é uma constatação extremamente importante, pois indica que há risco ao solicitar o recesso. Portanto, economicamente falando, um investidor não deveria solicitar o recesso, a não ser que possua forte razão para crer que foi prejudicado pelo processo de negociação e que suas ações poderiam ter sido avaliadas em valor mais alto se a negociação fosse mais bem conduzida.

Em Jarden, os acionistas dissidentes apresentaram um valor muito otimista da companhia e não conseguiram demonstrar porque ele seria melhor evidência de valor justo do que o valor de negociação. Para se ter noção da discrepância dos valores, o especialista dos dissidentes avaliou a empresa entre US\$ 70,36 e US\$ 70,40 por ação, enquanto o especialista contratado pela companhia chegou a US\$ 48,01 por ação - uma diferença de US\$ 5 bilhões no valor total da operação.

Como comentado por Choi e Talley:

Alguns podem se preocupar que o preço de mercado negociado publicamente das ações de uma empresa reflita o preço mais baixo que um acionista está disposto a vender ações da empresa e, portanto, falha em capturar avaliações otimistas da empresa mantidas por acionistas que se recusam a vender pelo preço de mercado atual. Mas o direito de recesso procura conceder aos acionistas o valor justo de suas ações, não suas avaliações idiossincráticas. E, embora os estudiosos tenham demonstrado de forma persuasiva que as avaliações do FCD provavelmente são superiores aos preços de negociação, se o objetivo é maximizar os ganhos esperados para os acionistas-alvo, o tribunal de Jarden reiterou que a jurisprudência de Delaware nunca adotou esse objetivo normativo, citando a FCD para proposição de que “*valor justo é apenas isso, justo. Isso não significa o preço mais alto possível pelo qual uma empresa pode ter vendido*”<sup>165</sup>.

---

<sup>165</sup> Texto original: “Some may worry that the publicly traded market price of a firm’s shares reflects the lowest price that a shareholder is willing to sell shares of the firm and thus fails to capture optimistic valuations of the firm held by shareholders who refuse to sell at the current market price. But the appraisal remedy seeks to award shareholders the fair value of their shares, not their idiosyncratic valuations. And while scholars have persuasively shown that DCF valuations are likely superior to deal prices if the goal is to maximize the expected gains to target shareholders, the Jarden court reiterated that Delaware case law has never embraced that normative goal, quoting DFC for the proposition that “fair value is just that, fair. It does not mean the highest possible price that a company might have sold for”. CHOI, Albert H.; TALLEY, Eric L., Appraising the “Merger Price” Appraisal Rule, 35 J.L. Econ. & Org. 543, 2019. <https://clsbluesky.law.columbia.edu/2020/07/15/fir-tree-v-jarden-and-ma-appraisal/> Acesso em: 20/07/2020.

Abaixo, para melhor entendimento, pode-se visualizar o quadro com os diferentes valores discutidos no presente caso:

<b>FONTE</b>	<b>MÉTODO DE CÁLCULO</b>	<b>VALOR</b>
Partes da operação	Preço da negociação	US\$ 59,21 por ação
Apresentado pelos minoritários	Comparação por múltiplos	US\$ 71,35 por ação
Apresentado pela companhia	Fluxo de caixa descontado	US\$ 48,01 por ação
Decisão do Tribunal de Delaware	Cotação de mercado	US\$ 48,31 por ação
Suprema Corte do Estado de Delaware	Cotação de mercado	US\$ 48,31 por ação

### *3.1.2.1.9 In Re Appraisal of Columbia Pipeline Group, Inc.*

Já o caso Columbia, julgado em 12 de agosto de 2019, sob a relatoria do vice-chanceler Laster, é um bom exemplo do que um processo de negociação precisa ser para qualificar o preço acordado como *fair value*, demonstrando também que este prevalece sob a cotação de mercado das ações, quando o processo é bem administrado.

Em 17 de março de 2016, a TransCanada Corporation adquiriu Columbia Pipeline Group, uma companhia que desenvolvia, operava e mantinha armazenamento de gás natural, pelo valor de US\$ 25,50 por ação.

Os acionistas dissidentes alegaram que o preço adequado deveria ser mais próximo do fluxo de caixa descontado, no valor de US\$ 32,47, sob o argumento de que o processo de negociação da venda da companhia ficou comprometido pelo desejo de alguns membros do conselho de administração de se aposentarem em uma data específica, razão pela qual teriam apressado a venda e agido com favoritismo pela compradora, em vez de considerar ofertas de outros possíveis compradores.

Depois de realizar uma extensa revisão dos precedentes julgados pela Suprema Corte (Aruba, Dell e DFC), o magistrado chegou à conclusão de que não seria necessário ponderar longamente sobre os valores apresentados pelas partes quando a melhor evidência de *fair value* já foi encontrada, no caso, o preço da negociação.

A Corte apontou as seguintes características para um processo de negociação ser considerado justo:

- (1) A incorporação no caso Columbia não foi uma transação com favorecimento,
- (2) o conselho de administração não apresentou conflitos de interesse,
- (3) o comprador conduziu a devida auditoria que

incluiu informações confidenciais sobre o valor da companhia Columbia, (4) o período pré-assinatura buscou potenciais compradores, oferecendo a eles a chance de apresentar uma proposta, (5) o vendedor negociou vários aumentos de preços do comprador e (6) o período pós-assinatura permitiu a apresentação de propostas superiores e nenhuma se concretizou<sup>166</sup>.

O Tribunal considerou brevemente a posição da TransCanada de que, para determinação do valor justo, o preço da transação deve ser ajustado para baixo para refletir a inclusão de sinergias decorrentes do próprio negócio, mas concluiu que a TransCanada não conseguiu provar o valor proposto de US\$ 4,64 por ação das sinergias.

Além disso, o Tribunal abordou os diversos argumentos relacionados ao preço de cotação, sustentando que o preço de cotação confiável não é um pré-requisito para uma determinação confiável do valor justo com base no preço de negociação, afirmando que “*escolher o preço de cotação apenas levaria a determinação do valor justo a erro*”<sup>167</sup>.

Ainda, o Tribunal abordou o argumento do requerente quanto ao uso do método de fluxo de caixa descontado, observando que a análise desse método deve ser usada em processos de avaliação quando os indicadores baseados no mercado não estiverem disponíveis. Nesse caso, a Columbia foi objeto de negociação bem conduzida. A avaliação pelo fluxo de caixa descontado dos dissidentes foi muito superior ao preço de negociação ou ao preço de cotação de mercado das ações da Columbia e o Tribunal considerou a análise pelo fluxo de caixa descontado o segundo melhor método para obter valor em um caso em que uma métrica baseada no mercado não estiver disponível.

Em suma, o Tribunal constatou que o processo de venda apresentava indícios objetivos suficientes de equidade no preço da transação para tornar o preço da transação um indicador persuasivo e confiável do valor justo.

Contudo isso não significa que não havia falhas na negociação. No entanto a corte não considerou nenhuma das falhas uma evidência convincente de um processo de venda não confiável, porque os requerentes não demonstraram que o preço da transação

---

<sup>166</sup> “(1) the merger in Columbia was an arm’s-length transaction with a third party, (2) the board had no conflicts of interest, (3) the buyer conducted due diligence that included confidential insights into Columbia’s value, (4) the pre-signing market check included outreach to potential buyers providing them a free chance to pursue a merger, (5) the seller extracted multiple price increases from the buyer and (6) the post-signing market check permitted superior bids, and none emerged”. In Re Appraisal of Columbia Pipeline Group, Inc.

<sup>167</sup> Texto original: “[r]elying on the trading price would only inject error into the fair value determination”.

“deixava uma parte do valor fundamental da Columbia em cima da mesa” e “quaisquer outros concorrentes sérios não foram impedidos de avançar, porém, nenhum o fez”.

Em síntese, esse caso serve para demonstrar a importância de não só argumentar em favor de um método ou outro, mas também demonstrar como pode ser quantificado. Abaixo, para melhor entendimento, encontra-se um quadro com os valores apresentados, bem como a conclusão do Tribunal.

<b>FONTE</b>	<b>MÉTODO DE CÁLCULO</b>	<b>VALOR</b>
Partes da operação	Preço da negociação	US\$ 25,50 por ação
Apresentado pelos minoritários	Fluxo de Caixa descontado	US\$ 32,47 por ação
Apresentado pela companhia	Preço de negociação menos sinergias	US\$ 25,5 menos US\$ 4,64, valor estimado das sinergias
Conclusão do Tribunal de Delaware	Preço de negociação	US\$ 25,50 por ação

#### *3.1.2.1.10 In Re Appraisal of Stillwater Mining Company*

Neste caso, a companhia alvo, Stillwater Mining Company (“Stillwater”), foi adquirida por Sibanye Gold Limited (“Sibanye”) por meio de uma incorporação triangular reversa, por US\$ 18,00 por ação. Os acionistas dissidentes solicitaram o reconhecimento dos seus direitos de recesso e alegaram que o valor justo da Stillwater era de US\$ 25,91 por ação, com base em um modelo de fluxo de caixa descontado elaborado por uma empresa especializada.

Sibanye sustentou que o valor justo da Stillwater era de US\$ 17,63 por ação, por meio de uma combinação de métodos de avaliação, incluindo o preço da negociação, média da cotação na bolsa e uma avaliação com base em fluxo de caixa descontado.

Conseguiu-se demonstrar no caso que o processo de venda foi suficientemente confiável para tornar o preço da negociação um indicador persuasivo do valor justo. Embora a Sibanye tenha solicitado uma dedução do preço da transação para contabilizar o valor das sinergias, ela não conseguiu provar que um ajuste era justificado. Na visão do Tribunal de Delaware, a requerida não conseguiu demonstrar que, na pendência da negociação, sinergias foram incluídas no preço de venda. Os precedentes do Tribunal de Delaware exigem que o tribunal determine o valor justo, excluindo os valores das

sinergias decorrentes da operação. Nesse caso, o vice-chanceler Laster decidiu que Sibanye não conseguiu provar o impacto de tais sinergias no preço das ações.

Na pendência do processo, as partes se engajaram em um longo debate sobre se o preço de negociação da Stillwater poderia fornecer um indicador persuasivo do valor justo. Porém, mesmo o Tribunal reconhecendo que a média de cotação da Stillwater poderia fornecer um indicador persuasivo de valor, contudo, era um indicador menos persuasivo que o preço da negociação. Diante de um processo de venda que atende a vários critérios objetivos de qualidade, atribuir peso a um valor que ainda precisaria ser ajustado introduziria erro e imprecisão ao cálculo do valor justo.

A decisão, em julgamento ocorrido em 21 de agosto de 2019, concluiu que nenhum dos lados demonstrou que sua avaliação do fluxo de caixa descontado forneceu uma evidência robusta do valor justo. Os especialistas discordaram em muitos aspectos e os resultados estavam tão distantes um do outro que a Corte optou por desconsiderar esse método de cálculo na presença de um valor confiável, baseado no preço de negociação. Vice Chanceler J. Travis Laster concluiu, portanto, que o valor justo deveria ser o preço de negociação, atribuído em US\$ 18,00 por ação, conforme podemos observar de seu voto abaixo:

O Caso Sibanye provou que o processo de venda era suficientemente confiável para tornar o preço de negociação um indicador persuasivo do valor justo. Embora a Sibanye tenha argumentado que os ganhos com sinergias deveriam ser debitados do preço da transação, ela não conseguiu justificar e demonstrar o valor do ajuste.

As partes se engajaram em um longo debate sobre se o preço de cotação ajustado da Stillwater poderia fornecer um indicador persuasivo do valor justo. A confiabilidade do preço de cotação ajustado dependia da confiabilidade do preço de cotação não afetado, e os dois lados contrataram especialistas que conduziram análises e ofereceram opiniões a respeito da cotação de mercado para as ações ordinárias da Stillwater. As evidências demonstraram que o preço de cotação da Stillwater poderia fornecer um indicador persuasivo de valor, mas que era um indicador menos persuasivo que o preço de negociação. Portanto, esta decisão não usa uma métrica de cotação de mercado.

Nenhum dos lados demonstrou que sua avaliação do FCD fornecia um indicador persuasivo do valor justo. Os especialistas discordaram sobre muitos aspectos, e as oscilações de avaliação resultantes foram muito grandes, para que esta decisão se baseie neste critério quando há um indicador de mercado disponível.

Essa decisão conclui que o preço da transação é o indicador mais persuasivo do valor justo. Confiar em qualquer uma das outras métricas

de avaliação introduziria erros. O valor justo da Stillwater na data da avaliação era, portanto, US \$ 18,00 por ação. (tradução livre)<sup>168</sup>

A decisão de Stillwater é a segunda decisão em um mês (após *In Re: Appraisal of Columbia Pipeline Group, Inc.*), na qual o vice-chanceler Laster determinou que o preço de negociação era o melhor indicador do valor justo de uma empresa. No entanto, o vice-chanceler Laster enfatizou que não há presunção de que o preço da negociação reflita o valor justo, afirmando que:

[...] baseando-se na exigência legal de que o Tribunal de Delaware deva considerar “todos os fatores relevantes” ao determinar o valor justo, a Suprema Corte de Delaware rejeitou “pedidos de adoção de uma presunção de que o preço da transação reflita o valor justo, se certas condições prévias são atendidas, como quando a incorporação é o produto de negociações sem favorecimento e uma verificação robusta e não conflitante do mercado é realizada, e onde os possíveis compradores tenham informações completas e poucas barreiras para apresentar propostas para a operação<sup>169</sup>. (tradução livre)

O vice-chanceler Laster continua reconhecendo que a Suprema Corte de Delaware também advertiu que “*não há o que discutir sobre o argumento econômico de que o preço de uma incorporação resultante de uma verificação robusta do mercado, apoiado em*

---

<sup>168</sup> Texto original: “Sibanye proved that the sale process was sufficiently reliable to make the deal price a persuasive indicator of fair value. Although Sibanye argued for a deduction from the deal price to account for value arising from the Merger, Sibanye failed to prove that an adjustment was warranted. The parties engaged in lengthy debate over whether Stillwater’s adjusted trading price could provide a persuasive indicator of fair value. The reliability of the adjusted trading price depended on the reliability of the unaffected trading price, and both sides engaged experts who conducted analyses and offered opinions about the attributes of the market for Stillwater’s common stock. The evidence demonstrated that Stillwater’s trading price could provide a persuasive indicator of value, but that it was a less persuasive indicator than the deal price. This decision therefore does not use a trading price metric. Neither side proved that its DCF valuation provided a persuasive indicator of fair value. The experts disagreed over too many inputs, and the resulting valuation swings were too great, for this decision to rely on a model when a market-tested indicator is available. This decision concludes that the deal price is the most persuasive indicator of fair value. Relying on any of the other valuation metrics would introduce error. The fair value of Stillwater on the valuation date was therefore US\$ 18.00 per share”. *In Re Appraisal of Stillwater Mining Company*.

<sup>169</sup> Texto original: [...] relying on the statutory requirement that the Court of Chancery must consider “all relevant” factors when determining fair value, the Delaware Supreme Court has rejected “requests for the adoption of a presumption that the deal price reflects fair value if certain preconditions are met, such as when the merger is the product of arm’s-length negotiations and a robust, non-conflicted market check, and where bidders had full information and few, if any, barriers to bid for the deal”. *In Re Appraisal of Stillwater Mining Company*.

*uma rica base de informações e um ambiente acolhedor para potenciais compradores, é uma prova do valor justo da companhia*<sup>170</sup>.

Uma consideração interessante feita nesta sentença é de que o propósito da ação para avaliação do valor justo das ações é ponderar se os acionistas minoritários não foram explorados e receberam um preço justo na venda da companhia. Diante da conclusão de que a venda da Stillwater foi bem conduzida e extensivamente negociada, não haveria necessidade de adotar um outro indício de valor justo que pode ser questionado. Na visão do Tribunal, os administradores da Stillwater negociaram a operação com uma compradora com quem não tinham relação anterior, o conselho de administração não teve nenhum conflito de interesses e tinha autoridade para dizer “não” a qualquer comprador, Sibanye conduziu a devida diligência e recebeu informações confidenciais sobre o valor da Stillwater, negociou com a Sibanye e concluiu por vários aumentos de preços, e houve inclusive a possibilidade de outros compradores apresentarem proposta após a assinatura da operação (*market check*).

É importante ressaltar que o Tribunal considerou o preço do negócio confiável, apesar do fato de o CEO da Stillwater ter se envolvido em negociações ao mesmo tempo em que negociava um contrato de trabalho favorável para si. O Tribunal determinou que a administração implementou proteções suficientes posteriormente no processo de venda, como a contratação do Bank of America Merrill Lynch para realizar uma pesquisa de possíveis compradores antes da assinatura, autorizando negociações que resultaram em um preço mais alto e facilitando o *market check* entre a assinatura e o fechamento, para tornar o preço da transação confiável.

Em relação à utilização do critério de fluxo de caixa descontado, o Vice Chanceler J. Travis Laster concluiu:

Se esse fosse um caso em que uma métrica confiável baseada no mercado não estivesse disponível, o tribunal poderia ter que analisar as avaliações e arriscar suposições semi-informadas sobre qual visão do especialista estava mais próxima da verdade. Nesse caso, existe uma métrica persuasiva baseada no mercado: o preço da transação resultante de um processo de venda confiável<sup>171</sup>.

---

<sup>170</sup> Texto original: “we have little to quibble with the economic argument that the price of a merger that results from a robust market check, against the backdrop of a rich information base and a welcoming environment for potential buyers, is probative of the company’s fair value”.

<sup>171</sup> Texto original: “If this were a case where a reliable market-based metric was not available, then the court might have to parse through the valuation inputs and hazard semi-informed guesses about which

Para referência, abaixo podemos visualizar o quadro com os diferentes valores discutidos no presente caso:

<b>FONTE</b>	<b>MÉTODO DE CÁLCULO</b>	<b>VALOR</b>
Partes da operação	Preço da negociação	US\$ 18,00 por ação
Apresentado pelos minoritários	Fluxo de caixa descontado	US\$ 25,91 por ação
Apresentado pela companhia	Combinação de métodos de cálculo	US\$ 17,63 por ação
Conclusão do Tribunal de Delaware	Preço de negociação	US\$ 18,00 por ação

### *3.1.2.1.11 Lições da jurisprudência de Delaware*

A partir dessa revisão da jurisprudência no Estado de Delaware, é possível traçar algumas lições. A primeira delas é em relação ao ônus argumentativo das partes. Os acionistas dissidentes assumem para si o ônus de demonstrar que o processo de negociação da operação que ensejou o recesso teve falhas que comprometeram a adequação do preço. Já a administração da companhia, responsável pela negociação, precisa demonstrar que o processo de negociação, mesmo com falhas, foi bom o suficiente para gerar um preço adequado, ou seja, que a administração tomou medidas para se certificar de que o preço final foi o melhor possível.

Portanto, o julgamento de um recesso em Delaware começa pela revisão do processo de negociação para averiguar se foi apto a gerar um preço justo. Analisando a jurisprudência, é razoável concluir que, para os tribunais, o propósito do recesso é garantir aos acionistas da companhia um preço justo, portanto, quando o processo de negociação foi suficientemente adequado, os magistrados não precisariam buscar o *fair value* em outro método de cálculo.

É o que aconteceu no caso Columbia Pipeline, no qual o vice-chanceler relator reconheceu que, quando existem indícios objetivos de *fair value* no processo de venda, não seria necessário ponderar sobre os demais métodos de cálculo apresentados pelas

---

expert's view was closer to the truth, In this case, there is a persuasive market-based metric: the deal price that resulted from a reliable sale process". In Re Appraisal of Stillwater Mining Company.



partes. Em seu voto, ele destacou os critérios que o convenceram do preço justo naquele caso foram:

(1) A incorporação no caso Columbia não foi uma transação com favorecimento, (2) o conselho de administração não apresentou conflitos de interesse, (3) o comprador conduziu a devida auditoria que incluiu informações confidenciais sobre o valor da companhia Columbia, (4) o período pré-assinatura buscou potenciais compradores, oferecendo a eles a chance de apresentar uma proposta, (5) o vendedor negociou vários aumentos de preços do comprador e (6) o período pós-assinatura permitiu a apresentação de propostas superiores e nenhuma se concretizou.<sup>172</sup> (tradução livre)

Contudo, quando se conclui que o preço da negociação não representa *fair value*, o magistrado precisa ponderar sobre os outros indícios e percebeu-se, pelo estudo dos casos, que, para cada método de avaliação da companhia, existem padrões diferentes de revisão. Este é o segundo bloco de lições que se pode depreender dos casos. Comentar-se-á sobre como os tribunais ponderam sobre o valor de cotação de mercado, a comparação por múltiplos e o fluxo de caixa descontado.

O valor de cotação de mercado não parece ser uma escolha comum dos Tribunais de Delaware. Jonathan Macey e Joshua Mitts argumentam em seu artigo que, em verdade, esse método de cálculo é o que melhor reflete a companhia, a qualquer momento, mesmo quando o mercado não estiver se comportando de maneira eficiente. Eles defendem, em essência, que os analistas os conseguem avaliar a companhia de modo mais imparcial que os indivíduos interessados na operação, isto é, os negociadores. Além de que, segundo os autores, mesmo que eventualmente falho, o valor de mercado sempre será superior a um processo de negociação, que *sempre* terá falhas e terá de ser ajustado, em oposição ao valor de mercado que só apresenta falhas eventualmente. Eles sintetizam seu raciocínio no seguinte parágrafo:

Argumentamos que os tribunais devem considerar o preço de cotação de mercado dos valores mobiliários de uma companhia-alvo durante o exercício do direito de recesso, antes da divulgação da operação, e não

---

<sup>172</sup> Texto original: (1) the merger in Columbia was an arm's-length transaction with a third party, (2) the board had no conflicts of interest, (3) the buyer conducted due diligence that included confidential insights into Columbia's value, (4) the pre-signing market check included outreach to potential buyers providing them a free chance to pursue a merger, (5) the seller extracted multiple price increases from the buyer and (6) the post-signing market check permitted superior bids, and none emerged.

pelo preço de negociação alcançado pelas partes na transação. O preço de cotação de mercado não ajustado tem duas vantagens distintas sobre o preço de negociação. Primeiro, o preço de cotação de mercado não ajustado subtrai automaticamente a participação da empresa-alvo nos ganhos de sinergia e reduções de custo da agência apreendidos no preço da transação. Isso é apropriado porque os acionistas dissidentes não têm direito a esses aumentos de valor que são negociados pelo comprador e pelo vendedor. Segundo, o preço de cotação de mercado não ajustado não é afetado por quaisquer falhas no processo de negociação que levaram ao acordo final da operação. Recentemente, a doutrina alegou que os preços de negociação nas transações de incorporação devem ser ignorados nos casos de avaliação em que há falhas no processo que levou à venda. No entanto, falhas no processo de venda não são refletidas no preço de cotação de mercado não ajustado, portanto, esses preços são indicadores de valor válidos, independentemente de haver falhas no processo de negociação. Além disso, nenhum processo de negociação é perfeito, e ignorar os preços de cotação de mercado quando há um processo de negociação falho sucumbe ao que os economistas chamam de falácia do Nirvana, que postula que uma abordagem analítica (como confiar nos preços de cotação de mercado) não deve ser ignorada ou abandonada, mesmo se você estiver usando uma abordagem que não produz resultados perfeitos<sup>173</sup>.

Vale destacar que os autores produziram seu artigo logo após o julgamento do caso *Aruba* pelo Tribunal de Delaware, que havia selecionado o valor de cotação de mercado como *fair value* e dava a entender que esse método de cálculo ganharia mais espaço nas ações de *appraisal*. Contudo, meses depois, a Suprema Corte considerou que a escolha do valor de mercado naquele caso era desnecessária quando havia razão para crer que o processo de negociação era equilibrado o suficiente para alcançar o valor justo. Além disso havia vários indícios da não confiabilidade do mercado, incluindo o vazamento das negociações da operação. Na redação do artigo, os autores aplaudem a escolha do valor de mercado como se fosse uma nova tendência do Tribunal de Delaware. Não obstante, a Suprema Corte de Delaware confirmou, no caso *In Re Appraisal of Jarden*

---

<sup>173</sup> Texto original: “We contend that courts should look at the market price of the securities of a target company whose shares are being valued, unadjusted for the news of the merger, rather than at the deal price that was reached by the parties in the transaction. Unadjusted market price has two distinct advantages over deal price. First, the unadjusted market price automatically subtracts the target firm’s share of the synergy gains and agency cost reductions impounded in the deal price. This is appropriate to do because dissenting shareholders in appraisal proceedings are not entitled to these increments of value which are supplied by the bidder. Second, the unadjusted market price is unaffected by any flaws in the deal process that led to the ultimate merger agreement. Recently, commentators have contended that deal prices in merger transactions should be ignored in appraisal cases where there are flaws in the process that led to the sale. However, flaws in the sales process are not reflected in the unadjusted market price, so such prices are valid indicators of value regardless of whether there were flaws in the deal process. Further, no deal process is perfect, and ignoring market prices when a deal process is flawed succumbs to what economists call the Nirvana fallacy, which posits that an analytical approach (such as relying on market prices) should not be ignored or abandoned even if using that approach does not produce perfect results”. MACEY; MITTS. 2018, op. cit., p. 1 a 4.

Corporation, que em situações onde o processo de negociação é falho, mas não existem razões para questionar a eficiência do mercado, o valor de cotação de mercado é a melhor evidência de valor justo.

Não cabe aqui concordar com o posicionamento dos autores ou discordar dele, pois o propósito deste item não é ponderar sobre os métodos de cálculo em si, mas compreender como os Tribunais de Delaware navegam entre eles. Portanto é importante destacar alguns aspectos do valor de mercado que tem que ser observados antes que ele possa ser considerado *fair value*.

Um deles é que o valor de negociação na bolsa reflete apenas as informações públicas sobre a companhia, enquanto os compradores e os dirigentes partilham informações privadas da companhia, de maneira que o mercado pode não refletir a realidade da companhia em todos seus aspectos. No caso *In Re Appraisal of Stillwater Mining Company*, o valor de mercado nem sequer foi considerado, pois a companhia era do setor de mineração e, por conta de diretrizes de segurança nacional, algumas de suas informações nem sequer poderiam ser liberadas para o mercado, fazendo com que a *valuation* promovida pelo mercado fosse necessariamente mais superficial em relação à realizada pelos compradores.

Outro aspecto importante é que o valor de mercado só pode ser potencialmente reconhecido como *fair value* se a frequência e o volume de negociação forem altos. Conforme ensina o caso *Norcraft*, o valor de mercado não teve nenhum peso na determinação do *fair value* pelo Tribunal de Delaware, pois a companhia alvo era de um seguimento específico, de desempenho cíclico, de maneira que fazer uma média dos valores de negociação refletiria apenas alguns meses de uma companhia que trabalha com planejamento em anos.

Em relação à comparação por múltiplos, percebeu-se que o método só tem peso argumentativo perante os tribunais quando os analistas contratados pelas partes conseguem encontrar companhias do mesmo seguimento, com resultados e estrutura semelhantes. Caso a companhia tenha uma estrutura muito complexa, e seja virtualmente impossível encontrar uma comparável, os tribunais desconsiderarão o método de cálculo. É o que se pôde aprender do caso *In Re Appraisal of Jarden Corporation*, no qual a companhia alvo era um conglomerado de mais de 120 marcas, cuja estrutura e funcionamento eram tão complexas que o tribunal optou por não dar nenhum peso.

Em relação ao fluxo de caixa descontado, apreendeu-se que os tribunais relutam em escolhê-lo como melhor evidência do valor justo, pois o método, por mais que seja de uso comum no dia-a-dia empresarial, depende de algumas estimativas. É necessário definir quantos anos serão reduzidos a valor presente e qual será a taxa de desconto. Essas duas estimativas são, normalmente, as responsáveis pela discrepância entre o fluxo de caixa descontado apresentado pelos acionistas minoritários e pelos representantes da companhia. Os primeiros tendem a apresentar uma visão otimista dos resultados que estão por vir, enquanto aqueles tendem a ser mais modestos. No caso Norcraft, o Tribunal de Delaware concluiu que o processo de venda não havia sido adequado, não seria possível compará-la a outra e era pouco negociada na bolsa, assim, optou por utilizar elementos trazidos pelos modelos de fluxo de caixa descontado de cada uma das partes para montar o seu próprio.

Contudo é prudente ressaltar que esse caso foi julgado apenas pelo Tribunal de Delaware, o que leva o raciocínio ao terceiro bloco de lições que se pode extrair dos casos estudados. A maneira como se encontra o “*fair value*” não é pacificada nos tribunais de Delaware. Nos três precedentes mais fortes – DFC, Dell e Aruba – a Suprema Corte discordou do entendimento do Tribunal de Delaware quanto ao método de cálculo e quanto às razões para escolhê-lo. Os últimos três casos abordados no presente trabalho mostram uma tentativa de adequação do Tribunal de Delaware. Não se sabe, ainda, como a Suprema Corte analisará os fatos.

O sistema não é perfeito e, como se pode ver, está em evolução desde a década 1950. Contudo esse mecanismo preocupa-se em alcançar um conceito, em vez de fixar um método de cálculo e estabelecer por convenção que ele é justo. O “*fair value*” é o ponto de partida para o recesso, tanto que o nome da ação cabível para pedir o recesso, “*appraisal*”, quer dizer “valorar”, “descobrir o valor”. O objeto de ação não é se cabe recesso, ou se o autor tem legitimidade para pedir o recesso, mas, especificamente, descobrir qual seria o valor que melhor reflete as ações, para averiguar se os acionistas minoritários foram prejudicados na operação.

Percebe-se que, nos casos em que há um processo de negociação que apresenta indícios objetivos de equidade, em que é possível ver o esforço da administração em cumprir com sua função fiduciária de conseguir o melhor valor para os acionistas, os tribunais não hesitaram em reconhecer que o valor de negociação é a melhor evidência de “*fair value*”.

O impacto disso para os acionistas é que é preciso ter cautela ao solicitar o recesso. Como se viu, caso o tribunal reconheça que o processo de negociação foi capaz de produzir um valor justo e consiga quantificar sinergias na operação, os acionistas receberão o preço da negociação menos sinergias.

Também é possível concluir que o conceito de “*fair value*” é o reflexo da rentabilidade da empresa. Assim, seu cálculo não passa só pelos ativos da empresa, mas inclui suas operações, seu posicionamento no mercado, se está prosperando ou em decadência e o quanto alguém pagaria por aquelas ações. É ilógico, em Direito Comercial e na prática financeira, partir do pressuposto de que uma ação vale o equivalente aos ativos da empresa, deduzidos os passivos. É preciso superar essa visão.

Concluindo este item, pode-se dizer que o “*fair value*” não tem a pretensão de ser um método de cálculo fixo, porém é um norte, é um referencial. Assim sendo, os tribunais americanos vivem o constante processo de aperfeiçoamento da percepção do valor a ser reembolsado.

### 3.1.3 Conclusão

Para organizar o raciocínio, dividir-se-á o presente item em três partes: (1) características gerais do modelo americano de recesso que são importantes para a presente discussão, (2) vantagens do modelo e (3) desvantagens.

Assim sendo, começa-se por apresentar algumas características essenciais.

A primeira que se pode extrair da análise feita é que não há método de cálculo perfeito. Isto é, a contabilidade e as análises financeiras possuem limitações e qualquer forma de avaliar uma companhia está exposta a inconsistências que derivam de estimativas, afinal não é possível quantificar e contabilizar tudo em valores fixos. Seja onde incluir um determinado valor (como ativo ou passivo), seja a previsão da taxa de desconto, haverá imprecisão.

O importante, porém, não é encontrar o método perfeito e infalível, mas encontrar a melhor evidência de valor justo para cada situação. Em vez de selecionar um método único que funcione para todas as situações, o direito americano busca o melhor método para uma situação específica, considerando suas nuances e limitações.

A primeira vantagem que se pode apresentar é que o sistema permite que o acionista minoritário tenha mais chances de sair da companhia com um montante que reflita sua participação. Eleger um método apenas para ser aplicado sempre produz situações de evidente injustiça. Proceder assim é deixar de individualizar os pedidos de recesso e desconsiderar os fatos de cada caso.

A segunda vantagem seria que o procedimento americano tem mais chance de adaptar-se às mudanças no mercado. Paralelamente a essa evolução no método de cálculo, é possível observar a modificação do perfil das companhias de grandes produtores de “*commodities*” para companhias prestadoras de serviço e mesmo a chegada da rede de computadores. Afinal, no começo do século XX, as companhias mais valorizadas no mundo eram produtoras de aço (U.S. Steel, Bethlehem Steel), de derivados de petróleo (Standard Oil, Gulf Oil) e de borracha (U.S. Rubber). Todas em segmentos que exigiam a propriedade de maquinário e grandes propriedades. Hoje, as companhias mais valorizadas no mundo estão no ramo da tecnologia (Apple) e desenvolvimento de softwares (Facebook, Google), e seu valores de mercado equivalem a várias vezes o das anteriores.

Esses diferentes perfis de companhia produzem demonstrativos contábeis igualmente diferentes. É possível assumir que uma companhia hoje apresentaria valor de mercado, fluxo de caixa descontado, comparação por múltiplos ou, até mesmo, seria vendida por valores bem maiores que seu patrimônio líquido, tendência essa acompanhada pelo judiciário americano.

Contudo existem desvantagens e falhas no direito americano.

A primeira delas é que o procedimento adotado pela Lei de Delaware permite o surgimento da indústria do recesso, algo que já foi regulamentado pelo Brasil. Ao mesmo tempo em que defendem que o propósito do recesso é permitir a saída a preço justo, lá permitem que investidores adquiram ações de uma companhia após o anúncio da operação com o propósito de exercer o direito de recesso. Poder comprar ações depois do anúncio da operação somente para solicitar o recesso desnaturaliza o instituto. Mesmo que exista doutrina minoritária que argumenta em favor dessa possibilidade, ainda assim, permitir que isso seja feito deixa boas companhias, cuja administração cumpre com seus deveres fiduciários, vulneráveis às investidas agressivas de fundos oportunistas.

A segunda falha é que a ação de recesso custa caro, por vezes mais que o valor a ser restituído. Como explicado acima, a companhia oferta um valor quando anuncia a assembleia geral; se o acionista considerar que está sendo injustiçado, só pode pedir o recálculo por meio judicial.

Esse envolvimento do judiciário torna o recesso um direito muito caro de ser exercido. É necessário contratar advogado especializado, empresas especializadas em avaliação para apresentar um valor em juízo. Tudo isso eleva o custo do recesso, possibilitando inclusive que o requerente receba um valor menor do que lhe foi ofertado.

Observando os casos, é justo pontuar que deveria haver uma oportunidade de composição entre a companhia e os acionistas insatisfeitos. Fica a hipótese de que, se a legislação determinasse que houvesse tentativa de composição como, por exemplo, haver a possibilidade de solicitar nova avaliação por acionistas minoritários representantes de uma porção significativa do capital social, sem ter que recorrer diretamente ao judiciário, o que será mais explicado na proposta de alteração legislativa, abordada no Capítulo 5, o processo seria mais justo para ambas as partes e uma discussão judicial sobre o recesso poderia ser evitada.

Uma outra desvantagem é o conteúdo extrajurídico que o juiz precisa dominar para conseguir analisar cada um dos métodos de avaliação. A legislação exige que todos os métodos possíveis sejam levados em consideração e, para fazer esse juízo de valor, é necessário entender o assunto.

Como se percebeu pela leitura dos casos, ainda há dissenso entre o Tribunal de Delaware (primeiro grau de jurisdição) e a Suprema Corte (segundo grau de jurisdição) sobre como analisar os fatos para determinar qual a melhor evidência de valor justo. Isso gera insegurança para os acionistas e para as companhias, que precisam montar seus casos sem realmente compreender se estão em vantagem ou não. É o que se pode observar, com mais clareza, no caso *In Re Appraisal of Solera Holdings, Inc.*, em que a companhia mudou sua estratégia de defesa no meio do processo; deixou de defender o preço de negociação para defender que o valor da companhia era o valor de mercado, com base no julgamento do caso *Aruba* pelo Tribunal de Delaware. Contudo tanto o resultado do julgamento *Solera* pelo Tribunal de Delaware como do julgamento de *Aruba* pela Suprema Corte reconheceram que o processo de negociação era a melhor evidência de valor justo.

Por tudo quanto exposto, é necessário ter em mente que uma experiência estrangeira tem seu valor medido conforme seus erros e acertos. Seria insensato tomar como pressuposto que é perfeita. Nesse sentido, considera-se que alguns aspectos do direito americano servem de exemplo para o brasileiro, outros, de aprendizado.

### **3.2 DIREITO DE RECESSO NA ITÁLIA**

Neste capítulo, decidiu-se começar com a análise da progressão do direito de recesso na legislação italiana; iniciando pelo seu surgimento, até a reforma de 2003<sup>174</sup>, ainda vigente. Logo em seguida, abordar-se-ão as polêmicas atualmente discutidas sobre o direito de recesso, tratando da dinâmica do cálculo do valor das ações e seu impacto sobre a efetividade do recesso.

#### *3.2.1 Introdução ao Direito de Recesso na Itália*

O direito de recesso surgiu no contexto italiano para ser um contrapeso ao desenvolvimento do princípio majoritário<sup>175</sup>. Antes da adoção do direito de recesso, a discordância de apenas um acionista tinha o condão de vetar modificações estatutárias, dado que as decisões eram tomadas por unanimidade. Quando o consenso era inalcançável, a opção que restava era dissolver a sociedade. Tinha-se, portanto, um cenário de tudo ou nada. Todos aceitam a solução, ou a companhia estagnava, ou era

---

<sup>174</sup> REPUBBLICA ITALIANA. Decretos legislativos n° 5 e 6 de 17 de janeiro de 2003. Reforma do Direito Societário no Código Civil Italiano.

<sup>175</sup> “L’operatività del principio maggioritario anche per le modificazioni dello statuto fa sì che nella società per azioni l’interesse di gruppo a variare l’assetto organizzativo della società prevalga sull’eventuale aposto interesse del singolo azionista. L’evidente favor legislativo per la pronta adattabilità della struttura della società per azioni alle mutevoli esigenze della realtà econômica comporta che la minoranza no può impedire modifiche, anche radicali, dell’assetto societário? Il che ovviamente non significa che il potere dispositivo così riconosciuto alla maggioranza sai senza limiti e che senza limite sai il potere del grupo di comando di pregiudicare per tale via le situazioni soggettive (amministrative o patrimoniali) del singolo azionista. È necessário, pur sempre, che siano rispettati dalla maggioranza i limiti posti da norme inderogabili. È necessário inoltre che non siano violati i principi cardine – desumibili dal rapporto intercorrente fra contratto ed organizzazione sociale – della correttezza e buona fede nell’attuazione del contratto sociale, nonché quello della parità di trattamento fra gli azionisti.” CAMPOBASSO, Gian Franco. **Manuale di diritto commerciale**: La società. 6. ed. Roma: Utet Giuridica, 2016. p. 497.



dissolvida. As decisões societárias eram lentas e, por vezes, impediam que a companhia evoluísse junto com as necessidades de mercado<sup>176</sup>.

O direito de recesso foi definido como um contrapeso ao princípio da maioria que permite ao sócio, a quem é imposta uma mudança das bases essenciais da organização, liquidar seu investimento<sup>177</sup>.

A solução para esse problema sistêmico foi a consolidação do princípio majoritário, que rendeu uma grande evolução para o direito societário. Para que o sócio não fosse obrigado a permanecer em uma companhia substancialmente diferente da qual concordou em fazer parte, criou-se uma oportunidade de saída da companhia, o direito de recesso.

Explica Clemente Ciampolillo:

De fato, foi a introdução de uma derrogação significativa às regras gerais dos contratos, segundo as quais um (qualquer) ato de negociação autônoma, incluindo o “contrato da empresa” nos termos do art. 2247 do Código Civil Italiano, só pode ser alterado com o consentimento de todos os contratantes (art. 1321 do Código Civil Italiano). A possibilidade, concedida às organizações “criadas para o exercício conjunto de uma atividade econômica com o objetivo de dividir lucros” e poder operar mesmo sem vontade unânime, tornou necessária a introdução de uma ferramenta - normalmente contratual - destinada a mitigar as possíveis consequências negativas resultantes de mudanças significativas em comparação com os acordos alcançados quando o investimento foi realizado. Sentiu-se imediatamente a necessidade de a maioria não poder impor a todos os demais acionistas determinadas modificações do contrato social sem deixar a possibilidade de não se submeterem a essas decisões e, portanto, deixar a empresa.<sup>178</sup> (tradução livre)

---

<sup>176</sup> Interessante examinar estudo desenvolvido por Francesco Galgano a respeito do longo caminho para que se consolidasse o princípio majoritário nas sociedades “La forza del numero e la legge della ragione : Storia del principio di maggioranza”.

<sup>177</sup> Texto original: “Il recesso è stato definito come contrappeso al principio maggioritario che permette al socio, che si vede imposta la modifica delle basi essenziali dell'organizzazione, di liquidare il proprio investimento” FICO, Daniele. **Lo scioglimento del rapporto societario**: Recesso, esclusione e morte del socio. Milão : Giuffrè, 2007 p. 52.

<sup>178</sup> Texto original: “Di fatto, si trattava dell'introduzione di una deroga significativa alla disciplina generale dei contratti, secondo la quale un (qualsiasi) atto di autonomia negoziale, ivi compreso il “contratto di società” ex art. 2247 Cod. civ., può essere modificato solo con il consenso di tutti i contraenti (art. 1321 Cod. civ.). La possibilità, accordata alle organizzazioni “costituite per l'esercizio in comune di un'attività economica allo scopo di dividerne gli utili” e di poter operare anche senza una volontà unanime, rendeva necessario introdurre uno strumento - tipicamente contrattuale - diretto ad attenuare le possibili conseguenze negative che sarebbero derivate da cambiamenti rilevanti rispetto agli accordi raggiunti al momento di realizzazione dell'investimento. Si avvertì immediatamente la necessità affinché la maggioranza non potesse imporre a tutti gli altri soci determinate modificazioni del contratto sociale senza lasciare a costoro la possibilità di non sottostare a tali decisioni e, perciò, di uscire dalla società.” CIAMPOLILLO,

Desse pequeno recorte, já se percebe que a principal justificativa italiana para a existência do recesso é a mesma da brasileira: um remédio para o princípio majoritário. O raciocínio fundamental é que tanto é injusto que um acionista apenas, mesmo que titular de poucas ações, possa criar obstáculos para o desenvolvimento da companhia, como também é injusto que um acionista minoritário se torne irrelevante dentro da companhia e não tenha, sequer, a oportunidade de desinvestir<sup>179</sup>.

### 3.2.2 Evolução da Legislação

Na Itália, o direito de recesso surgiu em 1882, quando foi incorporado ao Código de Comércio em um dos parágrafos do art. 158, o qual dispunha:

Se os estatutos ou estatutos não estabelecerem o contrário, é sempre necessária a presença de sócios que representam três quartos do capital social e o voto favorável dos sócios que representam pelo menos metade do capital para deliberar sobre:

- 1° a dissolução antecipada da empresa;
- 2° a extensão de sua duração;
- 3° a incorporação com outras empresas;
- 4° a redução do capital social;
- 5° a reintegração ou aumento do próprio capital;
- 6° a mudança de objeto da empresa;
- 7° - qualquer outra modificação dos estatutos.

A mesma maioria também é necessária em todos os casos especialmente designados por lei.

Os sócios divergentes das deliberações indicadas nos números 3°, 5° e 6° e das prorrogações da duração da companhia, se não consentidos nos estatutos, **têm o direito de se retirar da companhia e de obter**

---

2009, op cit. Clemente. **Il recesso del socio**. 2009. Tese (Doutorado) – Curso de Diritto, Diritto Tributario della Società, Università Luiss Guido Carli, Roma, 2009, p. 13.

<sup>179</sup> “In particolare, la dottrina civilistica si soffermava più sulle possibili ripercussioni economiche derivanti dall’esercizio del diritto del socio di minoranza di uscire dalla società, che non sul suo obbligo a restare incatenato ad una struttura societaria che si muoveva in una direzione contraria ai suoi interessi. Tuttavia, se – da una parte – si voleva che il diritto di recesso avesse la funzione di facilitare l’investimento nelle imprese a titolo di capitale di rischio, riducendo al minimo il timore degli investitori acchè la modifica (imposta dalla maggioranza) di una o più regole-cardine di funzionamento del sodalizio potesse frustrare i presupposti dell’investimento stesso, dall’altra parte si argomentava sul fatto che un eccessivo ampliamento del diritto di recesso avrebbe potuto determinare conseguenze anche peggiori. Quasi come una spirale, infatti, la possibilità – riconosciuta ai soggetti economici – di sottrarsi agli investimenti effettuati in strutture associative non solo, di per sé, impediva la crescita delle imprese, ma di fatto determinava – a sua volta – una minore fiducia nella redditività prospettica delle stesse e, quindi, una minore fiducia negli investimenti societari: conseguenza, questa, in tutto e per tutto equiparabile a quella che aveva giustificato (e che soggiaceva) all’introduzione del diritto di recesso del socio”. CIAMPOLILLO, 2009, op.cit., p. 15.

**reembolso de suas cotas ou ações na proporção dos ativos sociais de acordo com as últimas demonstrações financeiras aprovadas.**

O recesso deve ser solicitado pelos participantes da assembleia dentro de vinte e quatro horas após a sua realização, e pelos demais sócios, no prazo de um mês após a publicação da resolução nos diários oficiais, sob pena de decadência<sup>180</sup>. (tradução livre) (destaque nosso)

Voltando a atenção para o Código de 1882, é possível observar que o recesso foi oferecido para dissidentes em apenas três hipóteses, de maneira que é difícil traçar um raciocínio que guia a escolha das hipóteses. Qual seria o “tipo” de situação da qual seria razoável caber o recesso? A lei não permite deduzir essa resposta. As hipóteses não se encaixam na determinação geral “*modificação no balanço risco-retorno*” ou mesmo “*modificação profunda no ato constitutivo*”. São, em verdade, modificações esparsas no estatuto social.

Para além das hipóteses, o procedimento também era um tanto restrito. O sócio dispunha apenas de 24 horas para declarar sua vontade. Mesmo hoje, com a velocidade de comunicação, ainda seria um prazo muito estreito. Não se trata apenas de enviar a carta pedindo o valor de suas ações, mas do tempo para tomar a decisão de sair ou não. Pragmaticamente falando, o direito era difícil de ser exercido e não permitia a tomada de decisão consciente.

Por fim, o método de avaliação das ações. Para essa legislação, aplicava-se o proporcional ao último balanço contábil. No fim do século XIX e começo do século XX, o modo como as companhias desenvolviam atividades não criava um conflito grande com o método patrimonial, já que os meios de produção, os terrenos, os veículos automotores eram de propriedade da companhia. Assim, o proporcional do balanço contábil naquela época poderia ser um critério válido para se estimar o valor da companhia.

---

<sup>180</sup> Texto original: “Qualora l’atto costitutivo o lo statuto non disponga altrimenti, è sempre necessaria la presenza di tanti socii che rappresentino i ter quarti del capitale sociale, ed il voto favorevole di tanti socii intervenuti che rappresentino almeno la metà del capitale medesimo, per deliberare: 1° lo scioglimento anticipato dela società; 2° la prorogazione dela sua durata; 3° la fusione com altre società ; 4° la riduzione del capitale sociale ; 5° la reintegrazione o l’aumento del capitale stesso; 6° il cambiamento dell’oggetto della società; 7° ogni altra modificazione dell’atto costitutivo. La maggioranza stessa è inaltre richiesta in tutti i casi specialmente designati dalla legge. I socii dissenzienti dalle deliberazioni indicate nei numero 3°, 5° e 6° e dalla prorogazioni della durata della società, se no è acconsentita nell’atto costitutivo, hanno diritto di recedere dalla società e di ottenere il rimborso dele loro quote od azioni in proporzione dell’attivo sociale secondo l’ultimo bilancio approvato. Il recesso dev’essere dichiarato dagli intervenuti all’assemblea entro ventiquattro ore dalla chiusura di essa, e dagli altri socii entro um mese dalla pubblicazione della deliberazione nel giornale degli annunci giudiziarii, sotto pena di decadenza”.

Vale considerar também o avanço da ciência contábil, que tomou novos contornos no século XX, de maneira que, à época, era o método de avaliação disponível para a companhia. Ainda assim, existe evidência de que o valor das ações não era comercializado com base no valor da companhia, mas já na produtividade, desde o século XVII<sup>181</sup>.

Porém, levando-se em consideração que as hipóteses eram poucas e desconexas, e o prazo para exercer o recesso, ínfimo, é justo concluir, apenas com isso, que o recesso era um direito raramente exercido.

Em 1942, o direito de recesso foi modificado pela primeira vez. Nessa ocasião, o direito de recesso foi inserido no “*Codice Civile*”, no art. 2.437, conforme abaixo:

Art. 2437 - Direito de retirada

Os sócios que discordarem das deliberações relativas à mudança de objeto ou tipo da companhia ou à transferência da sede social para o exterior ([art.] 2369 [do Código Civil]) têm o direito de retirar-se da companhia e obter reembolso de suas ações, **de acordo com o preço médio dos últimos seis meses, se estiverem listados na bolsa de valores ou, caso contrário, na proporção do patrimônio líquido constante das demonstrações financeiras do último exercício.** A solicitação de retirada deve ser comunicada por carta registrada pelos sócios que compareceram à assembleia no prazo máximo de três dias após o seu fechamento e pelos sócios que não compareceram no prazo máximo de quinze dias ([art.] 2964 [do Código Civil]) a partir da data de registro da deliberação no registro comercial ([art.]2188 [do Código Civil]; ato 100). Qualquer acordo que exclua o direito de retirada ou dificulte seu exercício é nulo ([art.]1421 e seguintes [do Código Civil])<sup>182</sup>. (tradução livre) (destaque nosso)

Surpreendentemente, as hipóteses de recesso foram reduzidas para quando houvesse (i) modificação do objeto da companhia ou (ii) transferência da sede da

---

<sup>181</sup> MICKLETHWAIT, John; WOOLDRIDGE, Adrian. **The Company: A Short History of a Revolutionary Idea**. New York: The Random House Publishing Group, 2003. p. xvi e xvii.

<sup>182</sup> Texto original: “Art. 2437 Diritto di recesso I soci dissenzienti dalle deliberazioni riguardanti il cambiamento dell'oggetto o del tipo della società, o il trasferimento della sede sociale all'estero (2369) hanno diritto di recedere dalla società e di ottenere il rimborso delle proprie azioni, secondo il prezzo medio dell'ultimo semestre, se queste sono quotate in borsa, o, in caso contrario, in proporzione del patrimonio sociale risultante dal bilancio dell'ultimo esercizio. La dichiarazione di recesso deve essere comunicata con raccomandata dai soci intervenuti all'assemblea non oltre tre giorni dalla chiusura di questa, e dai soci non intervenuti non oltre quindici giorni (2964) dalla data dell'iscrizione della deliberazione nel registro delle imprese (2188; att. 100). E' nullo (1421 e seguenti) ogni patto che esclude il diritto di recesso o ne rende più gravoso l'esercizio”.

sociedade para o exterior. Isso é uma dramática redução do número de hipóteses, que já eram poucas.

A razão apontada pela doutrina é que nessa época, a administração tinha interesse em manter as companhias italianas fortificadas e a eventual saída de um sócio enfraquecia o patrimônio e facilitava a ocorrência de falências<sup>183</sup>. Assim, era necessário dificultar o desinvestimento.

Na versão de 1942, o reembolso era fixo no valor médio dos valores cotados em bolsa de valores para sociedades “abertas” (*s.p.a. quotata*), o equivalente à sociedade anônima de capital aberto. Para as de capital fechado (*s.p.a. non quotata*), era calculado conforme o patrimônio líquido do último balanço.

Nos anos entre a versão de 1942 e a atualmente em voga, de 2003, a transformação da atividade societária tornou o recesso uma norma que não mais traduzia em proteção para o acionista minoritário.

Ventoruzzo destaca em seus trabalhos um fator em especial: a facilitação da transferência da sede das companhias para outros países da União Europeia. Segundo o autor, o efeito disso é que os empreendedores e investidores europeus passaram a buscar legislações mais favoráveis aos seus negócios. Esse fenômeno, apelidado de “*regulation competition*”<sup>184</sup>, e tem consequências em várias áreas do Direito. O autor observou que algumas companhias começaram a sair do país e estabelecer suas sedes em outros países em função do sistema burocrático e da diminuta proteção ao acionista minoritário<sup>185</sup>.

---

<sup>183</sup> “Fu per questi motivi che la legislazione speciale, intervenuta a cavallo della prima guerra mondiale<sup>13</sup> e, di fatto, confermata nelle scelte normative – cristallizzate nel Codice Civile del 1942 – di restringere al minimo indispensabile le ipotesi legittimanti il recesso<sup>14</sup>, fu ispirata in maniera esplicita alla necessità di non penalizzare la crescita delle imprese mediante un riconoscimento eccessivo della facoltà di uscire (troppo) facilmente dall’investimento e, quindi, di lasciare a metà le attività economiche già intraprese congiuntamente ad altri soggetti, oltretché di depauperare il patrimonio sociale costituente garanzia dei creditori sociali *latu sensu*.” CIAMPOLILLO, 2009, *op. cit.*, p. 16 e 17.

<sup>184</sup> “As I have discussed in a previous work, Europe is characterized by what might be defined “cost-based” regulatory competition, in which usually closely held, smaller business associations decide to incorporate for the first time to choose a jurisdiction different from the one where they are located, in particular because they are looking for a lower minimum capital and less stringent rules concerning capital formation. In the U.S., on the contrary, the market for rules affects primarily larger corporations that re-incorporate at a certain stage of their life, often in connection with an IPO. Reincorporation usually occurs through a merger with an empty-shell corporation already incorporated in the state of destination. This different type of regulatory competition can be labeled “rule-based”, as it is primarily driven by rules concerning corporate governance, directors’ liability, takeover defenses, and the like”. VENTORUZZO, Marco. *Cross-Border Mergers, Change of Applicable Corporate Laws and Protection of Dissenting Shareholders: Withdrawal Rights under Italian Law*. *European Company and Financial Law Review*, Chicago, v. 1, n. 4, p. 50, abr. 2007.

<sup>185</sup> “Not only did the reform introduce several new institutions and rules, but it also affected some of the very foundations of the system. Its purpose was to modernize the system and make it more competitive in

Nesse novo cenário, é necessário ter uma legislação competitiva. Para atrair empreendimentos, a norma deve ser prática, eficiente e favorável ao livre mercado. Os legisladores perceberam que o regime do recesso – com poucas hipóteses e um método de cálculo que se tornou desvantajoso – era um dos fatores que tornavam o direito italiano pouco atrativo ao investidor europeu.

A efetividade do recesso como proteção para o acionista minoritário não passava de uma fantasia jurídica<sup>186</sup>. Em verdade, o conjunto formado pelo número diminuto de hipóteses, pela inexistência de liberdade contratual e pelos critérios fixos de avaliação tornava o recesso inoperável.

Em função dessa conjuntura, em 2003, o direito comercial italiano foi profundamente modificado, criando uma rede de proteção mais robusta para os acionistas minoritários, para estimular a confiança dos investidores. É importante destacar que o legislador deu especial destaque ao direito de recesso na reforma, colocando-o como principal proteção do acionista minoritário.

O direito de recesso foi de três hipóteses, para quatorze; de o acionista poder exercer apenas o recesso do total de suas ações, para exercer o recesso somente quanto a uma fração delas; o cálculo do reembolso foi de proporcional do último balanço patrimonial para assumir um método misto, que leva em consideração o valor de mercado das ações e a perspectiva de rendimento, e outras modificações mais.

Esse destaque é relevante, pois o recesso foi de um sistema fadado ao fracasso para uma rede complexa de proteção ao acionista minoritário. Agora, o recesso na Itália abarca várias situações em que a base do investimento é alterada.

---

the European scenario. In particular, the scope of contractual freedom in drafting and amending the bylaws was significantly broadened. In addition, directors' powers with respect to the shareholders' meeting and shareholders have been strengthened, which are changes that together represent a shift toward a system in which the board of directors plays a more central role in managing the company" VENTORUZZO, 2007, op. cit., p. 60.

<sup>186</sup> "A crucial point, as discussed above, concerns the evaluation of the shares. Withdrawal rights result in a merely formalistic protection, available only on paper, if the participation of the exiting shareholders is not fairly liquidated. In this respect, the 2003 reform introduced some very important new principles, in particular with respect to non-listed shares. Before the new law, the evaluation of non-listed shares was made with respect to the book value, a solution that would systematically underestimate the economic value of the legal capital and therefore of the shares, even more so before the adoption of fair value evaluation criteria for the financial statements." VENTORUZZO, 2007, op. cit. p. 65.

### 3.2.3 O cálculo do reembolso na Itália

Para sistematizar a exposição, decidiu-se expor o aprendido sobre o reembolso destacando três características da nova legislação, examinando as sociedades por ações (as chamadas *società per azioni*, ou apenas *s.p.a.*). Concentrou-se a análise apenas nas sociedades *s.p.a.* por serem análogas ao modelo brasileiro das sociedades anônimas.

Por mais que este trabalho tenha por foco as sociedades anônimas de capital aberto (análogas a *s.p.a. quotate*), aproveitou-se a oportunidade de estudar as *s.p.a. non-quotate*, pois a lei italiana designa um método de avaliação para essas companhias que é interessante para a análise proposta. Assim, ambas serão abordadas.

Os subitens que seguem abaixo foram elaborados com base nas lições que se tirou da literatura acadêmica sobre o assunto, bem como no texto da lei.

#### 3.2.3.1 A lei é assertiva e inflexível quanto aos critérios a serem aplicados para sociedades cotadas no mercado.

A legislação italiana, no art. 2437 – *ter* do Codice Civile, diferencia o método de cálculo nas sociedades por ações cotadas no mercado (*società per azioni quotate*) e não cotadas (*s.p.a. non quotate*), conforme abaixo:

O reembolso das ações listadas em mercados regulamentados é determinado fazendo referência [exclusiva] à média aritmética dos preços de fechamento nos seis meses anteriores à publicação ou recebimento do aviso de convocação da assembleia geral cujas deliberações legitimam o recesso. Os estatutos das companhias listadas em mercados regulamentados podem prever que o valor do reembolso seja determinado de acordo com os critérios indicados nos parágrafos 2 e 4 deste artigo [referente a sociedades não listadas], entendendo-se que, em qualquer caso, esse valor não pode ser inferior ao valor que seria devido em aplicação do critério indicado na primeira frase deste parágrafo<sup>187</sup>. (tradução livre)

---

<sup>187</sup> Texto original: “Il valore di liquidazione delle azioni quotate in mercati regolamentati è determinato facendo [esclusivo] riferimento alla media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi che precedono la pubblicazione ovvero ricezione dell'avviso di convocazione dell'assemblea le cui deliberazioni legittimano il recesso. Lo statuto della società con azioni quotate in mercati regolamentati può prevedere che il valore di liquidazione sia determinato secondo i criteri indicati dai commi 2 e 4 del presente articolo, fermo restando che in ogni caso tale valore non può essere inferiore al valore che sarebbe dovuto in applicazione

Observa-se que, para sociedades com ações cotadas no mercado (*s.p.a. quotate*), a legislação demanda que seja feita uma média aritmética entre os valores de fechamento da bolsa nos últimos seis meses, contados da data do recesso.

A legislação determina como o recesso será calculado e permite que as companhias estabeleçam outros critérios no estatuto social, entendendo-se que, em qualquer caso, esse valor não poderá ser inferior ao valor que seria devido pela aplicação do critério de cotação em bolsa.

Supõe-se que o legislador considerou que, havendo mercado, não seria necessário buscar outro valor. Isto é, a prática de mercado levaria a crer que a bolsa italiana é eficiente o suficiente para fornecer “preços justos”.

Vê-se, portanto, que o legislador italiano incorporou a teoria do *market value* como melhor solução. Como explicado no item sobre o direito americano, trata-se da presunção de que o mercado é eficiente sempre que reagir adequadamente às informações a ele fornecidas e que o trabalho de um grupo de especialistas é mais preciso e confiável que o de um apenas.

Por mais que seja um raciocínio coerente, a legislação é inflexível e não prevê alternativas para circunstâncias anômalas, ou mesmo como proceder quando o mercado em que as ações são negociadas não apresente desempenho eficiente. O valor das ações será pela média do valor de fechamento da bolsa nos últimos seis meses, mesmo quando este não for confiável ou estiver exposto a manipulação de mercado ou a algum fator externo (mudança na regulamentação, por exemplo).

O efeito disso sobre os investidores é que sua decisão de sair da companhia não será tomada com base apenas numa consideração do evento que suscitou a oportunidade de recesso, mas também considerando se é conveniente à luz do desempenho da companhia nos últimos seis meses. Isto é, eles têm que estar atentos ao mercado e ponderar sobre a conveniência de exercer ou não o recesso.

Pode-se dizer que a fixação de um método de cálculo faz com que a lei não esteja mirando em uma “saída a preço justo”, mas em uma “saída que não pode ser questionada”

---

del criterio indicato dal primo periodo del presente comma.” Art. 2437 – ter do art. 2437 do Código Civil Italiano.



ou “saída a preço fixo”. Nesse cenário, um acionista dissidente insatisfeito poderia criticar um erro de cálculo, mas não o método de cálculo em si.

Marco Ventoruzzo fez um trabalho sobre a avaliação e liquidação das ações para fins de recesso<sup>188</sup>. Em função dos detalhes apresentados, considerou-se pertinente partilhar algumas de suas observações e críticas. Destaca-se, desde já, que o autor não critica o uso do preço de mercado como referencial para avaliar as ações, mas a maneira com a legislação o faz. Para o autor, esse método de avaliação é bom, mas não em toda e qualquer situação, conforme podemos observar:

- a) *Negociação em outras bolsas*. Ventoruzzo questiona, em primeiro lugar, como a administração deveria proceder quando as ações da companhia são negociadas em outras bolsas, além da Italiana<sup>189</sup>. Nesse cenário, há uma pluralidade de valores das ações e seria necessário escolher um deles ou todos? Esta é uma questão importante, não só para a Itália, mas também para qualquer legislação sobre a qual existam companhias listadas em mais de uma bolsa de valores.
- b) *Valor do Fechamento*. O segundo questionamento que faz é em relação ao fato de que a lei fala em “valor de fechamento” e que a média será aritmética<sup>190</sup>. Nesse cenário, não se trata da média de preço do dia, mas do valor computado

---

<sup>188</sup> VENTORUZZO, 2005, op. cit., p. 372.

<sup>189</sup> “Un ulteriore interrogativo che la disposizione pone, segnalato da attenta dottrina e di crescente rilevanza applicativa a fronte dell’internazionalizzazione dei mercati finanziari, riguarda il caso di azioni quotate contemporaneamente su più mercati regolamentari (cosiddetto dual listing), sia direttamente, sia – come più frequentemente accade – tramite la quotazione di certificati rappresentativi di azioni (definiti anche, nella prassi anglosassone, ‘depository receipts’). A questo proposito non si può che concordare con chi, già con riferimento alla precedente formulazione del criterio legale di rimborso, riteneva che la liquidazione delle azioni quotate su più piazze finanziarie dovesse avvenire ‘sulla base dei prezzi (omissis) dell’ultimo semestre di tutti i “mercati italiani o di altri paesi dell’Unione Europea”, precisando peraltro che a seguito della crescente facilità – giuridica e tecnologica – degli investitori e degli intermediari stranieri di operare su mercati esteri, nonché dell’unificazione monetaria europea, eventuali differenze tra i prezzi degli strumenti negoziati su borse diverse fossero destinate ad assottigliarsi per effetto di fenomeni di arbitraggio [...]”. VENTORUZZO, 2005, op. cit., p. 372.

<sup>190</sup> “Qualche perplessità sorge sulla scelta di adottare una media aritmetica (che attribuisce identico peso ad ogni prezzo utilizzato per il calcolo) per la determinazione del valore delle azioni. Se infatti è vero che ‘un prezzo è tanto più significativo, quanto più è negoziato’, si dovrebbe preferire una media che tenga conto, quali parametri di ponderazione, dei volumi di scambio. In questa prospettiva ci si potrebbe chiedere, de iure condendo, se non sia opportuno che il processo di valutazione attribuisca pesi diversi (inferiori?) a prezzi più lontani nel tempo, verosimilmente meno significativi rispetto a quelli più recenti, o che siano ‘scontati’, tramite un’appropriata ponderazione, prezzi influenzati da accadimenti societari di natura eccezionale. La scelta del legislatore delegato di adottare una media aritmetica è, tuttavia, esplicita e indiscutibile sul piano interpretativo”. VENTORUZZO, 2005, op. cit., p. 372.

ao final do dia, de maneira que não possui, em si, uma real significância. Não é o preço mais negociado, não é o maior ou o menor preço, é apenas o último preço negociado do dia. Na opinião do autor, deveria ser uma média ponderada, na qual tivessem mais peso os preços mais negociados para aquela ação em particular.

- c) *Critérios alternativos*. Por fim, sua crítica mais contundente é que a lei não prevê nem permite que um critério alternativo seja utilizado caso seja ilógico determinar o preço pela média de fechamento dos últimos seis meses<sup>191</sup>. Nesse ponto, o autor apresenta algumas situações para demonstrar seu ponto: (i) suponha uma companhia que entrou no mercado há três meses, (ii) a situação de mercado de uma companhia pode mudar bastante no período de seis meses (iii) e se as negociações das ações forem suspensas por um período de dois meses dentro desses espaços?

Com essas situações, o autor quis destacar que a lei não criou planos de contingência para cenários em que o mercado não pode lhe fornecer um preço ou um preço confiável. Não há como ponderar sobre o critério de cálculo, ou como ele será aplicado no caso concreto.

A proposta que ele apresenta para corrigir essa falha é prever a aplicação do método utilizado para as companhias não cotadas no mercado quando fosse impraticável ou ilógico aplicar a média de preços do mercado<sup>192</sup>.

---

<sup>191</sup> Em suas palavras: “Qualche perplessità surge sulla scelta di adottare una media aritmetica (che attribuisce identico peso ad ogni prezzo utilizzato per il calcolo) per la determinazione del valore delle azioni. Se infatti è vero che ‘un prezzo è tanto più significativo, quanto più è negoziato’ (209), si dovrebbe preferire una media che tenga conto, quali parametri di ponderazione, dei volumi di scambio. In questa prospettiva ci si potrebbe chiedere, de iure condendo, se non sia opportuno che il processo di valutazione attribuisca pesi diversi (inferiori?) a prezzi più lontani nel tempo, verosimilmente meno significativi rispetto a quelli più recenti, o che siano ‘scontati’, tramite un’appropriata ponderazione, prezzi influenzati da accadimenti societari di natura eccezionale (210). La scelta del legislatore delegato di adottare una media aritmetica è, tuttavia, esplicita e indiscutibile sul piano interpretativo”. VENTORUZZO, 2005, op. cit., p. 372.

<sup>192</sup> “In queste situazioni – che come accennato si ritengono estreme e particolari –, si può allora osservare che il nuovo criterio legale previsto per la liquidazione delle azioni non quotate esaminato nei paragrafi precedenti, che meglio di quello previgente consente di cogliere il valore ‘effettivo’ delle azioni, tenendo anche conto di eventuali prezzi di mercato, potrebbe essere invocato analogicamente, come “correttivo” per giungere alla determinazione di un valore più realistico di quello che emergerebbe dalla rigida applicazione della media di mercato. Questa conclusione appare ancor più solida per il fatto che, frequentemente, la sospensione dalle negoziazioni consegue ad accadimenti traumatici, quale l’ammissione a procedure concorsuali, o a dubbi sulla completezza e correttezza delle informazioni trasmesse al mercato.

Compreende-se que a intenção do autor era de que o cálculo do valor do recesso fosse objetivo, claro e ágil. Por certo, o texto legal não permite subjetividade: os valores devem ser meramente coletados e aplicados à fórmula; e é ágil, pois não é necessário contratar serviço especializado ou aguardar longos meses. Contudo pode também ser um meio não totalmente eficaz para tornar o recesso justo.

### *3.2.3.2 A avaliação das ações não cotadas é mais flexível e adaptável ao caso concreto*

Já para as sociedades não cotadas (*s.p.a. non quotate*), o legislador teve que criar um sistema que substituísse o valor de negociação na bolsa. Assim, adotou um sistema diferente do escolhido para sociedades cotadas. Ele é dinâmico, individualizável para o caso concreto e o resultado final pode ser questionado quanto a imprecisões no cálculo e quanto ao método utilizado.

O sistema conhecido como “misto” combina a “consistência patrimonial”, a “perspectiva de performance” de rendimentos e o “valor de mercado das ações”, se eventualmente existir. Para dar início à análise, observe o texto do parágrafo segundo do art. 2437 do Código Civil Italiano:

O reembolso das ações é determinado pelos administradores, ouvida a opinião do conselho de administração e da pessoa responsável pela revisão legal das contas, levando em consideração **a consistência patrimonial** e suas **perspectivas de rentabilidade**, bem como o possível **valor de mercado das ações**<sup>193</sup>. (tradução livre) (destaque nosso)

Desde já, destaca-se que esse sistema tem a vantagem de apontar várias perspectivas da companhia. Apenas o preço negociado na bolsa não é mencionado

---

Si tratta, in ogni caso, di eventi che gettano non poche ombre sulla significatività dei prezzi di mercato del periodo anteriore alla sospensione, circostanza che deve indurre ad una prudenza ancora maggiore nel fondare la valutazione delle azioni sui prezzi di borsa dei quali si dispone.” VENTORUZZO, 2005, op. cit., p. 375 e 376.

<sup>193</sup> Texto original: “Il valore di liquidazione delle azioni è determinato dagli amministratori, sentito il parere del collegio sindacale e del soggetto incaricato della revisione legale dei conti, tenuto conto della **consistenza patrimoniale** della società e delle sue **prospettive reddituali**, nonché dell'eventuale **valore di mercato** delle azioni”. art. 2437 do Código Civil Italiano.

porque, no caso, não existe. Mas a escolha linguística do legislador pode ser bem ou má vista, a depender da perspectiva.

Marco Reboa, por exemplo, considera que uma vantagem desse sistema é que ele faz referência a critérios utilizados na prática empresarial e contábil, em vez de apegar-se à suposição de que um deles se encaixa em qualquer situação<sup>194</sup>. Porém a linguagem escolhida é vaga e generalista, de maneira que o próprio autor aponta em seu trabalho que várias dúvidas interpretativas podem surgir na hora de aplicar o artigo.

Primeiro, em relação à “consistência patrimonial”, Reboa questiona se, nessa expressão, estão incluídos bens imateriais (marcas, patentes, clientes)<sup>195</sup>. Segundo sua análise, a inclusão do patrimônio imaterial é tendência na contabilidade internacional e deveria ser aplicada também na Itália. Suponha-se uma companhia que produz softwares ou aplicativos. O “patrimônio”, no sentido usual, dessa companhia deve ser muito pequeno, se nele não forem incluídas suas criações. O intérprete da lei deve, portanto, estar atento à representatividade do ativo no patrimônio na companhia. Pode ser que seja um valor irrisório<sup>196</sup>.

Em se tratando da “perspectiva de rendimentos”, o autor supõe que a legislação quis fazer referência à “visão prospectiva” da companhia, isto é, da expectativa de

---

<sup>194</sup> “Non e’ quindi un caso se i cosiddetti ‘criteri legali’ previsti nella norma (4) sono a tutti gli effetti riconducibili ai principali approcci valutativi riconosciuti dalla dottrina aziendale (l’approccio ‘patrimoniale’, l’approccio ‘basato sui flussi di risultati’, l’approccio ‘basato sul concetto di economic profit’, gli approcci ‘comparativi di mercato’): all’interno di ciascuno di essi la dottrina aziendale prevede poi ampi margini di manovra nella scelta delle varianti (criteri) proprie della metodologia di stima ritenuta piu’ appropriata per la specifica valutazione.” REBOA, 2008, op. cit., p. 909.

<sup>195</sup> “Ciò premesso, si osserva come nella dottrina aziendale la ‘consistenza patrimoniale’, la prima ‘dimensione’ cioè richiamata dal legislatore, è apprezzata sulla base del valore corrente delle attività e passività patrimonial dell’azienda, prescindendo cioè dalle sue prospettive reddituali. Tale prospettiva del valore aziendale è tipicamente espressa dal criterio patrimoniale, il quale, anche nell’ottica della norma, dovrebbe essere inteso – ove significativamente applicabile – nella sua versione ‘complessa’, vale a dire procedendo a valorizzare in via autonoma gli intangibles asset, anche se non iscritti nei bilanci aziendali. La crescente attenzione per la stima dei beni immateriali nella prospettiva patrimoniale (in passato riservata a fattispecie estimative molto limitate, come il valore della raccolta per le imprese bancarie) trova tra l’altro ragione nella sempre più diffusa adozione dei principi contabili internazionali e, in particolare, nei loro procedimenti applicativi: fra tutti il ‘Purchase price allocation’. A questo proposito, si segnala come i principi contabili internazionali enunciano diverse classi di intangibles asset suscettibili di autonoma valutazione e riconducibili, ad esempio, al marketing, ai clienti, alla tecnologia, ai diritti contrattualmente tutelati e così via discorrendo.” Ibidem, p. 910.

<sup>196</sup> “Certo è che se si escludono realtà aziendali particolari – tipicamente le società ‘contenitori’, quali possono essere le imprese immobiliari – il criterio patrimoniale non esprime mai una scelta metodologica a se stante: nondimeno la logica sottesa a tale critério (che si compendia nella valutazione autonoma dei singoli elementi che compongono il patrimonio) trova crescente ricorso nella valutazione delle società multibusiness (holding, ma non solo) con l’adozione del cosiddetto criterio della ‘Somma delle Parti’ (« Sum of the Parts’ o nel suo acronimo ‘SOP’).” REBOA, 2008, op. cit., p. 911.

performance da companhia nos anos seguintes. Trata-se, portanto, de alguma forma de fluxo de caixa<sup>197</sup>.

Por fim, a legislação pede que um eventual “valor de mercado” seja considerado no cálculo do valor das ações. Reboa questiona o que a lei espera que seja avaliado. O autor chega à conclusão de que a única conclusão lógica seria de que a lei trata do método de comparação por múltiplos<sup>198</sup>.

Discutidas as expressões usadas, chega-se à crítica mais intrigante de Reboa: como funciona a atribuição de pesos no critério misto.

Sabe-se que se trata de uma média ponderada de três valores obtidos por três critérios de avaliação diferentes (os quais se supõe que são os a que a lei fez referência), mas a lei não comenta como os pesos devem ser atribuídos ou mesmo se um dos critérios pode ser descartado. Confia-se na razoabilidade do administrador.

O que se pode concluir dessa sucinta análise é que o método misto de avaliação tem a vantagem de ser moldável ao caso concreto. Ventoruzzo comenta como o método de cálculo precedente, proporcional do balanço contábil, estipulava valores incompatíveis com a prática de mercado e a proteção que criava para o acionista minoritário era fantasiosa<sup>199</sup>. Acredita-se que o uso de termos gerais tinha por propósito permitir que a lei continuasse aplicável e justa ao longo do tempo. Afinal, o perfil da empresa tem mudado cada vez mais rápido.

---

<sup>197</sup> “La seconda dimensione valutativa indicata dal legislatore al comma 2 dell’art. 2437-ter c.c., vale a dire le ‘prospettive reddituali’, e’ metodologicamente inquadrabile nell’approccio valutativo basato sui ‘flussi di risultato’; approccio che fa discendere il valore del capitale econômico dall’analisi dei flussi di ritorno attesi – siano essi di reddito o di cassa – stabilmente producibili in futuro dall’azienda considerata. Sul piano operativo i criteri applicativi che fanno proprie tali prospettive sono tipicamente quello reddituale e quello finanziario. Tali criteri sono ritenuti dalla dottrina i piu’ ‘razionali’, in quanto sono maggiormente coerenti con i modelli valutativi idonei per qualsiasi forma di investimento perche’ si fondano sull’esclusivo apprezzamento dei flussi di risultato attesi dall’investimento considerato.” REBOA, 2008, op. cit., p. 912.

<sup>198</sup> “Il discorso e’ parzialmente diverso se l’approccio ispirato ai ‘valori di mercato delle azioni’ si riferisce alle cosiddette valutazioni ‘relative’, basate cioe’ sui multipli o moltiplicatori. Il criterio dei multipli permette infatti di esprimere le condizioni di contesto che contribuiscono alla valorizzazione, in termini di valori di mercato, della realtà oggetto di valutazione e, di conseguenza, dei suoi titoli azionari, anche se questi ultimi non sono quotati. Le performance dell’impresa sono infatti tradotte in valori del capitale economico in funzione di moltiplicatori di mercato.” Ibidem, p. 915.

<sup>199</sup> “A crucial point, as discussed above, concerns the evaluation of the shares. Withdrawal rights result in a merely formalistic protection, available only on paper, if the participation of the exiting shareholders is not fairly liquidated. In this respect, the 2003 reform introduced some very important new principles, in particular with respect to non-listed shares. Before the new law, the evaluation of non listed shares was made with respect to the book value, a solution that would systematically underestimate the economic value of the legal capital and therefore of the shares, even more so before the adoption of fair value evaluation criteria for the financial statements.” VENTORUZZO, 2007, op. cit., p. 65.

Outro ponto importante a ser destacado refere-se à possibilidade, para as companhias não listadas, de estabelecer em seu estatuto qualquer outro critério de determinação do valor do recesso, dando liberdade para as partes assim estabelecer, conforme artigo 2437 (4) abaixo:

**Os estatutos podem estabelecer critérios diferentes para determinar o valor de reembolso**, indicando os elementos dos ativos e passivos das demonstrações financeiras que podem ser ajustados com relação aos valores resultantes das demonstrações financeiras, juntamente com os critérios de ajuste, bem como outros elementos que podem ser levados em consideração<sup>200</sup>. (tradução livre) (grifo nosso)

No entanto não está claro se o estatuto também pode estabelecer critérios que levem a uma subavaliação das ações em comparação com os critérios legais. Poder-se-ia argumentar que não seria possível, tendo em vista o estabelecido no artigo 2437, que estabelece que é nulo qualquer acordo que vise a excluir ou tornar mais gravoso o exercício do direito de recesso, conforme abaixo:

É nulo qualquer acordo que vise excluir ou tornar mais gravoso o exercício do direito de recesso nos casos previstos no primeiro parágrafo deste artigo<sup>201</sup>.

Porém, por outro lado, conforme ensina Ventoruzzo<sup>202</sup>: (i) a regra que permite critérios de avaliação diferentes nos estatutos pode ser interpretada como uma derrogação à regra mais geral que afirma que o direito de retirada não pode ser restrito; (ii) é quase impossível saber antecipadamente se um determinado critério pode ser considerado mais ou menos vantajoso que outro. Somente quando os dois critérios são realmente aplicados, à luz de todas as circunstâncias factuais, é possível descobrir qual, se houver, é menos favorável à saída de acionistas.

---

<sup>200</sup> Texto original: “Lo statuto può stabilire criteri diversi di determinazione del valore di liquidazione, indicando gli elementi dell'attivo e del passivo del bilancio che possono essere rettificati rispetto ai valori risultanti dal bilancio, unitamente ai criteri di rettifica, nonché altri elementi suscettibili di valutazione patrimoniale da tenere in considerazione”. Artigo 2437 (4) do Código Civil Italiano.

<sup>201</sup> Texto original: “È nullo ogni patto volto ad escludere o rendere più gravoso l'esercizio del diritto di recesso nelle ipotesi previste dal primo comma del presente articolo”. Artigo 2437 do Código Civil Italiano

<sup>202</sup> VENTORUZZO, 2007, op. cit., p. 17.

### *3.2.3.3 O procedimento foi modificado para atender às necessidades dos acionistas dissidentes e da companhia sobrevivente*

Em relação ao processo para chegar ao valor, a administração tem o dever de revelar o valor das ações 15 dias antes da assembleia geral da qual caberá o exercício do recesso. O administrador decide o valor que será disponibilizado para o reembolso das ações, depois de ouvir o Conselho de Administração (*collegio sindacale*) e responsável pela revisão legal das contas.

Atente-se para a autodeterminação que a legislação confia aos administradores. Ela não exige a contratação de um especialista ou empresa para avaliar a companhia e estabelecer um valor para as ações, por mais que eles tenham essa liberdade e seja prudente fazê-lo. Ela permite que o administrador escolha um valor que considere razoável, sabendo que este poderá ser questionado mais à frente.

Em posse dessa informação, os acionistas dispõem de até 15 dias depois da assembleia geral para requisitar o recesso, totalizando o tempo de 30 dias para considerar a conveniência ou não de exercer o recesso. Um intervalo de tempo bem mais razoável que o anterior.

Como explicado no item anterior, o administrador deve considerar o valor atual dos bens, a perspectiva de rendimentos da companhia e o eventual valor de mercado, se houver, atribuindo peso a cada um deles e desconsiderando alguns, se necessário, ou inexpressivo.

Assim, esse primeiro valor deve ter pretensão de ser razoável, e está no interesse do administrador que seja, sob pena de ter que contratar um especialista por ordem judicial. Em outras palavras, a legislação permite uma possibilidade de questionamento desse valor<sup>203</sup>.

Há mais um aspecto digno de menção: o direito de preferência de compra para os acionistas da companhia. Antes de proceder com o reembolso, a administração da companhia oferece aos demais acionistas a oportunidade de comprar as ações dos dissidentes. Caso não haja interessados, pode fazer a oferta a terceiros. Essas etapas

---

<sup>203</sup> “In caso di contestazione da proporre contestualmente alla dichiarazione di recesso il valore di liquidazione è determinato entro novanta giorni dall’esercizio del diritto di recesso tramite relazione giurata di un esperto nominato dal tribunale, che provvede anche sulle spese, su istanza della parte più diligente; si applica in tal caso il primo comma dell’articolo 1349”. Código Civil Italiano, art. 2437.

servem para tornar o reembolso pelas reservas e lucros um último recurso. Isso acrescenta um fator de proteção a continuidade da companhia e diminui as chances de que venha a se descapitalizar.

Enfim, o cálculo do valor do recesso no sistema italiano é interessante, mas apresenta suas falhas. Para as companhias listadas, a legislação estabelece um piso de cotação de ações nos últimos seis meses, o que pode não refletir o valor real das ações. Para as companhias fechadas, a legislação combina diversos critérios e métodos para buscar alcançar o real valor de ações sem estabelecer pesos específicos, entretanto, dá liberdade para as partes estabelecer qualquer outro critério, não deixando claro se eventualmente o critério escolhido por ínfimo e irrisório no momento do exercício do direito de recesso se a sua validade poderia ser questionada.



## CAPÍTULO 4 – O REEMBOLSO NO BRASIL

A exposição até agora trabalhou (Capítulo 1) com o marco teórico para identificar o recesso enquanto componente do direito societário; (Capítulo 2) com os métodos e critérios de avaliação de companhias, apontando as falhas de cada um deles; (Capítulo 3) com a análise do cálculo do valor do reembolso no direito estrangeiro, incluindo sua casuística e críticas.

O propósito do presente capítulo é aplicar essas referências ao cenário brasileiro e demonstrar que legislação atual precisa de reparos, para tornar-se efetiva proteção do acionista minoritário.

Apresentar-se-ão, pois, três campos de análise: (1) a redação da Lei das S.A., isto é, a maneira como foi escrita, (2) a possível ambiguidade legislativa deixada por sucessivas mudanças; (3) a insegurança jurídica atualmente existente e (4) a inabilidade da legislação de ser justa e proteger o acionista no atual ambiente empresarial brasileiro.

### 4.1 EVOLUÇÃO LEGISLATIVA EM RELAÇÃO AO VALOR DO REEMBOLSO

O Brasil passou por quatro legislações que abordavam o direito de recesso. A primeira norma a prever o recesso no Brasil foi de 1919 – o art. 15 do Decreto nº 3.708, que disciplinava sociedades por quotas de responsabilidade. Encontra-se abaixo a transcrição do texto original para facilitar a análise<sup>204</sup>.

Art. 15. Assiste aos socios que divergirem da alteração do contracto social a faculdade de se retirarem da sociedade, obtendo o **reembolso da quantia correpondente ao seu capital, na proporção do ultimo balanço aprovado**. Ficam, porém, obrigados ás prestações correspondentes ás quotas respectivas, na parte em que essas prestações forem necessarias para pagamento das obrigações contrahidas, até á data do registro definitivo da modificação do estatuto social. (grifo nosso)

---

<sup>204</sup> BRASIL. Decreto nº 3.708, de 10 de janeiro de 1919. Regula a constituição de sociedades por quotas, de responsabilidade limitada.

Nesse artigo, o referido Decreto faz clara menção à maneira como o valor da participação societária deve ser calculado: a proporção do último balanço aprovado.

O mesmo estilo objetivo pode ser observado na legislação seguinte, de 1932: o art. 9º, § 1º, do Decreto nº 21.536. Esse Decreto foi a primeira legislação sobre sociedades anônimas no Brasil.

Art. 9º Aprovada a proposta a que se refere o artigo anterior, os acionistas preferenciais dissidentes, que fizerem parte de qualquer das classes prejudicadas, terão direito ao reembolso do valor das suas ações, se o reclamarem à diretoria dentro de trinta dias, contados da publicação da ata da assembléia geral.

**§ 1º Na ausência de disposição em contrário, nos estatutos, o valor do reembolso será o resultado da divisão do ativo líquido da sociedade, constante de último balanço aprovado** pela assembléia geral, pelo número de ações em circulação na data da assembléia de que trata o art. 8º salvo para os dissidentes que preferirem o valor determinado por avaliação, se por ela protestarem com a reclamação a que se refere o art. 9º. (grifo nosso)

Contudo há inovação no artigo 9º, § 1º, do decreto acima referido. Já é possível prever no estatuto social como o valor de reembolso será calculado. Isto é, a legislação remete ao estatuto social para aferição do método de cálculo. O balanço, para efeitos de apuração do valor patrimonial, só é observado na “*ausência de disposição em contrário*”.

A legislação que substituiu o Decreto nº 21.536, foi o art. 107, § 1º, do Decreto-lei nº 2.627, de 1940<sup>205</sup>, conforme redação abaixo:

Art. 107. A aprovação das matérias previstas nas letras *a, d, e e g* do art. 105 dá ao acionista dissidente o direito de retirar-se da sociedade mediante o reembolso do valor de suas ações, se o reclamar à diretoria dentro de trinta dias, contados da publicação da ata da assembléia geral.  
**§ 1º Salvo disposição dos estatutos em contrário, o valor do reembolso será o resultado da divisão do ativo líquido da sociedade,** constante do último balanço aprovado pela assembléia geral, pelo número de ações em circulação. (grifo nosso)

Mais uma vez, observa-se que o legislador escolheu o patrimônio líquido como alternativa ao silêncio dos estatutos de forma explícita. Note que esse critério de avaliação é enquadrado como uma espécie de “regime legal” que é aplicado quando não há

---

<sup>205</sup> BRASIL. Decreto-lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940. Dispõe sobre as sociedades por ações. Rio de Janeiro.

disposição contratual. Assim, no silêncio, pressupõe-se que este foi o regime tacitamente escolhido pelas partes.

A lei que sucede o Decreto nº 2.627 é a atual Lei das S.A., Lei nº 6.404 de 1976, e prevê o direito de recesso no art. 137 e o cálculo do reembolso no art. 45.

Direciona-se o foco para o art. 45, § 1º, o qual trata da escolha do método de cálculo do valor do recesso. Sua redação original previa:

§ 1º O estatuto poderá estabelecer normas para determinação do valor de reembolso, que em qualquer caso, não será inferior ao **valor de patrimônio líquido das ações**, de acordo com o último balanço aprovado pela assembléia-geral.

Neste, observa-se uma modificação nos termos escolhidos pelo legislador. Nos textos anteriores, o referencial do patrimônio líquido suplanta a falta de menção do estatuto social *nominalmente*. O legislador fixou-o para todas as circunstâncias. Nesse parágrafo, porém o patrimônio líquido é adotado como uma válvula de segurança: qualquer que seja a determinação do estatuto social, caso o valor apresentado seja inferior ao proporcional do patrimônio líquido, este deve ser aplicado.

Essa modificação é peculiar, pois altera o papel do patrimônio líquido. O texto estabelece que este será o piso do valor do reembolso, em oposição ao cálculo padrão do reembolso<sup>206</sup>. Faria sentido para o legislador ter adicionado um parágrafo determinando qual seria o método de cálculo na omissão do estatuto ou criando um dever para as companhias de prever um procedimento. Contudo nenhum dos dois é feito.

Essa observação é importantíssima para o presente estudo, pois a ausência de nominação de um método de cálculo, combinada com a não obrigação de prever algo no estatuto social, pode gerar controvérsias.

Adiante, o § 1º do art. 45 foi alterado em 1997, por meio da Lei nº 9.457. Sua redação atual prevê o seguinte:

---

<sup>206</sup> Essa é a interpretação a que chegou o Superior Tribunal de Justiça no caso REsp n. 1.572.648 – RJ (2015/0235988-5), julgado em 2017, no qual o Ministro Relator Ricardo Villas Bôas Cueva explicou: “Daí afirmar-se que, na omissão do estatuto, o montante a ser pago a título de reembolso a princípio é o valor de patrimônio líquido constante do último balanço aprovado em assembleia geral, visto representar um piso, um mínimo a ser observado, somente podendo ser a ele inferior se estipulado no estatuto o cálculo com base no valor econômico da companhia.”

§ 1º O estatuto pode estabelecer normas para a determinação do valor de reembolso, que, entretanto, somente poderá ser inferior ao valor de patrimônio líquido constante do último balanço aprovado pela assembleia-geral, observado o disposto no § 2º, se estipulado com base no valor econômico da companhia, a ser apurado em avaliação (§§ 3º e 4º). (grifo nosso)

Essa nova redação mostrou-se confusa por algumas razões. Primeiro pela escrita em si e pelo número de vírgulas que a fracionam. A frase é cortada quatro vezes e é necessário desembaraçá-la para compreendê-la.

Quanto ao seu significado, a norma é direcionada como uma sugestão feita aos acionistas de estabelecer o critério de cálculo do reembolso no estatuto social. A lei não exige que isso seja feito. Não cria dever algum. O uso do verbo “pode” indica que se trata de uma opção, não de uma obrigação.

É possível deduzir desse texto que, dentre as escolhas para método de cálculo do valor das ações, se a companhia escolher o “valor econômico”, seja ele valor de mercado, fluxo de caixa, ou até patrimônio líquido a preço de mercado, terá que reembolsar o valor que for apurado, independentemente de este ser maior ou menor que o patrimônio líquido contábil.

Supõe-se que a intenção do legislador era estabelecer a possibilidade de se escolher estatutariamente um critério de avaliação que equivalesse ao “valor econômico” em oposição a um “valor contábil”. Reconhece-se a dificuldade em transformar um conceito financeiro em um conceito jurídico, porém, objetivamente falando, “valor econômico” é uma expressão sem significado definido por nenhum desses ramos.

Como discutido anteriormente, “valor econômico” é um termo guarda-chuva para uma série de indicativos do valor de uma companhia, os quais apontam informações diferentes, com utilidades diferentes. Alguns deles aproveitam o esforço e imparcialidade dos analistas de mercado, outros levam em consideração a própria operação que deu ensejo ao direito de resgate.

A questão é que a adoção da expressão ambígua cria uma zona cinzenta na classificação de métodos de cálculo. Não é certo, e nem a legislação explica, quais são esses métodos baseados no “valor econômico”.

É possível supor o que se quer dizer, como é a opinião de Verçosa:

O valor econômico equivale às perspectivas de rentabilidade da companhia no exercício da atividade por ela explorada. O método a ser adotado para identificar tal valor é o de fluxo de caixa descontado, ou seja, a elaboração de previsões explícitas dos fluxos de caixa livres à disposição dos acionistas, os quais assinalam o lucro projetado. A estes devem ser somados os valores que não representam saídas de caixa (depreciações e amortizações), fazendo-se em seguida a diminuição das necessidades financeiras de eventuais investimentos (fixos ou de capital de giro)<sup>207</sup>.

Fran Martins é da mesma opinião e comenta que a doutrina majoritária supõe que a Lei das S.A. queria fazer referência ao método de cálculo mais comum considerado “valor econômico”, o fluxo de caixa descontado<sup>208</sup>. Porém isso, como outras interpretações da lei, são suposições.

“Valor econômico” poderia corresponder à média da negociação das ações na bolsa de valores, caso a sociedade seja aberta. Poderia ser, também, o resultado de uma comparação por múltiplos de mercado, em que se analisa o preço negociado pela compra de ações de companhias semelhantes. Poderia ser, ainda, o valor negociado na operação que ensejou o recesso. Todos esses referenciais podem ser chamados de “valor econômico” da companhia.

O certo é que a falta de indicação precisa sobre os critérios que compreendem o conceito de valor econômico dá margem para discussões entre os acionistas, conforme menciona Fran Martins: “[...] Parece-nos que a ausência de parâmetros ou critérios legais objetivos para a determinação do valor econômico da companhia abre um grande espaço para manipulações prejudiciais ao acionista minoritário [...]”<sup>209</sup>.

Importante destacar, ainda, que a redação confusa da norma pode dar margem a entendimento de que, no caso de omissão do estatuto, o artigo 45 da Lei das S.A. não teria estabelecido o patrimônio líquido como o critério legal, mas apenas como um piso.

---

<sup>207</sup> VERÇOSA, 2007, op. cit, p. 172.

<sup>208</sup> “Como se pode ver, de acordo com a doutrina dominante, o valor econômico da ação para efeito de reembolso corresponde à perspectiva de rentabilidade. Basicamente, a perspectiva de rentabilidade de uma empresa corresponde ao fluxo de caixa descontado, ou seja, às receitas da companhia descontadas as despesas, exceto as que não representam saídas de caixa (lucro projetado da companhia).” MARTINS, Fran. Comentários à Lei das Sociedades Anônimas: Artigo por Artigo. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010. Revista e atualizada por Roberto Papini. p. 170.

<sup>209</sup> MARTINS, 2010, op. cit., p. 170.

Em dissertação sobre o assunto, Sérgio Marangoni<sup>210</sup> desenvolveu uma pesquisa extensa e de fundamental relevância nos estatutos sociais de companhias abertas brasileiras para concluir que um número ínfimo faz menção ao método de avaliação da companhia para fins de reembolso, o que demonstra que a hipótese de omissão do estatuto é mais presente.

Segundo os dados coletados durante a primeira quinzena de janeiro de 2015, dos estatutos sociais das 440 empresas então listadas em bolsa até aquela data, constatou-se que 58 possuíam previsão específica para o cálculo do valor do reembolso decorrente do exercício do recesso, o que representa 13,18% do total das empresas listadas. Das 58 previsões estatutárias, 30 preveem o cálculo do reembolso pelo valor do patrimônio líquido, 14 possuem previsão de cálculo do reembolso pelo valor econômico e as demais estipulam o menor valor, entre o patrimônio líquido contábil e o valor econômico, como o critério para aferição do reembolso. Marangoni chega à seguinte conclusão:

Partindo da premissa de que o valor patrimonial é, em geral, inferior ao valor econômico da companhia e tendo em vista que das 58 (cinquenta e oito) companhias que possuem previsão estatutária sobre o tema, 44 (quarenta e quatro – ou seja, cerca de 75%) optaram ou pelo valor de patrimônio líquido ou pelo menor valor possível entre o patrimônio líquido e o econômico, pode-se também concluir que a opção é pela preservação dos interesses da companhia e de seus controladores. Quanto menos se pagar a título, de reembolso, melhor. Essa parece ser o objetivo das previsões estatutárias<sup>211</sup>.

A exposição de motivos da Lei das S.A. não esclarece expressamente que, no silêncio do estatuto, o critério seria o do patrimônio líquido<sup>212</sup>:

Quanto ao reembolso, são introduzidas duas inovações destinadas a proteger os direitos dos acionistas dissidentes da deliberação da assembléia geral: a) o valor do reembolso regulado no estatuto não poderá ser inferior ao de patrimônio líquido das ações (art. 45, § 1º); **b) o acionista dissidente tem direito a valor de reembolso determinado com base em balanço levantado dentro de 60 dias anteriores à**

---

<sup>210</sup> MARANGONI, Sérgio Ricardo Nutti. Direito de Recesso e respectivo valor de reembolso em companhias. Quartier Latin, 2016.

<sup>211</sup> Ibidem, p. 116.

<sup>212</sup> BRASIL. **Exposição de Motivos n. 196**, de 24 de julho de 1976. Brasília, Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis-decretos/anexos/EM196-Lei6404.pdf>>. Acesso em: 18 jul. 2019.

**deliberação da assembléia**, a fim de que o patrimônio líquido da empresa seja expresso em moeda de poder aquisitivo contemporâneo ao pagamento (art. 45, § 2º). (grifo nosso)

É de se imaginar que, certamente, o resto do artigo 45 da Lei das S.A. deve ter alguma menção sobre o assunto. Porém, não. Uma leitura atenta permite concluir que: (1) no *caput*, a lei define o reembolso e diz que é o direito de receber “o valor de suas ações”, (2) no parágrafo primeiro, a lei estabelece a maneira como patrimônio líquido atua como piso para o reembolso quando o método de cálculo presente no estatuto não é o valor econômico; (3) no parágrafo segundo, a norma se limita a descrever que o dissidente pode pedir novo balanço, não se diz explicitamente que o método a ser aplicado é o patrimônio líquido, ele só explica como funciona o cálculo do piso, (4) nos parágrafos terceiro e quarto, o legislador descreve o modo como o valor econômico deve ser apurado, em caso de previsão estatutária e (5) os parágrafos seguintes tratam de onde os fundos que podem ser usados para o reembolso e como proceder em caso de falência, o que não possui tanta pertinência para a atual discussão.

Assim, é razoável assumir que a redação técnica do § 1º do artigo 45 da Lei das S.A. não favorece a segurança jurídica, podendo dar margem a entendimento de que, na omissão do estatuto social, o patrimônio líquido seria apenas um piso, pois o artigo teria apenas contemplado a hipótese de o estatuto prever um critério de avaliação para o recesso.

#### **4.2 ENTENDIMENTO DOUTRINÁRIO QUANTO AO VALOR DO RECESSO**

É possível afirmar que a doutrina, em geral, defende que o artigo 45 da Lei das S.A. fixou o patrimônio líquido como método de avaliação do valor das ações no caso de omissão do estatuto. Não se está afirmando que há consenso de que este é o *melhor* método de cálculo, mas que, segundo os textos usados como base para o presente trabalho, esse é o método que o artigo 45 da Lei das S.A. fixa para efeitos de reembolso em caso de omissão no estatuto social.

Far-se-á, portanto, uma breve revisão do posicionamento dos principais doutrinadores. Começando por Modesto Carvalhosa, o autor diz, em seus comentários à Lei das S.A., que:

Não havendo expressa disposição estatutária adotando o valor econômico, prevalece a regra geral que determina dever o cálculo do reembolso ter por base o patrimônio líquido da companhia. O novo critério, portanto, somente será aplicável se previamente assim dispuser o estatuto<sup>213</sup>.

Nesse pequeno texto, o autor é bem assertivo em seu posicionamento. Contudo não explica por que defende essa opinião. O mesmo pode ser observado em Nelson Eizirik:

O critério para a determinação do valor do reembolso, de acordo com as novas regras fixadas pela Lei nº 9.457/1997, que alterou o artigo 45 – está estabelecido, em princípio, no § 1º deste artigo, ao estipular que este deve corresponder ao valor de patrimônio líquido de companhia, conforme apurado no último balanço aprovado pela assembleia geral. Tal critério somente pode ser afastado caso o estatuto social tenha previsto expressamente a possibilidade de o valor de reembolso ser calculado com base no valor econômico da companhia, hipótese em que o montante devido aos acionistas dissidentes deverá ser aferido por meio de avaliação realizada na forma estabelecida nos §§ 3º e 4º. Inexistindo previsão estatutária expressa, mantém-se o cálculo do reembolso com base no valor de patrimônio líquido<sup>214</sup>.

No mesmo sentido, temos o ensinamento de Leães:

2.7. Por inovação introduzida pela Lei n. 9.457, de 1997, ao diploma do anonimato, o estatuto poderá estabelecer normas para a determinação do valor do reembolso que não seja baseado em balanço contábil, mas “estipulado com base no valor econômico da companhia, a ser apurado em avaliação”, realizada por três peritos ou empresa especializada (LSA, art. 45, §§ 1º a 4º). **No silêncio, porém, do estatuto sobre essa alternativa, prevalece a regra legal sobre a forma de apuração de reembolso, baseada no patrimônio líquido contábil da sociedade**<sup>215</sup>.

---

<sup>213</sup> CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**: 1º volume. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2009.

<sup>214</sup> EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada**: Volume I. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

<sup>215</sup> LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Pareceres**. v. II. São Paulo: Singular, 2004, p. 939.



Ao se ler trecho do voto do Diretor-Relator da CVM, Marcelo F. Trindade, no Processo Administrativo 2000/4912, percebe-se que sua posição é no mesmo sentido:

Acrescente-se que, diante da omissão do estatuto da companhia, o valor de reembolso das ações dos acionistas dissidentes é o valor patrimonial das ações (art. 45, § 1º, da Lei 6.404/76), e portanto a alteração procedida em nada altera tal valor, dado que o valor patrimonial por ação será apurado pela divisão do patrimônio líquido pelo número de ações, que não foi alterado<sup>216</sup>. (grifos nossos)

Fábio Konder Comparato se preocupa com a discussão do critério adotado para efeitos do exercício do direito de recesso<sup>217</sup>, defendendo que o patrimônio líquido é o método de cálculo estabelecido pela lei e é o melhor método de cálculo.

Para dialogar melhor com suas ideias, separaram-se seus argumentos em dois grupos: o primeiro é a sustentação de por que o método a ser aplicado em caso de omissão do estatuto é o patrimônio líquido; e o segundo adentra na discussão de por que o referido critério é a melhor solução para o direito comercial.

Assim, o argumento apresentado pelo autor sobre a omissão do estatuto é de que a redação do art. 45 da Lei nº 6.404 de 1976, atualizado em 1997, não fez qualquer inovação legislativa. Segundo sua visão, a tradição legislativa não pode ser ignorada e figura como parte da interpretação da nova lei. Assim, o passado da lei funcionaria como uma presunção. Em suas palavras:

Podemos, assim, desde já, concluir, preliminarmente, que sem embargo da mudança de redação, em confronto com o art. 107 do Dec.-lei 2.627, o art. 45 da Lei 6.404 apresenta idêntico sentido. E essa conclusão é confirmada, indiretamente, pela leitura da Exposição de Motivos do projeto de lei, ao se deixar claro que o novo diploma, nesse particular, em nada inovou com relação ao Direito anterior  
[...]

Não hesito, pois, em concluir, na linha de longa tradição, tanto no direito brasileiro quanto do estrangeiro do qual recebemos o instituto do direito de recesso, que o reembolso das ações dos acionistas dissidentes, no teor do disposto no art. 45 da Lei 6.404/76, salvo previsão diversa do estatuto, **deve ser estabelecido com base no valor do patrimônio contábil da companhia**; e que o “balanço especial” referido nesse artigo de lei tem por finalidade, unicamente, a

---

<sup>216</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador n. 2000/4912**. Relator: Diretor Marcelo F. Trindade. Rio de Janeiro.

<sup>217</sup> COMPARATO, 2010, op. cit., p. 1177-1190.

atualização monetária das contas do patrimônio líquido<sup>218</sup>. (grifos nossos)

Mais ainda, segundo magistério de Comparato:

[...] dos cinco dispositivos legais em que há referência a avaliação do patrimônio líquido, apenas dois contém a determinação de que esta se faça a “preços de mercado”. O que significa desenganadamente, que nas demais hipóteses esse critério não é exigido.

Ora, o artigo 45 da Lei 6404 não fala em avaliação de patrimônio líquido e, sim em “valor de patrimônio líquido das ações”, que pode ser, e efetivamente é, obtido sem recurso a qualquer avaliação. Basta, para tanto, dividir, como explicitava o Decreto-Lei 2.627, o montante global desse patrimônio líquido pelo número de ações em circulação<sup>219</sup>.

Outro argumento do artigo de Comparato é a generalização de que o dissidente sempre lucraria caso o reembolso fosse calculado por meio de um referencial econômico, e não contábil. O autor estabelece essa com sendo uma premissa fundamental, que certamente ocorrerá. Assim, o valor deveria ser o contábil, para proteger a companhia de descapitalização excessiva.

Se se determinasse, como norma de princípio, que o acionista dissidente de deliberação de assembleia pudesse obter o pagamento do valor de suas ações pelo preço de mercado dos bens, componentes do ativo social, **o dissidente teria sempre lucro na retirada, incitando-se, com isso, os minoritários a agir contra o interesse social. Quem não percebe quanto esse proceder ofende a lógica do sistema societário**<sup>220</sup>? (grifos nossos)

Embora tratando de dissolução parcial em sociedade limitada, Fábio Ulhôa Coelho argumenta em favor do uso do valor patrimonial como mais adequado para calcular o valor da quota parte de um sócio que pede apuração de haveres, conforme abaixo:

A avaliação das quotas pelo valor econômico, no momento da dissolução parcial da sociedade, não é o mais apropriado, por conduzir a distorções irremediáveis nos fundamentos econômicos da própria

---

<sup>218</sup> COMPARATO, 2010, op. cit., p. 1179.

<sup>219</sup> Ibidem, p. 1180.

<sup>220</sup> Ibidem, p. 1177-1190.

figura do investimento em atividade econômica. **Explico. Como o valor econômico tenta captar o quanto os sócios lucrarão com a sociedade no futuro, fixado determinado prazo para o cálculo, o pagamento do reembolso a partir desse critério implicaria a estranha noção de alguém que lucra com determinada empresa sem correr risco nenhum. Se a sociedade fica obrigada a pagar àquele que a deixa o mesmo valor que receberia caso não a deixasse, o lucro em investimento empresarial passa a não depender mais do risco, e isto é uma distorção profunda no conceito. Se lucro é o retorno da disposição de alguém em assumir certo risco, ele não pode desvincular-se dos reveses que o risco empresarial embute. E tal desvinculação é inevitável se à sociedade for imposta a obrigação de pagar o que ela tende a gerar de lucro a quem, por não fazer mais parte dela, encontra-se a salvo de qualquer prejuízo derivado dos riscos empresariais.** O valor patrimonial, assim, e não o econômico, é o critério mais ajustado à avaliação das quotas da sociedade limitada, quando se trata de apurar haveres de sócio retirante, excluído ou dos sucessores do falecido. Por essa razão, o art. 1.031 do Código Civil estabelece que, “nos casos em que a sociedade se resolver em relação a um sócio, o valor da sua quota, considerada pelo montante efetivamente realizado, liquidar-se-á, salvo disposição contratual em contrário, com base na situação patrimonial da sociedade, à data da resolução, verificada em balanço especialmente levantado”<sup>221</sup>. (grifos nossos)

O autor defende, basicamente, que o valor das ações na dissolução parcial corresponde ao valor dos bens da companhia, deduzidos seus débitos, em um cálculo que simula a liquidação da companhia, pois representa, de fato, o que a companhia é. Em sua visão, esse valor não poderia ser calculador por um “valor econômico”, tendo por base os rendimentos da companhia, já que estes são fruto de uma análise dos rendimentos futuros, isto é, o lucro que a companhia é capaz de produzir. Assim, o acionista não teria direito a lucrar com aquilo que não participou.

Contudo considera-se que essa visão está equivocada.

Voltando-se para a pergunta que o autor faz em seu texto: faria sentido que um investidor participasse de rendimentos futuros? De uma perspectiva lógica, não, pois os rendimentos futuros não são sequer conhecidos. Contudo cabe fazer um breve esclarecimento. Existem métodos de cálculo do valor da companhia que partem da estimativa dos rendimentos futuros, ou seja, a produtividade da companhia é estimada conforme uma taxa de rendimento baseada em sua performance atual é apenas o começo da equação e não se confunde com seu produto. Da perspectiva apresentada em seu texto,

---

<sup>221</sup> COELHO, Fabio Ulhôa. A ação de dissolução parcial da sociedade. *Revista de Informação Legislativa*, Brasília, ano 48, n. 190, p. 141-155, abr./jun.2011.

o autor assume que os rendimentos futuros seriam apenas estimados e pagos aos acionistas que saem, contudo não é isso que se propõe ao defender métodos econômicos.

Explica-se. No método do fluxo de caixa descontado, o avaliador encarregado fará uma estimativa dos rendimentos da companhia, deduzirá uma taxa de inflação e aplicará uma taxa trazendo o valor ao presente, ou seja, o produto do fluxo de caixa descontado representa o quanto um investidor teria que investir *hoje* para alcançar determinado rendimento. Assim, em termos econômicos, alcança-se o valor da companhia pelo fator que cria atrai investidores. Os rendimentos estimados da companhia são apenas a premissa do método de cálculo.

A ministra Nancy Andrichi quando trata de apuração de haveres concorda com nossa posição:

Por outro lado, não se pode esquecer que o cálculo do fluxo de caixa descontado apresenta resultados futuros trazidos a **valor presente** mediante aplicação de uma **taxa de desconto** que contempla o custo de oportunidade do capital empregado na remuneração das quotas sociais. **Dessarte, sofrendo a mais valia futura redução a um valor presente, com base em um fato de risco, a rigor não se pode falar em participação do sócio dissidente nos lucros futuros da empresa**<sup>222</sup>.  
(grifos nossos)

Cabe a ressalva de que esse método nem sempre é o mais adequado, existem situações em que outros são mais razoáveis, porém isso não é razão para descartá-lo. Se um método funciona bem e encaixa-se teoricamente em uma premissa, só deve ser descartado quando não atender a um caso concreto, isto é, se um método de avaliação da companhia é eficaz e confiável, ele deve ser incluído entre as alternativas para calcular o valor da companhia.

Existem posições minoritárias na doutrina que defendem que, na omissão do estatuto social, a regra não é o valor patrimonial da ação, mas sim o real valor da ação, conforme podemos nas palavras de Sergio Marangoni:

Novamente, com a atual redação da Lei n. 6.404/1976, o que poderia, dentro da linha de raciocínio favorável a ser o critério do patrimônio líquido como o critério legal previsto no art. 45, é de que se entenda que

---

<sup>222</sup> Recurso Especial n. 1.335.619 – SP (2011/0266256-3).

o que está previsto no § 1º do art. 45 aplica-se de forma idêntica ao seu caput, ou seja, o critério do patrimônio líquido como forma de mensuração do valor de reembolso seria um piso, um mínimo que só poderia ser derogado pelo critério do valor econômico. **Nunca se poderia interpretar, como faz parte substancial da doutrina, que o critério legal, na ausência de previsão estatutária é o do patrimônio líquido, como critério único e obrigatório**<sup>223</sup>. (grifos nossos)

Na mesma linha, José Edwaldo Tavares Borba:

De qualquer sorte, mesmo anteriormente à reforma da Lei das Sociedades Anônimas, essa avaliação a preço de mercado já poderia ser requerida por acionista dissidente que demonstrasse a existência de visível descompasso entre os valores contábeis e a realidade patrimonial da sociedade. É fato de conhecimento corrente que os valores contábeis nem sempre refletem a realidade das empresas. Os índices inflacionários costumavam, no passado, ser escamoteados a cada plano econômico do governo. Hoje, com a eliminação da correção monetária dos balanços, alguns valores já não guardam consonância com a realidade. Quando a lei se refere ao valor patrimonial, o pressuposto dessa referência é a consistência desse valor patrimonial, sob pena de consumir-se uma lesão aos interesses do acionista<sup>224</sup>.

Interessante notar a posição da área técnica da Comissão de Valores Mobiliários<sup>225</sup>, que explica porque o valor patrimonial foi escolhido pelo legislador para efeitos do direito de recesso na omissão do estatuto social. Na visão da área técnica, quando o legislador desejou estabelecer outros critérios foi expresso neste sentido e o valor patrimonial privilegiaria a praticidade, evitando custos e tempo para elaboração de laudo de avaliação, conforme abaixo:

25. Por essas razões, acho difícil corroborar a tese de que a principal intenção do Legislador, ao mencionar o critério do patrimônio líquido no art. 45, § 1º, da LSA, era a de garantir que o valor do reembolso fosse necessariamente próximo ao valor intrínseco da ação entregue no exercício do direito de recesso. Essa conclusão, inclusive, é corroborada em leitura sistemática da lei societária.

26. O Legislador, quando teve o objetivo primordial de garantir que o valor pago por uma ação fosse o mais próximo possível ao seu valor intrínseco, foi bastante preciso ao utilizar os conceitos de valor econômico (no próprio art. 45, § 1º, e, na mesma linha embora sem utilizar o mesmo termo, no art. 170, § 1º) e patrimônio líquido a preços

---

<sup>223</sup> MARANGONI, op. cit., p. 80.

<sup>224</sup> BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito societário**. 15. ed. São Paulo: Atlas, 2017, p. 276.

<sup>225</sup> Processo Administrativo CVM nº 19957.003735/2017-71.

de mercado (art. 264, § 3º, e art. 298, III). Esses valores, como defendido, estão mais próximos do valor que partes independentes, usualmente, estariam dispostas a pagar por determinada ação, diferentemente do valor do patrimônio líquido, que possui importância sobretudo contábil.

**27. Nesse sentido, parece-me que a principal intenção do Legislador, ao utilizar o conceito de patrimônio líquido no art. 45, § 1º, foi a de privilegiar a praticidade de se utilizar valor contábil que já é ordinariamente calculado pela companhia e revisto por auditor independente. Essa praticidade está em contraste, por exemplo, aos custos e ao tempo necessários para se elaborar um laudo de avaliação do valor econômico da companhia ou realizar os ajustes necessários no balanço patrimonial para se marcar todos os ativos a preços de mercado.**

28. Pelo exposto, parece-me que a melhor forma de interpretar o art. 45, § 1º, é a seguinte:

- a. supletivamente, caso o estatuto social não estabeleça normas para a determinação do valor de reembolso, o valor de patrimônio líquido deve ser a referência, sem qualquer ajuste;
- b. se o estatuto estabelecer normas para a determinação do valor de reembolso com base em critério distinto do valor econômico da companhia, o patrimônio líquido, sem ajustes, será o mínimo possível;
- c. se o estatuto estabelecer valor econômico da companhia como critério, o patrimônio líquido não precisa necessariamente ser levado em consideração. (grifos nossos)

Em suma, é notório que a posição dominante na doutrina é no sentido de que, na omissão do estatuto social, o acionista dissidente, para efeitos do art. 45 da Lei das S.A., tenha direito a receber apenas o valor patrimonial da ação. E se a intenção do legislador foi a de privilegiar a praticidade de se utilizar o valor contábil que já é ordinariamente calculado pela companhia, evitando custos e tempo necessários para se elaborar um laudo de avaliação do valor econômico da companhia, tal entendimento vai totalmente em desconformidade com a função que o direito de recesso deve desempenhar como proteção ao acionista minoritário.

Concordo que, com a redação atual do art. 45 da Lei das S.A., o valor do reembolso na omissão do estatuto social, é o valor do patrimônio líquido, por mais que entenda que não cumpre com a função que o recesso deve exercer para o acionista minoritário. Este entendimento assenta-se nas seguintes razões.

Primeiro, o histórico da redação da lei corrobora com essa perspectiva. Observou-se que o patrimônio líquido foi expressamente, por décadas, o método de cálculo para calcular o valor do reembolso. Por mais que a redação do art. 45 da Lei das S/A não seja totalmente clara em relação a qual método deve ser aplicado na omissão do estatuto, ela também não menciona nenhum outro método de cálculo a ser aplicado.

A segunda razão é, se interpretada sistemicamente, pode-se observar que o legislador sempre foi expresso na lei quanto aos critérios que devem ser utilizados para avaliar companhias, como por exemplo, no caso de cancelamento de registro, segundo o estabelecido no art. 4, §4º da Lei das S.A., que determina que o preço justo deve ser alcançado pela elaboração de uma avaliação específica, no art. 264 da Lei das S.A., quando estabelece que, na incorporação de controlada, a necessidade de apurar o valor do patrimônio líquido a preço de mercado ou outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, para efeito do exercício de recesso, o art. 256 da Lei das S.A. que determina diferentes critérios de avaliação para efeito de deliberação em assembleia geral quando da aquisição por companhia aberta de sociedade mercantil, e o próprio art. 170 da Lei das S.A. que determina que o preço de emissão de ações no aumento de capital deve corresponder, alternativa ou conjuntamente, a perspectiva de rentabilidade da companhia, o valor do patrimônio líquido da ação e a cotação de suas ações no mercado. O legislador brasileiro conhecia, portanto, as formas de avaliação de uma companhia e, se quisesse mesmo estabelecer um critério diferente do valor patrimonial para os casos de omissão do estatuto, teria feito de forma clara e expressa, não faltando oportunidades legislativas para realizar tal reforma.

Esta conclusão é válida, ainda, se observadas as modificações feitas na lei em 1997, quando se estabeleceu que o valor de reembolso só poderia ser menor que o patrimônio líquido caso o estatuto previsse a aplicação do critério econômico. Pelas discussões da época, percebe-se que o preço de reembolso era o patrimônio líquido da ação e que o propósito da reforma era evitar a sua aplicação, permitindo, para isso, que o valor econômico pudesse ser utilizado quando previsto no estatuto social, já que o valor patrimonial excedia o valor econômico naquele tempo.

Quanto à inadequação do valor patrimonial para efeito de avaliação das ações de uma companhia, menciona José Bulhões Pedreira:

Foi essa distorção que ocorreu entre nós após alguns anos de aplicação da Lei nº 6.404/76. No Decreto-lei nº 2.627 o preço de reembolso era o valor de patrimônio líquido da ação, e como nos 35 anos de sua aplicação o direito de retirada não criara maiores problemas, a Lei nº 6.404 manteve esse critério. Uma conjugação de causas contribuiu, todavia, para criar um efeito não previsto na época da elaboração da lei: a correção monetária das demonstrações financeiras, o processo inflacionário, um longo período de recessão econômica e altas taxas de juros levaram a que, na maioria das companhias abertas, o valor de

mercado das ações caísse a níveis bem inferiores ao valor do patrimônio líquido – há exemplos em que essa relação era de 1/10<sup>226</sup>.

A terceira razão é, conforme mencionado na decisão da área técnica da Comissão de Valores Mobiliários acima, que a principal intenção do Legislador, ao utilizar o conceito de patrimônio líquido no art. 45, § 1º, foi a de privilegiar a praticidade de se utilizar valor contábil que já é ordinariamente calculado pela companhia e revisto por auditor independente.

Portanto, é razoável concluir que, considerando a atual redação da lei, na omissão do estatuto social, o método de cálculo fixo no art. 45 da Lei das S/A é o patrimônio líquido contábil, embora não promova a função que o recesso deveria desempenhar nas sociedades anônimas, justificando a alteração legislativa proposta no presente trabalho e, concordando ou não, com a opção legislativa em vigor, a lei deve ser observada a fim de garantir a segurança jurídica.

### **4.3 ENTENDIMENTO JURISPRUDENCIAL**

Grande parte dos casos decididos nos tribunais é voltada para a atualização do valor do cálculo. Os acionistas dissidentes não questionaram a aplicação do critério patrimonial, mas a data de referência do balanço contábil. Contudo, em certos casos, os acionistas questionaram o método de cálculo em si e são de fundamental importância para este trabalho, conforme serão examinados abaixo.

#### *4.3.1 Banco Independência Decred de Investimentos*

Um acionista minoritário requereu que, para efeitos do direito de recesso, o valor de suas ações fosse calculado pelo “valor real” do Banco Independência Decred de Investimentos (hoje, Capri S.A.). A companhia interpôs recurso junto ao Superior Tribunal de Justiça<sup>227</sup>, tendo em vista a decisão favorável que o acionista minoritário havia conseguido.

---

<sup>226</sup> PEDREIRA, José Bulhões. **A Lei das S.A.**, vol. II, p. 373-374.

<sup>227</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 51655-2. Relator: Ministro Costa Leite. Voto do Ministro Waldemar Zveiter, p. 6.



O recurso foi rejeitado por três votos a dois e o acionista pôde receber o reembolso segundo o patrimônio líquido a preço de mercado.

Os magistrados que votaram pela procedência do recurso fundamentaram seu posicionamento na redação do artigo 45 e na posição de doutrinadores que excluía a interpretação de que o critério legal permitia o cálculo pelo patrimônio líquido a valor de mercado.

O Ministro Relator Costa Leite afirmou:

Tenho que, ao assim decidir, o acórdão negou vigência ao art. 137 da Lei das Sociedades Anônimas, que determina o reembolso das ações segundo o critério estabelecido no art. 45 do mesmo diploma legal. [...] Irretocável o raciocínio, a meu sentir, não o infirmo a circunstância peculiar de tratar-se, no caso dos autos, de sociedade saída de liquidação, a que o acórdão conferiu relevo. Continuando a atividade empresarial, não se pode, ao arripio da lei, pretender o reembolso como se se tratasse de dissolução de sociedade<sup>228</sup>.

Interessante, inclusive, notar o voto do Desembargador Cláudio Vieira, cujo voto-vencido, no julgamento da apelação, situou referida questão:

Manifestado, pelo ora Apelado, o direito de recesso, como acionista, minoritário, de 1.654.035 (um milhão, seiscentos e cinquenta e quatro mil e trinta e cinco) ações nominativas, oferece a Apelante, para o reembolso, o valor patrimonial contábil das ações. Para haver o valor de patrimônio líquido real, intenta o acionista minoritário a presente demanda. O pedido, procedente em 1º grau (fls. 126), enseja o presente recurso. **Há que se decidir qual o valor efetivo de reembolso, se o valor patrimonial contábil das ações (art. 45 da Lei das Sociedades por Ações), ou se o valor patrimonial contábil real das ações.** Pela segunda solução decidiu-se na R. Sentença (fls. 126), gerando este recurso. Princípios fundamentais das sociedades por ações, e prevalecimento da vontade majoritária, e a índole institucional da sociedade, influem no deslinde desta causa. A minoria se submete, à deliberação da maioria, em princípio, eis que só não o fará, ou só a tanto não se obriga, se ilegítima a decisão majoritária. Por outro lado, a natureza institucional das sociedades por ações retira tal tipo societário de normas e princípios das sociedades contratuais ou sociedades de pessoas. A instituição, colocada além das contingências humanas, tem na preservação da empresa, com duração além dos limites da vida da pessoa humana, uma de suas razões de ser. Atenta contra esta natureza

---

<sup>228</sup>BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 51655-2. Relator: Ministro Costa Leite. Voto do Relator, p. 7 e 8.

institucional a consideração pretendida com a pessoa do sócio – e há, aqui, acionista, não sócio propriamente! – a ponto de se pretender, como se de sociedade de pessoas se cuidasse, aplicar postulados de dissolução destas sociedades, para levantar balanço de dissolução/liquidação no simples direito de recesso. E o direito de recesso não importa em dissolução. Ao contrário, presente a índole institucional, o recesso não pode atentar contra o imperativo categórico de preservação de empresa e sociedade. O valor das ações do retirante – por isso que de liquidação não se cogita! – há de ser calculado pelo patrimônio líquido contábil, ou, melhor, afirmando, deve ser o “valor de patrimônio líquido das ações” (art. 45 da Lei nº 6.404). **Se este valor – como no caso dos autos se reclama! – é irrisório (e tanto se deve ser a companhia Apelante recém-saída de liquidação!), ao acionista minoritário cumpre bem decidir se insiste ao não em exercitar o seu direito de recesso. O que não se revela possível, isto sim, é usar do direito de retirada (a que se opõe, se viu, a dissolução da sociedade) e pretender, como é o caso, o retirante participar de eventuais ganhos futuros (eventuais e hipotéticos), na venda de patrimônio imobiliário, como se se tratasse de liquidação da sociedade. Ponderando bem as circunstâncias, ao retirante cumpre ver se é, ou não, bom negócio sair da sociedade, no ensejo, à vista do valor contábil cogitado. Não pode, insista-se, é participar das eventuais vantagens da retirada e da preservação da sociedade – de que, em se retirando, deixou de pertencer<sup>229</sup>. (grifos nossos)**

Já os que votaram contra o recurso afirmaram que o valor calculado era irrisório. Segundo seus raciocínios, adotar uma posição legalista iria contra o “sentimento do justo”. Seria imoral estabelecer o reembolso a um valor irrelevante. Vale destacar que o valor total estipulado para o reembolso era originalmente de NCz\$ 1,65 (um cruzado novo e sessenta e cinco centavos) por 1.654.035 ações, hoje, equivalente a R\$ 0,0000006, isto é, nem sequer um centavo de real.

Segundo o Ministro Nilson Naves:

Se ao acionista dissidente é dado o direito de retirar-se, não é juridicamente aceitável nem moralmente justificável, data vênua, que ele para se retirar seja compelido a aceitar a oferta da maioria, mormente em se tratando de oferta irrisória. A oferta para ser receptível há de ter correspondência com a realidade. Não a tendo, é correto que ela seja atualizada. E a realização do balanço, conforme resolveu a sentença, é um bom meio para esse fim. Afinal, ainda que se trate de sociedade por ações, não deixa ela de se dissolver em relação ao sócio que dela se afaste. O que não me parece exato é que, embora divergente, seja o acionista obrigado a permanecer, por não lhe satisfazer a oferta para a retirada da sociedade. (grifos nossos)

---

<sup>229</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 51655-2. Relator: Ministro Costa Leite. Voto do Desembargador Cláudio Vieira.

No mesmo sentido o Ministro Ruy Rosado de Aguiar:

2. O direito de recesso do acionista dissidente, que nos veio da Itália, tem entre seus fundamentos (Vivante, Trattato, II/ 288) a proteção de interesse individual do sócio, que pode ser atingido ainda que legítima a decisão adotada pela AGE. É uma salvaguarda do interesse pessoal do acionista minoritário diante de decisões tomadas em certas matérias, nos termos da lei.

[...]

O direito de retirada, previsto no art. 137 da Lei das S/A, é expressão do direito da minoria. Essa garantia, porém, para que não seja simples forma, regra abstrata, deve ser exercida à luz do princípio da igualdade, **isto é, que o recesso do sócio, inconformado com a decisão da ação, não seja simples oportunidade para fazer prevalecer a vontade da maioria, com seu enriquecimento em desfavor do dissidente. Se o direito de recesso for exercido numa situação de absoluta iniquidade, como referido nos autos, não há o exercício desse direito, senão na abstração da fórmula.**

[...]

Ademais, quando a lei estabeleceu, no parágrafo 1º do art. 45, o parâmetro do valor do patrimônio líquido, fixou um piso, não um teto, não assegurou à maioria a manipulação do balanço, nem vedou ao dissidente insurgir-se contra o valor irrisório resultante desse levantamento. Atento ao que pode acontecer, pois a maioria está colocada numa posição de verdadeiro “árbitro” na situação da retirada do sócio, adverte Ascarelli: “Isso corrobora a necessidade de tutelar, efetivamente, o recedente ao menos no que respeita ao balanço em base ao qual é calculada a importância do reembolso” (op. cit., p. 429). (grifos nossos)

Assim, o Superior Tribunal de Justiça defendeu que não se pode entender o direito de recesso como algo fictício, sob pena de deixar o acionista minoritário sem direito algum.

#### *4.3.2 Caso Lafarge*

Em 2014, o Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro trouxe um caso disruptivo e inovou na interpretação do regime do art. 45 da Lei das S.A. Pode-se afirmar que o Tribunal inaugurou o uso da tese do “valor justo” no Brasil. Anos depois, em 2018, o Superior Tribunal Justiça, com relatoria do Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva confirmou a decisão, indicativo de que foi bem-vinda.

A existência dessa decisão confirma a hipótese de que a Lei das S.A. é controversa em relação ao método de cálculo no silêncio do estatuto social e que há espaço para interpretação de qual preço corresponderia ao “valor das ações” a que faz menção o *caput* do art. 45 da Lei das S.A.

Resumidamente, o juiz da causa decidiu que o regime do art. 45 permitia que fosse usado, no silêncio do estatuto social, um outro método de cálculo disponível, porque, caso contrário, os acionistas minoritários seriam muito prejudicados. Como a companhia incorporada foi avaliada pelo seu valor justo para efeitos da relação de troca, o juiz considerou que a companhia não poderia considerar como “valor da ação” um número para os acionistas que desejam sair e outro número para os que optaram por ficar. Segundo o magistrado, isso criaria uma duplicidade de tratamento, o que viola o princípio de isonomia entre os acionistas.

Assim, analisar-se-ão os fatos e a fundamentação do juiz para acatar o pedido dos acionistas dissidentes de receber o valor justo.

Começando pelos fatos, examinando o relatório apresentado pelo Superior Tribunal de Justiça, temos os seguintes acontecimentos:

- a) em 30 e 31/12/2010, foi realizada Assembleia Geral Extraordinária da sociedade Lafarge Brasil S.A., em que se decidiu por sua incorporação a Companhia de Cimento Portland Lacim S.A.;
- b) de modo a viabilizar a incorporação, foram elaborados laudos de avaliação, com base em três critérios distintos (i) valor justo de mercado; (ii) patrimônio líquido a preços de mercado e (iii) patrimônio líquido contábil;
- c) dentre as avaliações realizadas, foi adotado o critério mais vantajoso para fins de relação de troca das ações da companhia incorporada pelas da incorporadora, qual seja o valor justo de mercado, correspondente a R\$ 39,56 por ação;
- d) no cálculo do valor das ações para fins de reembolso dos acionistas minoritários retirantes foi utilizado o critério do patrimônio líquido contábil constante do último balanço da incorporada, que corresponde a R\$ 11,89 por ação;
- e) o laudo de avaliação estabeleceu que pelo critério de patrimônio líquido a preço de mercado seria R\$ 15,06 por ação
- f) o valor de troca das ações constante no protocolo de incorporação teve valor cerca de três vezes maior que o ofertado e pago aos acionistas minoritários a título de reembolso pelo exercício do direito de retirada; e

- g) o estatuto da incorporada não estabelecia nenhuma regra para fins de cálculo do valor do reembolso dos acionistas dissidentes<sup>230</sup>.

Tendo em vista a alegação de determinados vícios na convocação da assembleia, foi proposta medida cautelar objetivando a suspensão dos efeitos da assembleia, recebida como ação ordinária, em que se postulou a declaração de sua nulidade ou, alternativamente, a condenação da ré ao pagamento da diferença entre o valor recebido a título de reembolso em razão do exercício do direito de retirada e o efetivamente devido.

As instâncias de cognição plena julgaram improcedente o pedido de anulação da assembleia e procedente o pedido relacionado com o reembolso, condenando os réus ao pagamento da diferença entre o valor recebido pelas autoras (com base no patrimônio líquido contábil) e aquele apurado no laudo que serviu para quantificação do valor de troca das ações (valor justo de mercado).

Desse relato, é preciso fazer uma rápida observação. O mote do presente trabalho é tratar do cálculo do valor do reembolso. Não se discutirá, portanto, o mérito de anular a assembleia geral que ensejou o recesso ou a tempestividade da imposição de recurso. Dito isso, observam-se algumas circunstâncias importantes.

Com isso em mente, repare nos valores envolvidos nesse caso: (1) o patrimônio líquido contábil ofertado aos dissidentes foi R\$ 11,89 por ação; (2) o patrimônio líquido a preço de mercado foi estimado em R\$ 15,06 por ação; (3) o valor justo usado, escolhido para efeitos da relação de troca na incorporação, foi R\$ 39,56.

Os acionistas minoritários apresentaram em juízo sua tese de que o valor justo utilizado para efeitos da relação de troca seria o valor que deveria ser oferecido no cálculo do valor do recesso, e não o valor patrimonial.

Em sentença, o juiz determinou que a companhia pagasse aos demandantes a diferença entre o patrimônio líquido, já reembolsado, e o valor justo de mercado utilizado na relação de troca na incorporação.

Constate-se que, originalmente, essa não seria uma opção permitida pela Lei das S.A. Intuitivamente, segundo a doutrina majoritária, o juiz consideraria que não estava

---

<sup>230</sup>BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 1.572.648. Recorrente: LAFARGE BRASIL S/A. Recorrido: MARINGÁ S/A CIMENTO E FERRO-LIGA e COMPANHIA DE CIMENTO PORTLAND PONTE ALTA. Relator: Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva. Recurso Especial. Brasília.

entre as alternativas do acionista dissidente receber o valor calculado para efeitos da relação de troca na incorporação, mas apenas o patrimônio líquido ou o patrimônio líquido a preço de mercado, se este último valor fosse mais vantajoso que o valor estabelecido na relação de troca, o que não era o caso<sup>231</sup>.

Aqui começa a análise da fundamentação do juiz para dar aos acionistas o valor justo de mercado. Frise-se: tal raciocínio foi confirmado pelo Superior Tribunal de Justiça.

Em essência, a resposta do juiz ao problema da omissão é que a interpretação que deve ser feita é a teleológica, isto é, com base nos princípios e fins maiores adotados no ordenamento societário, em oposição à sistêmica adotada pela doutrina. Conforme consta da ementa:

É indevido e ilógico o pagamento do valor das ações pela avaliação do patrimônio líquido da companhia pelo último balanço realizado, por não observar “o valor das ações” ou o valor justo de mercado (art. 45 da LSA).

Se tal não ocorrer, estará proscrito o princípio da igualdade entre os acionistas e ainda o princípio da liberdade de associação face ao impedimento o exercício do direito potestativo<sup>232</sup>. (grifos nossos)

Para motivar o acórdão, o Desembargador Lindolpho Morais Marinho aborda quatro princípios aplicados ao direito societário (princípio da isonomia entre os acionistas, direito de associação, vedação ao enriquecimento sem causa e boa-fé objetiva) e um aspecto dos fatos (a duplicidade de valores para uma mesma ação, sendo um deles o valor justo). Analisar-se-á cada um desses fundamentos.

---

<sup>231</sup> Lei 6404/76: “Art. 264. Na incorporação, pela controladora, de companhia controlada, a justificação, apresentada à assembléia-geral da controlada, deverá conter, além das informações previstas nos arts. 224 e 225, o cálculo das relações de substituição das ações dos acionistas não controladores da controlada com base no valor do patrimônio líquido das ações da controladora e da controlada, avaliados os dois patrimônios segundo os mesmos critérios e na mesma data, **a preços de mercado**, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, no caso de companhias abertas. § 3º Se as relações de substituição das ações dos acionistas não controladores, previstas no protocolo da incorporação, forem **menos** vantajosas que as resultantes da comparação prevista neste artigo, os acionistas dissidentes da deliberação da assembléia-geral da controlada que aprovar a operação, poderão optar, no prazo previsto no art. 230, entre o valor de reembolso fixado nos termos do art. 45 e o valor apurado em conformidade com o disposto no caput, observado o disposto no art. 137, inciso II”. (grifos nossos)

<sup>232</sup> BRASIL. Décima Sexta Câmara Cível. Apelação nº 30912-89/2011-0001. Apelantes: LAFARGE BRASIL LTDA e THIERRY APHREM MARIE GEORGES METRO. Recurso Adesivo: MARINGÁ S/A CIMENTO e FERRO LIGA e COMPANHIA DE CIMENTO PORTLAND PONTA ALTA. Relator: Relator: Des. Lindolpho Morais Marinho. Rio de Janeiro, RJ, 02 de dezembro de 2014. Apelação. Rio de Janeiro, p. 01.

*Princípio da Isonomia.* O magistrado considera que o princípio da isonomia seria gravemente maculado caso o reembolso fosse feito pelo patrimônio líquido. Em sua visão, o valor das ações foi calculado para os acionistas que remanescem de uma forma e, para os que pediram para sair, de outra, cujo resultado era menor que um terço o primeiro valor. Dessa maneira, essa diversidade de cálculo criaria uma diferença entre os preços das ações, o que estaria em desacordo com a Lei das S.A. Nas palavras do Desembargador Lindolpho Morais Marinho:

Em verdade o valor das ações de propriedade dos retirantes não tem e não pode ter valor menor do que as de propriedade daqueles acionistas remanescentes. Não há motivo legal para que assim seja, mesmo porque as ações que compõem o capital da empresa são ações da mesma classe de ações ordinárias nominativas e sem valor nominal (art. 5º do Estatuto) (arq. 186).

Objetivamente, segundo sua visão, não poderiam coexistir preços diferentes para ações da mesma companhia nessas circunstâncias.

*Livre Associação.* O acordão também justifica sua decisão com base no princípio da livre associação, o qual determina que o cidadão livre possa escolher associar-se, ou não, aos seus pares para promover um empreendimento. Sua escolha deve ser livre e consciente. No mesmo sentido, esse indivíduo não deve ser coagido a permanecer associado. Grupo nenhum pode prendê-lo a seus quadros se ele desejar sair.

Levando isso em consideração, a Lei das S.A. cria o recesso como uma oportunidade de saída, porém, no regime previsto, ela é ilusória. Por mais que o art. 137 diga que o acionista tem opções (sair ou permanecer), sua saída é tão desvantajosa que não vale sequer a pena levá-la em consideração. Os valores ficaram tão díspares que o minoritário tinha apenas a ilusão de uma escolha.

Além disso, é fácil observar que não se observa o ambiente de negociação ideal e cria-se uma situação de impotência do investidor frente à companhia. O minoritário fica exposto à vontade do majoritário, de forma que seu investimento fica refém de decisões sobre a qual não tem nenhum poder. Nos termos elencados pelo Desembargador acima referido “Outro absurdo que aflora da situação é a mácula ao princípio da isonomia e ao

princípio da liberdade de associação, com a seguinte imposição: ou ficar com o que lhe foi pago e sossegar ou então permanecer na sociedade, pois não lhe pagarei mais nada”.<sup>233</sup>

*Enriquecimento sem causa.* O magistrado também leva em consideração a vedação ao enriquecimento sem causa. Como já comentado no presente trabalho, o preço ideal do recesso é aquele que reflete o investimento de maneira que não gera lucro para o minoritário, nem para a sociedade da qual rescinde. Nesse cenário, lembrando que o valor da ação segundo o patrimônio líquido era irrisório, e bem menor que o valor justo de mercado, o magistrado considerou que a companhia lucraria com a saída dos acionistas minoritários.

*Princípio da Boa-fé Objetiva.* Por fim, o desembargador menciona, ainda, que os gestores da incorporada agiram de má-fé quando não ofertaram o valor atribuído para a relação de troca aos acionistas que pediram recesso.

Ao estabelecer a relação de substituição das ações do modo que o fez, para beneficiar os acionistas e encontrar a maior ou menor vantagem, que permitisse ou não aos acionistas minoritários fazerem opção entre o artigo 45 e o caput do art. 264, foi maculado o princípio da lealdade e boa-fé objetiva na relação contratual que induz o estatuto social da companhia, porque ao considerar “mais vantajosa” a relação de substituição das ações, sem lhes pagar o valor justo das ações, foi coartado o direito dos acionistas minoritários dissidentes de se retirarem da empresa, a não ser recebendo o valor irrisório da avaliação pelo plano líquido contábil das ações segundo o último balanço e segundo o artigo 45, § 1º, da Lei 6404/76, ou permanecerem nela, como a opção já havia sido manifestada não havia mais oportunidade dessa escolha<sup>234</sup>.

Contudo, discorda-se de que os controladores tenham agido de má-fé. Em verdade, eles cumpriram o que, na visão deles, era o mandamento legal, suportado por doutrina majoritária, que, por si só, favorece a companhia<sup>235</sup>. Acontece que a interpretação do magistrado era diferente das precedentes e da doutrina majoritária. O patrimônio líquido é

---

<sup>233</sup> BRASIL. Décima Sexta Câmara Cível. Apelação nº 30912-89/2011-0001. Apelantes: LAFARGE BRASIL LTDA e THIERRY APHREM MARIE GEORGES METRO. Recurso Adesivo: MARINGÁ S/A CIMENTO e FERRO LIGA e COMPANHIA DE CIMENTO PORTLAND PONTA ALTA. Relator: Relator: Des. Lindolpho Morais Marinho. Rio de Janeiro, RJ, 02 de dezembro de 2014. Apelação. Rio de Janeiro, p. 21.

<sup>234</sup> Ibidem.

<sup>235</sup> Nas palavras do Ministro Ricardo Villas Cueva Bôas Cueva: “Impende asseverar, por fim, que um dos fundamentos determinantes para a conclusão a que chegou o Tribunal local foi o malferimento do princípio da boa-fé objetiva, insculpido no artigo 422 do Código Civil, relacionado com o acolhimento da alegação das autoras de burla ao conteúdo do § 3º do artigo 264, ao oferecer uma relação de troca apenas minimamente superior àquela obtida com o critério de patrimônio líquido a preço de mercado a fim de evitar o reembolso com base nesse parâmetro”.



aplicado ao cálculo do reembolso desde sua chegada ao Brasil em 1942, e a interpretação jurisdicional no caso em tela é disruptiva.

Bem, no presente caso, há algumas diferenças circunstanciais que o tornam ideal para introduzir o debate no Brasil: (1) o valor justo já havia sido calculado, como fora feito pela própria companhia; (2) a companhia escolheu o valor justo, e não o patrimonial, para efeitos da relação de troca da incorporação; e (3) o estatuto da companhia era silente quando ao critério do valor do recesso.

A interpretação do magistrado teve o suporte dessas três circunstâncias específicas. Portanto é imperioso reformar o artigo 45 da Lei das S.A. Caso as circunstâncias não fossem ideais, e a diferença de valor tão discrepante, não se sabe se o juiz teria decidido dessa forma.

#### *a) Consequências*

Como acima mencionado, a doutrina majoritária concorda que o método de cálculo na omissão do estatuto é o patrimônio líquido, contudo isso não quer dizer que concordem que este é o melhor método de cálculo.

Entretanto, já temos decisões confirmadas pelo Superior Tribunal de Justiça entendendo que, nos casos em que o estatuto social é silente sobre o critério de aferição do valor de reembolso, o § 1º do artigo 45 da Lei das S.A. estabelecerá um valor mínimo de reembolso, e não um teto, devendo ser o equivalente ao valor real das ações.

Dessa forma, diante da insegurança jurídica, é importante examinar se realmente o artigo 45 da Lei das S.A. corresponde à realidade atual ou deve ser alterado.

#### **4.4 A LEI NÃO CORRESPONDE À REALIDADE**

O perfil das empresas no Brasil mudou. A relação entre companhia e os bens necessários para desenvolver sua atividade não passa necessariamente pela propriedade desses meios de produção.

Apenas a título de exemplo, considere companhias aéreas modernas: é de se imaginar que uma empresa de aviação seja proprietária das aeronaves, contudo, na maioria dos casos, são arrendados de uma outra companhia, que os fabrica e mantém; a

companhia aérea é apenas a gerenciadora da venda de passagens aéreas, dos voos e da operação junto ao aeroporto. Isso dá vantagens para a companhia, pois não precisa preocupar-se com a manutenção dos aviões e tem mais dinamismo para atualizar as naves. O recesso de uma companhia como essa, caso baseado no proporcional do patrimônio, passaria longe do valor justo das ações, pois o valor do contrato de aluguel das aeronaves consta como um passivo, não como um ativo.

Não há dúvidas que os demonstrativos contábeis da companhia mudaram profundamente nas últimas décadas e o proporcional do patrimônio líquido não reflete de maneira adequada o valor da empresa.

Como esses fatos afetam o reembolso? Originalmente, quando da mudança feita em 1997, o valor do patrimônio líquido era presumidamente mais alto que o valor de mercado de uma companhia e um real fardo para a companhia quando um acionista exercia o recesso<sup>236</sup>.

Hoje, a companhia desenvolve suas atividades com outros tipos de contrato. Muitos dos serviços acessórios à atividade principal são terceirizados; o serviço de uma equipe foi dinamizado e, por vezes, reduzido a uma pessoa apenas. O que se quer destacar com isso é que os demonstrativos contábeis da companhia mudaram de figura severamente nas últimas décadas e seu perfil é adaptado ao mercado atual.

Uma demonstração fática disso é no caso julgado pelo Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro mencionado acima<sup>237</sup>. No caso, foi ofertado aos dissidentes o valor contábil da companhia, R\$ 11,89, e a relação de troca para quem tivesse sua ação atribuída na incorporadora, uma ação equivalente a R\$ 39,56. Perceba a discrepância entre esses valores. Um é mais que o triplo do outro. É a esse grau de distância que se faz referência.

Assim, é mais razoável supor que o dissidente sairá com muito menos que o valor de suas ações caso seja calculado com base no patrimônio líquido.

---

<sup>236</sup> “A lei 6.404/76, no § 1º. do art. 45, em sua redação original, determinava que o valor do reembolso não poderia, por definição, ser inferior ao valor de patrimônio líquido das ações, de acordo com o último balanço aprovado pela assembleia geral. Como o valor do patrimônio líquido é, o mais das vezes, bastante superior ao valor econômico ou ao valor de Bolsa, tal dispositivo constituía um incentivo a ‘indústria do recesso’, onerando eventuais operações de reestruturação da companhia, ensejadoras do direito de recesso.” EIZIRIK, Nelson. Reforma das S.A. e Direito de Recesso. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. v. 111. São Paulo: Malheiros, 1998, p. 80.

<sup>237</sup> Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. Apelação n. 30912-89/2001-0001. 16ª Câmara Cível. Relator: Desembargador Lindolpho Morais Marinho. Rio de Janeiro. j. em 02 dez. 2014.

Outra premissa desarrazoada na Lei das S.A. é a ideia de que liquidez e dispersão protegerão grandes companhias de terem que reembolsar acionistas dissidentes. Contudo a maior partes das companhias abertas brasileiras não se encaixa nos critérios de liquidez e dispersão.

Dessa forma, é seguro concluir que o valor de reembolso previsto no artigo 45 da Lei das S.A. foi escrito para um futuro diferente do que se imaginou.

Deve-se também olhar a Lei das S.A. de forma sistemática, principalmente em relação a outros dispositivos que possam tratar sobre o valor que deve ser pago ao acionista minoritário. Como exemplo disso, temos o fechamento de capital.

A Lei das S.A. foi cuidadosa com esse procedimento ao ponto de não só nominar os métodos de cálculo disponíveis, mas de prever, inclusive, uma possibilidade de ser recalculado. Observe o § 4º do texto legal:

§ 4º O registro de companhia aberta para negociação de ações no mercado somente poderá ser cancelado se a companhia emissora de ações, o acionista controlador ou a sociedade que a controle, direta ou indiretamente, formular oferta pública para adquirir a totalidade das ações em circulação no mercado, por **preço justo**, ao menos igual ao valor de avaliação da companhia, **apurado com base nos critérios, adotados de forma isolada ou combinada, de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos, de cotação das ações no mercado de valores mobiliários, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários**, assegurada a revisão do valor da oferta, em conformidade com o disposto no art. 4º-A.

Desse primeiro artigo, observe-se que (1) a Lei das S.A. determina que seja feita oferta pública de ações, ou seja, ela estabelece um dever e (2) cria um procedimento para a avaliação do valor dessas ações e nomina métodos de cálculo aceitáveis e não faz uso de expressões vagas, sem definição financeira ou jurídica.

A doutrina concorda que o preço, nessa situação, tem que ser justo e louva a seleção de diferentes métodos de cálculo, justamente porque reconhece que nenhum deles reflete com certidão a situação da companhia a todo momento. Como representativo dessa posição, acompanhe o posicionamento de Lucena, quando comenta sobre a multitude de métodos de cálculo a disposição da companhia para o fechamento de capital:

Nenhum desses critérios é perfeito, não refletindo o real valor da companhia como um todo. O do “patrimônio líquido contábil” porque em que pesem os critérios de avaliação do ativo e do passivo, a escrituração geralmente registra valores históricos, sem correspondência com os valores reais, e, o que ocorria até recentemente, sem incluir os intangíveis. O critério do “patrimônio líquido avaliado a preço de mercado” porque é parcial, contemplando somente os bens do ativo (vide art. 183, § 1º, da Lei n. 6.404/1976), e que, no passado recente, como visto, igualmente desconsiderava os intangíveis, sendo que alguns bens do ativo podem figurar nas demonstrações financeiras abaixo de sua realização, assim exigentes de ajuste. O critério do “fluxo de caixa descontado” porque se funda na projeção de lucro futuro, o qual, descontado de uma taxa de juro (que a Instrução da CVM n. 436/2006 chama de taxa de desconto), indicará seu valor presente e, assim, determinando o valor da companhia, podendo, no entanto, a taxa de juro falsear a realidade, sem se poder questionar a tirania das circunstâncias, como as chamou John Kenneth Galbraith, a tornar inseguro o valor apurado. O “critério de comparação por múltiplos” porque sobre haver casos em que não há companhias similares em situações semelhantes, ainda há o fato de que sempre haverá dificuldade em se obterem informações de outras companhias similares. O critério de “cotação das ações no mercado de valores mobiliários”, ou seja, negociadas em bolsas de valores e nos mercados de balcão organizado, porque as ações da companhia podem não ter liquidez no mercado, o que lhes reduz o preço<sup>238</sup>.

Poder-se-ia comentar que o § 4º colocado acima também usa a expressão “preço justo”, a qual inclui um termo moral que demanda interpretação caso a caso. Porém ela não deixa o aplicador da norma sem parâmetros para aferir seu significado. Em verdade, a presença da expressão é um mandado para que o valor selecionado seja o mais próximo da realidade da companhia.

No mesmo sentido temos as disposições relativas ao aumento de capital. De acordo com o artigo 170 da Lei das S.A., o preço de emissão deverá ser fixado, sem diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, ainda que tenham direito de preferência para subscrevê-las, tendo em vista, alternativa ou conjuntamente: (i) a perspectiva de rentabilidade da companhia; (ii) o valor do patrimônio líquido da ação; e (iii) a cotação de suas ações em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão organizado.

Assim, o propósito do presente capítulo foi demonstrar como há espaço para melhorar o regime de reembolso do acionista que pede recesso.

---

<sup>238</sup> LUCENA, José Waldecy. **Das Sociedades Anônimas**: Comentários à lei (arts. 1º a 120). Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 120.

Em primeiro lugar, para melhorar a redação do artigo 45 da Lei das S.A. Trata-se de um regime que foi modificado em todas as reformas a Lei das S.A., é injusto assumir que não é um assunto importante. Sua redação está confusa.

Como discutido no capítulo, o artigo 45 da Lei das S.A. pode dar margem a discussões sobre qual regime deve ser aplicado quando o estatuto não possui disposições sobre o direito de recesso. Essa lacuna legislativa foi ignorada por muitos anos e acionistas majoritários e minoritários não discordavam sobre isso. Contudo, em decisão inusitada, o Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro, confirmado pelo Superior Tribunal de Justiça, assumiu interpretação diferente da doutrina e dos julgados anteriores.

Em segundo lugar, o ordenamento não pode prever um direito pela metade. O recesso assegura a saída da sociedade, porém, no momento de criar efetivar essa saída, ele deixa o direito em aberto.

Em terceiro lugar, se a inconsistência na redação e a insegurança jurídica já não fossem razões suficientes para motivar uma alteração legal, o artigo 45 da Lei das S.A. está profundamente desatualizado no que tange ao valor do reembolso. Simplesmente não tem qualquer capacidade de produzir justiça para o acionista minoritário, deixando-o exposto à vontade dos controladores.

## **CAPÍTULO 5 – PROPOSTA DE MODIFICAÇÃO**

O propósito do presente capítulo é planejar e propor uma nova configuração para o reembolso na Lei das S.A. Para tal, o capítulo foi dividido em dois itens: um para reflexão sobre como seria o reembolso ideal e um para apresentar a proposta que se imaginou mais razoável.

### **5.1 O PARADOXO DO RECESSO**

O recesso possui duas faces. Em uma, ele é a solução para um problema contratual, é a superação da unanimidade para preservar a continuidade da companhia. Já na outra face, ele é uma ameaça à saúde financeira da companhia, pois permite a saída de um ou mais acionistas em meio a uma modificação na base de investimento, dando liquidez para o acionista dissidente. É necessário esforço do legislador e do intérprete do caso concreto para que o instrumento atinja o seu devido fim e evite a concretização do seu lado negativo, qual seja, a inviabilização de uma decisão no interesse da companhia em razão da descapitalização que poderia ocorrer no exercício do direito de recesso por vários acionistas a um valor expressivo de reembolso<sup>239</sup>.

O modelo ideal de recesso deveria permitir que um acionista minoritário tivesse que decidir entre aceitar a nova base de investimento ou receber o equivalente ao valor intrínseco de sua participação societária e que a administração tivesse que escolher exercer da melhor forma o interesse social e agir em prol do acionista, ou sofrer as consequências de ter que arcar com o reembolso.

Pode-se dizer, portanto, que há uma espécie de “paradoxo” no direito de recesso. Ele foi criado para permitir a continuidade da companhia, mas pode ser a causa do seu

---

<sup>239</sup> Vale ressaltar que, quando o recesso é calculado pelo valor justo, é possível que o contrário aconteça. No Caso *In Re Appraisal Jarden Corporation*, julgado pela Suprema Corte de Delaware em 2020 (comentada com mais detalhes no item 3.2.2.1.8), entendeu que a melhor evidência de valor justo era o valor da cotação de mercado da ação, de maneira que o valor da ação no reembolso foi dez dólares menor que o preço de negociação oferecido como valor de recesso. No mesmo sentido, no caso *Verition Partners Master Fund Ltd. v. Aruba Networks, Inc.*, a Suprema Corte considerou que a melhor evidência o valor justo seria o preço negociado menos sinergia, atribuindo o valor de US\$ 19,10 por ação, enquanto o valor de recesso oferecido foi de US\$ 24,67. Na mesma linha, no caso *In Re Appraisal of Solera Holdings, Inc.*, o Tribunal de Delaware considerou como valor justo o preço de negociação menos sinergia atribuindo o valor de US\$ 53,95 por ação, enquanto o valor de recesso oferecido foi de US\$ 55,85.

fim. Neste item, tentar-se-á demonstrar os contornos desse paradoxo para, nos itens seguintes, propor medidas para sustentar o equilíbrio necessário para que o recesso tenha caráter de solução, e não de problema.

Assim, o recesso foi concebido como forma de compensar o surgimento do princípio majoritário. Enquanto este tirava poder das mãos do acionista minoritário, o recesso era um dos mecanismos criados para reparar a perda de poder, junto com outras medidas.

Conforme ensina José Alexandre Tavares Guerreiro:

Afirma-se que a instituição do direito de retirada na disciplina das sociedades anônimas corresponde a uma solução de compromisso entre a necessidade de fazer atuar o princípio majoritário, de um lado, e, de outro, a necessidade de atenuar o rigor desse princípio<sup>240</sup>.

Adotar o princípio majoritário foi necessário para comportar o crescimento das sociedades e o refinamento de sua atividade produtora. É razoável que uma decisão não precise ser tomada em unanimidade.

Acontece que expor os acionistas minoritários à vontade do conjunto majoritário sem oportunidade de manifestação ou saída abre espaço para abuso. Sem poder de voto na assembleia geral, os investidores teriam de confiar cegamente nos controladores. Depositar confiança nessa proporção não é algo atrativo. Dessa perspectiva, o recesso é uma solução: ele é uma oportunidade de saída para resguardar o investimento do acionista minoritário.

Da mesma maneira, o recesso é solução quando agrega valor à concordância do acionista minoritário. Os controladores têm interesse em convencer os demais acionistas de que a operação é feita para beneficiar a todos, sob pena de ter que ressarcir o valor das ações. A participação na aprovação da assembleia “vale” alguma coisa.

Assim, como solução, o recesso foi criado para que a companhia sobrevivesse ao dissenso entre seus acionistas, para permitir mais agilidade na evolução da sociedade e resguardar o investimento do acionista minoritário. A teoria é ponderada e coerente.

---

<sup>240</sup> GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Direito de retirada e poder de retratação. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo: n. 44, p. 22, 1981.

Porém, quando o método de cálculo não é escolhido para ser compatível com a realidade da companhia, alguém será prejudicado. Quando favorece o dissidente, os acionistas da companhia sobrevivente têm que lidar com o prejuízo que o reembolso pode deixar. Nesse cenário, a companhia pode ter de enfrentar dificuldades financeiras. Já quando o método selecionado avalia as ações a um valor irrisório – como o patrimônio líquido contábil atualmente tende a fazer –, o acionista minoritário sofre prejuízo financeiro. Dessa perspectiva o recesso pode ser um problema. De que adianta que a teoria seja razoável, mas que sua aplicação não seja planejada para corresponder?

Assim, para que tenha a possibilidade de ser uma solução para os problemas que a adoção do princípio majoritário criou, o reembolso das ações no recesso precisa conter regras que tragam o equilíbrio entre as partes envolvidas para que alcance seus propósitos de maneira satisfatória.

O fato de permitir que um acionista minoritário receba um valor justo quando exerça seu direito de recesso não pode ser visto como obstáculo para que a companhia possa atingir seu interesse social ou como um inibidor de decisões importantes para a companhia. Isto porque, na linha do que foi dito anteriormente, basta ter as limitações ou efeitos corretos, em doses adequadas, para que isto não ocorra. Dentre elas, podemos citar: (i) as hipóteses que disparam o recesso devem ser taxativas e que mudem efetivamente a base do investimento ou a espinha dorsal do investimento feito pelo acionistas; (ii) somente pode exercer o recesso aquele que era acionista a época do anúncio, evitando o surgimento de fundos especializados em “*appraisal arbitrage*”; (iii) aquele acionista que exercer o direito de recesso deve ter consequências como, por exemplo, arcar com custos ou, quando o recesso for calculado a valor menor, ser reembolsado nesse valor, e não pelo previamente anunciado; (iv) deve-se buscar ter um sistema de autocomposição em que haja a possibilidade de solicitar nova avaliação por acionistas minoritários representantes de uma porção significativa do capital social, sem ter que recorrer diretamente ao judiciário; (v) embora apresente as suas ponderações, a regra do “*market out exception*” permite que o recesso para determinadas matérias somente possa ser exercido em companhias que não detenham liquidez e dispersão; e (vi) o recesso por valor que não seja irrisório produz um efeito automático na largada *ex ante*, isto é, a mera existência de um valor justo exerce o papel de incentivo para que a administração da companhia proponha uma operação que sejam vantajosa para todos os envolvidos.



Prova de que estabelecer um valor justo para o reembolso no recesso cria esse equilíbrio é que o número de operações nos Estados Unidos não tem decrescido, nem tem sido apontado pelas companhias como um obstáculo para a concretização de operações.

## **5.2 O QUE O REEMBOLSO DEVERIA SER**

Propõe-se que a Lei das S.A. precisa de modificações no que se refere ao valor de recesso e, com isso em mente, decidiu-se arrolar três aspectos que necessitam de alteração e dois que merecem permanecer.

Cada um dos subitens abaixo segue a seguinte estrutura: breve explicação da falha legal, descrição das opções cogitadas e modificação sugerida, acompanhada das razões que levaram à conclusão de que é a escolha mais razoável.

### *5.2.1 Mudanças necessárias*

#### *5.2.1.1 Critério Mandatório*

A fixação de um valor de reembolso no estatuto social está ao critério da companhia; a Lei das S.A. não exige que as companhias disponham sobre isso, mas permite, caso queiram.

Contudo, partindo do pressuposto que a quase totalidade das companhias abertas não adota um critério de avaliação no seu estatuto social, percebe-se que o panorama de funcionamento do recesso não é eficiente para promover a proteção ao acionista minoritário, tendo em vista o entendimento predominante de que, no silêncio do estatuto, aplica-se o patrimônio líquido.

Isso faz com que o acionista minoritário tenha apenas uma ilusão de escolha entre sair da companhia e receber o reembolso ou permanecer e aceitar a nova base de investimento. Em verdade, sua escolha é entre sofrer a decisão da qual discorda ou pagar para deixar a companhia.

Assim, considerou-se que a Lei das S.A. deveria tomar para si o dever de determinar o cálculo do valor das ações para fins de reembolso, estabelecendo expressamente o critério de avaliação, e não deixar isso para a liberdade das partes.

Existem direitos que não deveriam estar expostos à liberdade contratual, isto é, não devem ser negociados e expostos a precificação, tratando-se de “leis de ordem pública” que não podem ser derogadas pela vontade das partes.

Ana Prata, na obra *A tutela Constitucional da Autonomia Privada*<sup>241</sup> dá especial destaque à maneira como essa interferência do Estado pode se dar e explica onde acordos privados encontram espaço dentro do Direito.

A autora explica que o Estado apenas garante os acordos que obedecem às suas leis de ordem pública. Caso contrário, considera-os ilegais e nega-lhes eficácia. Assim, ela diz que a vontade das partes, por si só, não possui o condão de gerar eficácia; isso apenas se alcança com a mediação da lei<sup>242</sup>. Dessa forma, o Estado provê ou nega eficácia a determinada manifestação de vontade conforme seus parâmetros.

O direito de recesso é um remédio jurídico de proteção ao acionista minoritário contra o poder de decisão dos controladores. Deixar para a liberdade das partes a definição do valor do recesso permite que os controladores maximizem sua posição e prevejam o método de cálculo mais favorável para si, deixando os direitos dos minoritários de lado. E a Lei das S.A. permite que isso aconteça.

Como já se expôs, a redação em vigor do cálculo do reembolso permite que as partes escolham o critério de cálculo para um direito que é essencial, cuja função deveria ser de “curar” um problema. Contudo a relação no direito societário é desigual por definição. Levando em consideração que o princípio da maioria impera no direito empresarial, não há realmente negociação do valor de recesso, há imposição.

Dessa forma, é seguro concluir que o valor de recesso deveria ser previsto como lei de ordem pública e não estar disponível a negociação. A falha na lei está em permitir que os controladores detenham o poder de *decidir* o método de cálculo a ser aplicado.

---

<sup>241</sup> PRATA, Ana, **A tutela Constitucional da Autonomia Privada**. Reimpressão da edição de março de 1982. Coimbra: Edições Almedina S.A., 2007.

<sup>242</sup> No mesmo sentido: AZEVEDO, Antônio Junqueira de. **Negócio Jurídico: Existência, Validade e Eficácia**. 7. ed. São Paulo: Saraiva, 2010.

Entende-se, ainda, que o critério adotado pelo artigo 45 da Lei das S.A. obscurece a intenção da lei. Enquanto cria um direito necessário, permite que a compensação seja ínfima. Nesse cenário, é pouco provável que o acionista dissidente seja efetivamente reembolsado de seu investimento.

Dessa forma, se o valor que irá receber não fizer diferença para a companhia, será um direito virtualmente inútil. Rompe o vínculo societário, mas a grandes custos para o minoritário, o qual ganha, mas não leva. Assim, não é aceitável que o legislador possa permitir um direito “pela metade”.

Em guisa de conclusão, cabe ainda discutir uma possível explicação para o fato de que poucas companhias fazem menção ao valor de reembolso em seus estatutos sociais. Isso é um ponto importante na presente discussão porque evidencia que, a despeito de a liberdade contratual de eleger um método de cálculo, as companhias não o fazem.

Uma hipótese cabível para responder essa questão é que as companhias não adotaram o valor econômico para o reembolso em seus estatutos por saberem que esse critério de cálculo frequentemente resulta em valores mais altos que o patrimônio líquido, a preço histórico ou de mercado. Isso seria uma justificativa cabível para os números encontrados por Marangoni<sup>243</sup>.

A liberdade contratual não é, por definição, a melhor configuração para todos os dispositivos legais, principalmente quando se trata de proteção do acionista minoritário. Afinal, os investidores precisam sentir que seus patrimônios estão seguros e que a lei não permite que sejam ludibriados. O caminho para um mercado em funcionamento ótimo precisa de regulamentação para inspirar confiança, ou os investidores simplesmente não “apostarão” nele e a concorrência entre as companhias não gerará o melhor serviço.

Com isso em mente, não é coerente que a parte essencial do mecanismo de proteção do acionista minoritário seja determinada pelos controladores da companhia. Acredita-se que, diante de uma operação, os controladores querem maximizar a sua posição na companhia e, não necessariamente, a dos acionistas minoritários, de maneira que não terão interesse em proteger seus investimentos.

---

<sup>243</sup> MARANGONI, 2016, op. cit.,

Além disso, há outro efeito de se permitir a liberdade contratual na escolha do critério de cálculo: criaria a necessidade de o investidor checar o estatuto social da companhia, em vez de confiar em um método de proteção geral. A dinamicidade na hora de realizar o investimento é algo que afeta diretamente o fluxo do mercado e, quanto mais seguro o investidor se sentir, menos receoso ficará em participar.

Por essas razões, considera-se que a escolha do critério de reembolso deveria seguir um procedimento inteiramente prescrito em lei e que seu devido cumprimento fosse matéria de ordem pública.

#### *5.2.1.2 O valor das ações não deve ser calculado com base em um só critério de avaliação*

A segunda mudança necessária é de que o critério de cálculo do valor das ações não deveria ser fixo. Em verdade, deveria ser possível individualizar o método de avaliação para cada caso.

Para justificar esse posicionamento, apresentam-se três argumentos em favor de adotar método flexível: (i) um método fixo não pode ter a pretensão de representar todos os perfis modernos de companhias (ii) porque impede o enriquecimento sem causa das partes envolvidas e (iii) porque ativa o potencial do recesso para diminuir custos de agência.

Para adentrar a discussão, é importante relembrar algumas premissas.

*Diferentes Perfis da Empresa. Primeiro*, tentou-se demonstrar que o mecanismo previsto na Lei das S.A. leva à conclusão lógica de que o critério patrimônio líquido proporcional é fixo. Não são apresentadas alternativas, procedimentos de cálculo ou oportunidades de contestação.

Observava-se que o patrimônio líquido é o critério enraizado na prática judicial e a interpretação mais comum do dispositivo legal. Boa parte da doutrina defende que esse método de cálculo é fixo.

Além disso, viu-se que não é comum encontrar um estatuto social que possua disposições sobre recesso. Menor ainda é o número que possui alguma menção ao critério de cálculo do valor das ações para fins de reembolso.

Assim, juntando-se esses dois fatores – a redação omissa e o silêncio dos estatutos sociais –, as companhias e a prática judicial adotam o patrimônio líquido como se fosse fixo. Raramente o reembolso é calculado por qualquer outro critério de avaliação.

Esse cenário apresenta desvantagens para o acionista minoritário como, por exemplo, a inexistência de espaço para contestação dos valores e a inviabilidade do recesso. Bem verdade que os acionistas podem pedir um balanço especial, contudo não podem propor a consideração de outro critério de cálculo.

Quando inconformados, recorrem ao judiciário diretamente, porém sem muita chance de conseguir um valor justo, posto que os tribunais também eram partidários de que a utilização do patrimônio líquido era justa e seguia a vontade da Lei das S.A. Até recentemente, tratava-se de uma ação proposta com quase nenhuma possibilidade de sucesso.

O caso em que isso não ocorreu, proferido no Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro e confirmado pelo Superior Tribunal de Justiça, trouxe à tona a discussão do critério de cálculo e do real significado do art. 45 da Lei das S.A. Viu-se que havia espaço para interpretação contrária. Porém não há previsão de que se torne a nova interpretação majoritária.

Parte-se dessas premissas para discutir a pertinência de haver um critério de cálculo apenas fixo na Lei das S.A. Seria essa afinal a melhor configuração que a lei pode ter sobre o assunto?

Com base no estudado, entende-se que não. As companhias brasileiras são diversas entre si. Algumas possuem custo de produção mais alto, que demanda maquinário e mão de obra. Outras apostam no capital intelectual e na tecnologia, sobrevivem de ideias e não acumulam ativos. Isso leva à pergunta: seria razoável utilizar os mesmos referenciais para determinar um “valor” para companhias de perfis tão diferentes? Viu-se que não, pois os resultados seriam discrepantes e incompatíveis com a realidade de cada empreendimento.

A contabilidade oferece vários critérios para estimar o valor de uma companhia. O perito ou a companhia especializada está equipada para fornecer *perspectivas*. É essencial compreender que o uso primário desses valores é auxiliar na criação de estratégias da gestão. Um demonstrativo pode fornecer um referencial sobre desempenho, sobre alocação de investimento, e todos os métodos de cálculo disponíveis traduzem um

“valor da companhia”. Nenhum desses métodos foi desenvolvido prioritariamente para atender fins legais, de maneira que nenhum deles tem a pretensão de ser “justo”, apenas preciso o suficiente para ajudar na gestão da companhia.

Porém, para calcular o valor a ser reembolsado, ao que antes era um referencial para inspirar estratégias agora será atribuído um valor jurídico. Uma dessas perspectivas será escolhida para ser o valor “real”, ou “justo”, ou “presente”. Enfim, a lei operacionaliza esses critérios de avaliação para atingir seus próprios fins.

Diante disso, defende-se que deveria haver um leque de critérios, dentre os quais um pudesse ser escolhido para fins de reembolso, respeitando as particularidades do perfil da companhia, ou que se deveriam combinar diferentes critérios, atribuindo-se pesos diferentes.

O cenário de receber obrigatoriamente o valor patrimonial por suas ações não é razoável. Pode-se argumentar que ele é previsível e fácil de calcular. Contudo esse é um argumento meramente pragmático e, desacompanhado de qualquer demonstração de que é justo ou melhora o mercado, não merece prosperar. Escolher esse método por sua agilidade é optar por um benefício acessório, em vez de priorizar o bom funcionamento do mercado.

Observe-se que não se está afirmando que o patrimônio líquido contábil é um critério que jamais será justo. Ele pode ser a melhor evidência de valor justo em determinado momento. O que se quer destacar é que a circunstância do recesso (o perfil da empresa, seu momento no mercado, a velocidade com que produz lucro) deve ser levada em consideração para que o critério de avaliação seja escolhido, e não que o critério seja fixo e aplicado indistintamente. O que se faz atualmente é estabelecer, por mera convenção, que o patrimônio líquido seria a melhor representação da companhia e viu-se que isso não é bem verdade.

*Enriquecimento sem causa.* A **segunda razão** a se defender é que ter um método de cálculo fixo gera a possibilidade de enriquecimento sem causa a uma das partes. Orlando Gomes explica que, para que se configure a espécie, é necessário observar três elementos: (i) o enriquecimento de alguém, (ii) o empobrecimento de outrem, (iii) o nexo de causalidade entre o enriquecimento e o empobrecimento e (iv) a falta de causa ou justa causa.

O *enriquecimento* compreende todo aumento patrimonial e todo prejuízo que se evite. O *empobrecimento*, toda diminuição efetiva do patrimônio ou a frustração da vantagem legítima. Entre o *enriquecimento* de um e o *empobrecimento* do outro, deve haver um vínculo de *conexão*, de modo que o primeiro enriqueça a *expensas* do segundo. Esse *nexo de causalidade*, através do qual se verifica que a *causa* do enriquecimento de um é o *empobrecimento* do outro, manifesta-se nos casos em que há o deslocamento de um bem do patrimônio deste para aquele<sup>244</sup>.

Ora, no recesso há causa legal para que o “valor da ação” seja reembolsado ao acionista minoritário, consubstanciada no art. 45, *caput*, contudo não há causa para que a companhia ou o acionista tenha que suportar a saída por um valor desproporcional.

Propõe-se que a diferença entre um valor fixo e um escolhido com raciocínio adequado seja vista como enriquecimento sem causa. Essa razão pode pender para um lado ou para o outro, beneficiando ora o minoritário, ora a companhia.

Expandindo esse raciocínio, é possível afirmar que fixar o valor equivale a tornar o preço justo uma eventualidade, um fato de sorte. Não há como relacionar a pluralidade de perfis com a fixação de um critério para, em seguida, taxá-lo de justo.

Esse raciocínio não é novidade no direito brasileiro, ele só não é aplicado ao direito de recesso na sociedade anônima. No fechamento de capital, o raciocínio do preço justo e da oportunidade de contestação é uma realidade. É ilógico que o direito de recesso seja tratado de forma diferente.

Poder-se-ia argumentar que, em verdade, o método fixo, o patrimônio líquido contábil que é o problema. Na maior parte dos laudos estudados, ele era pelo menos três vezes menos que o fluxo de caixa descontado e ao acionista dissidente foi reembolsado um valor simbólico. Porém o argumento também é válido para a fixação de qualquer outro critério.

Recorda-se o formato atualmente adotado na Itália. O critério adotado é fixo em valor de mercado para companhias abertas. Isso produz facilidades: as companhias já sabem aplicá-lo, os avaliadores já sabem aplicá-lo. Contudo os comentadores italianos explicam que, mesmo havendo um piso para o cálculo, a fixação do valor força os acionistas a avaliarem a conveniência do momento da operação<sup>245</sup>. Isto é, uma companhia

---

<sup>244</sup> GOMES, Orlando. **Obrigações**. 16. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2004. p. 42.

<sup>245</sup> VENTORUZZO, 2007, op. cit. p. 47-75.

pode esperar um período de baixa avaliação no mercado para anunciar a operação da qual cabe recesso.

*Custos de Agência.* A **terceira razão** que se destaca é que a adaptabilidade do cálculo ao perfil da empresa cria a possibilidade para que ele diminua custos de agência. Custos de agência é a expressão que se refere ao dispêndio necessário para manter os interesses dos acionistas minoritários e os majoritários alinhados. É o valor que se paga pelos mecanismos de vigilância e transparência.

As hipóteses de recesso surgem em momentos de particular discordância entre esses dois grupos. Assim, a legislação ideal sobre o recesso produziria o efeito de motivar os controladores a agir também no interesse dos minoritários, para que estes tenham interesse em permanecer da companhia.

Afinal, o art. 153 da Lei das S.A. exige que os acionistas ajam no “interesse da companhia”. Por mais que haja debate sobre o preciso significado dessa expressão, é certo que ela não é sinônimo de “interesse do acionista minoritário”. O recesso é uma disposição legal que protege especificamente os interesses dos acionistas minoritários, o seu propósito é proteger o investimento. Bem verdade que a manutenção da existência da companhia pode exigir medidas mais drásticas e operações complexas, o que pode não estar alinhado com as vontades do acionista minoritário, porém isso não é um fundamento válido para deixar de buscar o melhor negócio possível e convencer os minoritários a permanecer na companhia.

Como comentado anteriormente, o recesso é incapaz de alinhar os interesses dos controladores e dos acionistas minoritários quando o valor de reembolso é irrisório. Toda a construção teórica que justifica sua existência não é consumada quando o reembolso é feito a valor simbólico. Assim, para que o recesso resolva problemas de agência e motive o cumprimento dos deveres fiduciários, é essencial que o valor de reembolso seja justo para o contexto daquela companhia. Isso gera para o controlador o incentivo de apresentar propostas à assembleia geral que beneficiem a companhia como um todo, sob a ameaça de que tenha que arcar com a saída de um minoritário.

Para efeito de comparação, considere outra oportunidade de saída, o fechamento de capital. Nele, os acionistas minoritários têm poder de barganha especificamente porque a Lei das S.A. exige que o valor seja justo e indica uma série de critérios de cálculo, permitindo ainda que eles sejam combinados entre si.



Assim, tendo em vista os fatores acima explicados, relativos à ineficácia de estabelecer apenas um critério fixo, bem como de evitar enriquecimento sem causa e custos de agência, faz-se necessário modificar a disposição legal para que o direito de recesso não seja risível aos controladores.

### *5.2.1.3 Oportunidade de contestação do acionista minoritário*

A terceira modificação que se jugou necessária foi a criação de uma oportunidade para o acionista minoritário de questionar o critério de cálculo utilizado para determinar o reembolso.

A Lei das S.A. hoje proporciona que o acionista solicite um balanço especial, atualizado para a data do pedido de recesso. Contudo percebe-se que a atualização não é dos valores dos bens, mas a inclusão de uma eventual aquisição ou desconsideração de um determinado passivo. O critério de cálculo é patrimônio líquido contábil (pelo valor de entrada do bem). A diferença entre o último balanço apresentado e o proporcionado pelo parágrafo primeiro não deve ser muito grande, a não ser por motivos muito circunstanciais.

Note que não há opções para o acionista. Ele só pode pedir uma atualização para corresponder ao patrimônio atual. Imagina-se que os efeitos de incluir uma oportunidade de contestar o valor do reembolso é criar contraditório e legitimidade para o critério final. O argumento a se defender é que o dissidente deve ter a oportunidade de se opor ao critério de cálculo.

Hoje, o acionista que se opõe ou não se manifesta na assembleia geral dispõe de duas opções: pode continuar na companhia, aceitando as novas condições, ou pode aceitar o valor ofertado para recesso, o qual é naturalmente apresentado em patrimônio líquido contábil na convocação para a assembleia. Destaca-se que acionista minoritário não tem qualquer gerência sobre alternativas, não há oportunidade para questioná-las, exceto se recorrer ao judiciário.

Nesse cenário, o acionista fica encurralado. Essas alternativas são muito limitadas e, como demonstrado no item anterior, colocam o acionista minoritário em desvantagem frente aos acionistas controladores.

Dessa forma, criar uma possibilidade de questionar o critério aplicado inclui o minoritário no processo de reembolso e cria a possibilidade de modificar uma das opções a seu alcance e aproxima a situação do valor justo.

### 5.2.2 O que deve permanecer

#### 5.2.2.1 Impedimento à indústria do recesso

Como visto, a expressão *indústria do recesso* é o nome que se dá ao efeito de permitir que o recesso seja exercido por acionistas que compraram ações após o anúncio da operação. Isto é, que não precisem comprovar que já eram acionistas ao tempo da convocação da qual cabe recesso.

Na legislação americana, isso é possível. Contudo, pelo fato de que o valor do reembolso pode ser contestado em juízo como base no raciocínio de “*fair value*”, os dissidentes, por vezes, conseguem sair da companhia com saldo positivo. Essa é a estratégia de alguns fundos de investimento de risco.

Existem autores que são a favor da existência desse fenômeno. Korsmo e Meyers<sup>246</sup> explicam que alguns fundos de investimento agressivos desenvolveram a estratégia de encontrar uma operação prejudicial para minoritários, comprar ações, e levar a “injustiça” para os tribunais. Assim, esses grupos têm por alvo operações especialmente desvantajosas para acionistas minoritários, posto que certamente serão recalculadas pelos tribunais. Dessa forma, os investidores forçam novo cálculo para as ações subavaliadas. Os autores defendem que essa estratégia seria benéfica para acionistas minoritários, pois eles não têm incentivos para exercer o recesso, já que é “pouca justiça, por um valor muito alto”. Por outro lado, um fundo de investimento e um escritório especializado em *appraisal* podem bancar esse litígio, e desvendar o valor das ações.

A vantagem para os acionistas minoritários seria que a mera existência do processo poderia resolver problemas de agência entre controladores e minoritários. Isto

---

<sup>246</sup> “The potentially positive role for appraisal is relatively straightforward. Just as the market for corporate control can serve as a check on agency costs from managerial shirking, appraisal rights can serve as a back-end check on abuses by corporate managers, controlling shareholders, or other insiders in merger transactions.” KORSMO; MYERS. 2018, p. 1593.

é, a ameaça de que uma operação poderá ser alvo de estratégia de investimento faria com que a gestão da companhia se esforçasse para negociar uma operação de forma justa para todos os acionistas. Afinal, uma operação vantajosa para os minoritários na qual o valor ofertado para reembolso de acionista dissidente foi justo, em tese, não se encaixaria na estratégia dos fundos.

Além disso, o resultado da ação poderia evidenciar falhas no procedimento adotado para descobrir o valor da companhia na própria operação. *Appraisal* é uma ação para questionar o valor oferecido para fim de reembolso. Caso um desses fundos entre com a ação, o real valor da companhia – ao qual os dissidentes têm direito por lei – pode ser descoberto. Assim, a decisão pode até ser usada como prova do cálculo injusto.

Porém discorda-se desse posicionamento. Por mais que esses argumentos sejam intrigantes, não justificam a existência da indústria. Em primeiro lugar, a proposta usurpa completamente o desenho do direito de recesso. Sua existência se justifica na oportunidade de saída de um acionista minoritário que não votou a favor de uma operação ou se absteve e não quer assumir o risco da modificação no estatuto social. Não é uma oportunidade de lucrar. E a estratégia dos fundos de investimento americanos é especificamente essa, lucrar.

Em segundo lugar, os problemas de agência que a indústria pretende resolver não são um mecanismo seguro para o minoritário. Este, ainda assim, dependeria de um “mercado de recesso”. Isto é, para que houvesse uma pressão adicional sobre os acionistas controladores de apresentarem boas propostas para os minoritários de modo a não atrair oportunistas, seria necessário que esse perigo fosse notório, isto é, que houvesse um bom número de fundos adotando essa estratégia que é exposta a muito risco.

Cabe destacar que este ponto é sobre a escolha de um modelo de regulamentação promovido pelo mercado e outro promovido pela legislação. No artigo em análise, Korsmo e Meyers defendem a regulamentação do mercado pelos incentivos que ele oferece a seus participantes. Contudo discorda-se dessa perspectiva também.

Reitera-se, o recesso deve ser uma segurança para o acionista minoritário e, já que foi instituído, que seu funcionamento seja útil por definição e que não dependa da vontade de indivíduos terceiros a relação companhia/acionista dissidente.

Assim, conclui-se que a solução brasileira de não permitir o recesso para acionistas que compraram as ações entre o anúncio e a realização da assembleia geral é a

ideal para garantir a preservação do investimento do acionista minoritário e o cumprimento dos deveres de agência.

#### *5.2.2.2 Comunicação do valor na convocação da Assembleia Geral*

Antes de adentrar o assunto, é necessário um breve esclarecimento: a facilidade e a agilidade em auferir o valor das ações favorecem o patrimônio líquido contábil como critério de cálculo para o reembolso. De fato, é fácil e rápido auferir o valor das ações pelo último balanço contábil. Basta somar o valor contábil dos ativos, subtrair dos passivos e dividir pelo número total de ações. Por conta disso, há uma vantagem logística em ter o valor tão rápido: o acionista sabe quanto vai receber e usa essa informação para tomar sua decisão de sair<sup>247</sup>. Caso o método de cálculo fosse outro mais difícil de se auferir, o minoritário teria que decidir sem ter uma noção de quanto receberá.

Não se nega que esse raciocínio é válido, o que nos leva ao tema deste subitem: a obrigação de mencionar o valor que será ofertado a título de reembolso.

Pela Lei das S.A. não há nenhuma obrigação de se informar previamente o valor de reembolso aos acionistas. Entretanto, conforme artigo 225 da Lei das S.A., quando ocorre fusão, incorporação, cisão e incorporação de ações, existe uma obrigação de se informar o valor de reembolso na justificativa a ser aprovada pelos acionistas no momento da assembleia geral. No que se refere às companhias abertas, a Instrução CVM nº 481, em seu artigo 20, já estabelece a obrigatoriedade de divulgação, no momento da convocação, quando a assembleia tiver por objeto deliberação que enseje o direito de recesso, do valor do reembolso por ação ou, caso não seja possível determiná-lo previamente, da estimativa da administração acerca desse valor.

Assim, a dificuldade não seria o anúncio do valor a ser reembolsado, mas o custo para auferi-lo, assunto que será abordado mais adiante. Entretanto, mesmo que seja pelo

---

<sup>247</sup> “De fato, em que pesem as regras procedimentais dos parágrafos 3º e 4º, objetivando evitar fraudes e manipulações, o critério do valor econômico da companhia sempre trará incerteza e inquietude para o dissidente, a respeito do valor de reembolso, o que acabará por inibi-lo em retirar-se da sociedade. Como bem observou Carvalhosa, ‘o parâmetro do patrimônio líquido, de fácil aferição, era, com efeito, elemento fundamental da decisão de retirar-se. Agora, ao fazê-lo o dissidente, ficará a mercê da apuração, com forte conotação subjetiva, do valor econômico de suas ações, inapelavelmente constante do laudo dos auditores’”. LUCENA, 2009, op. cit., p. 462.

valor justo, deve ser mantida a obrigação de comunicar o valor na convocação da assembleia geral.

### 5.2.3 Falácia do Nirvana

Uma falácia é um argumento cuja coerência é defeituosa, isto é, a relação entre as premissas que o constituem não é alinhada de forma lógica. Às vezes, uma falácia é tão sutil que tem aparência de verdade, portanto é necessário prestar atenção e dissecar o raciocínio para perceber que ela está lá.

Os autores Mitts e Macey, em seu artigo em defesa do valor de mercado como melhor método para calcular o valor das ações no recesso, mencionam a falácia do Nirvana, também conhecida como falácia da solução perfeita. Nas palavras dos autores:

A falácia do Nirvana mostra que os formuladores de políticas não devem rejeitar uma opção de política específica apenas com base no fato de que a opção de política é falha ou se compara desfavoravelmente com alguma alternativa desarticulada e idealizada do mundo real. Em seus termos mais simples, aqueles que sucumbem à falácia do Nirvana acreditam que a grama é sempre mais verde do outro lado<sup>248</sup>. (Tradução livre)

Em essência, comete-se a falácia do Nirvana quando se compara uma solução realista para um dado problema com uma idealizada e descarta-se a solução realista, pois não equivale a um “mundo perfeito”, isto é, argumentar pelo abandono da melhor solução simplesmente porque ela possui falhas, ignorando o fato de que a solução de “mundo perfeito” é impossível de ser alcançada.

Daniel Fischel também usou a expressão para contestar críticos ao livre mercado, afirmando que ele não deveria ser alvo de tanta desconfiança porque, eventualmente, ele está afetado de alguma forma e, pior que ele, é exigir a existência de regulação onde ela não é necessária e sua presença apenas prejudicará o funcionamento do mercado. Em suas palavras:

---

<sup>248</sup> Texto original: “The Nirvana fallacy shows that policymakers should not reject a particular policy option merely on the grounds that the policy option is flawed, or that it compares unfavorably to some unarticulated, idealized real-world alternative. Put in its most simple terms, those who succumb to the Nirvana fallacy believe that the grass is always greener on the other side”. MACEY; MITTS, 2018, op. cit., p. 4.

Até agora, argumentei que não existem evidências de que haja um problema que precise de reforma. Mas, mesmo que algum problema pudesse ser demonstrado, uma reforma não seria necessariamente desejável. **Aqueles que pretendem descobrir discrepâncias entre uma norma ideal e os arranjos institucionais imperfeitos existentes e depois concluem que os arranjos existentes devem ser deslocados, cometem a falácia do nirvana bem conhecida na literatura econômica.**

A comparação pertinente ao caso não é entre o ideal e o real, mas entre diferentes arranjos institucionais. Assim, não se pode concluir que a regulamentação seja superior à operação dos mercados, porque os mercados são imperfeitos; a regulamentação pode ser e, na maioria dos casos, provavelmente é mais imperfeita. Da mesma forma, é uma forma da falácia do nirvana concluir que a estrutura das companhias ou a lei das companhias devem ser alteradas porque os arranjos institucionais existentes são imperfeitos. A comparação adequada é entre os custos e benefícios dos acordos existentes e as alternativas propostas. Como as empresas são produtos de acordos contratuais voluntários, existe uma forte presunção, conforme discutido mais detalhadamente nas seções seguintes, a favor da superioridade dos acordos existentes.<sup>249</sup> (tradução livre) (grifo nosso)

Expandindo um pouco esse raciocínio, é justo concluir este item afirmando que não há legislação perfeita. É improvável que uma lei possa ser cunhada de modo a produzir justiça toda vez que for aplicada. O que realmente se pode fazer é produzir uma norma razoável e que considere o conhecimento acumulado sobre o assunto e permita a adaptação ao caso concreto. Assim, as sugestões de modificação feitas aqui podem não corresponder ao ideal em todos os contextos de recesso, mas modificariam a lei de forma que ela estivesse apta a ser justa na maioria dos casos. A proposta é aumentar a efetividade da aplicação da lei.

---

<sup>249</sup> “Thus far I have argued that no evidence exists of any problem in need of reform. But even if some problem could be demonstrated, it would not necessarily follow that reform is desirable. Those who purport to discover discrepancies between an ideal norm and existing imperfect institutional arrangements and then conclude that existing arrangements should be displaced, commit the nirvana fallacy well known in economic literature. The relevant comparison is not between the ideal and the real, but between different institutional arrangements. Thus one cannot conclude that regulation is superior to the operation of markets because markets are imperfect-regulation may be, and in most cases is likely to be, more imperfect. Similarly, it is a form of the nirvana fallacy to conclude that the structure of corporations or corporation law should be changed because existing institutional arrangements are imperfect. The proper comparison is between the costs and benefits of existing arrangements and the alternatives being proposed. Since corporations are products of voluntary contractual agreements, a strong presumption, as discussed more fully in following sections, exists in favor of the superiority of existing arrangements”. FISCHER, Daniel R. **The Corporate Governance Movement**, *Vanderbilt Law Review*, v. 35, n. 6., 1982, p. 1272.

Hoje, ela é necessariamente desproporcional e injusta, como defendido acima. As modificações sugeridas teriam o condão de permitir que a lei alcançasse objetivo para o qual o recesso foi criado.

### **5.3 O ATUAL PROJETO DE LEI SOBRE VALOR DO RECESSO**

#### *5.3.1 O projeto de Lei nº 4277/2019*

Antes de estudar quais seriam os contornos ideais do recesso, é pertinente analisar o projeto de lei em tramitação.

Em 06 de agosto de 2019, o Projeto de Lei nº 4277/2019 foi apresentado à Câmara dos Deputados para alterar a Lei nº 6.404 (Lei das S.A.) nos artigos 45 e 137. Como esses artigos são diretamente conectados ao tema deste trabalho, é pertinente que seja analisado antes de propor contornos ideais para o recesso.

Concluiu-se que a proposta legislativa não é suficiente para sanar as falhas apontadas no regime de recesso de acionista no Brasil, pois não aborda as encontradas no presente trabalho.

Na justificativa do projeto de lei, apreende-se que seu propósito é aumentar a participação dos acionistas minoritários no processo de contratação dos avaliadores encarregados de estabelecer o valor do reembolso para casos em que o estatuto social determine que a avaliação da ação para efeito de reembolso:

Ainda que a Lei das Sociedades Anônimas determine que seja incumbência do conselho de administração ou da diretoria a apresentação da lista de peritos e empresas a serem escolhidos em assembleia geral para a avaliação das ações dos acionistas dissidentes, observa-se que não está prevista adequada participação dos acionistas minoritários nesse processo. É por esse motivo que o presente projeto propõe que os acionistas minoritários também possam elaborar sua própria lista de peritos e empresas especializadas para a realização da avaliação do valor das ações, e que essa lista também seja submetida à apreciação da assembleia<sup>250</sup>.

---

<sup>250</sup> BRASIL. Projeto de Lei nº 4277/2019. Disponível em: <<https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2213797>>. Acesso em: 21 jan. 2020.

Assim, a ideia do projeto é aumentar a participação do acionista minoritário no processo de cálculo do reembolso. As modificações para o art. 45 estão concentradas no § 4º, o qual trata da seleção do perito ou empresa especializada que fará a avaliação para fins de reembolso. O projeto de lei sugere que, em vez de uma, sejam contempladas duas listas: uma proposta pela administração da companhia e outra pelos acionistas minoritários. As listas serão tríplexes se forem para a contratação de uma empresa especializada e sêxtuplas, para peritos.

Art. 45. § 4º Os peritos ou empresa especializada serão indicados, respectivamente, em duas listas sêxtuplas ou duas listas tríplexes, sendo a escolha efetuada em assembleia geral em deliberação tomada por maioria absoluta de votos, não se computando os votos em branco, cabendo a cada ação, independentemente de sua espécie ou classe, o direito a um voto, sendo que: I - uma lista sêxtupla, no caso da indicação de peritos, ou tríplex, no caso da indicação da empresa especializada, será apresentada pelo Conselho de Administração ou, se não houver, pela diretoria; e II - uma lista sêxtupla, no caso da indicação de peritos, ou tríplex, no caso da indicação da empresa especializada, será apresentada pelos acionistas minoritários, sendo permitida a coincidência de indicações com a lista de que trata o inciso I.

§ 4º-A. Tanto os acionistas dissidentes como os acionistas minoritários têm o direito de contratar assistente técnico que poderá: I - acompanhar os trabalhos dos peritos ou da empresa especializada para a avaliação da ação para efeito de reembolso; II - formular quesitos, sugestões e solicitações que devem ser pormenorizadamente respondidas por escrito pelos peritos ou pela empresa especializada antes do término da avaliação; e III - em até 15 dias após a divulgação do laudo da avaliação, apresentar contestação, a qual deve ser respondida pormenorizadamente por escrito em até 15 dias pelos peritos ou pela empresa especializada, os quais poderão alterar a avaliação anteriormente apresentada.

O projeto ainda prevê que acionistas minoritários, mesmo que dissidentes, poderão contratar assistente técnico para acompanhar a avaliação da companhia e formular questionamentos a serem respondidos pelos avaliadores.

Algo interessante é que esses assistentes poderão, no prazo de 15 dias da divulgação do laudo de avaliação, apresentar contestação. Concede-se que este é um dos pontos levantados no trabalho, contudo a oportunidade de contestação permanece no âmbito técnico. Não é possível questionar o critério de avaliação, ou seja, a medida



proposta apenas leva a avaliação ao seu máximo de especificidade, enquanto ainda utiliza um critério de cálculo incompatível com a realidade da companhia.

Já no art. 137, supõe-se que o autor do projeto queria propor o aumento do prazo para reclamar o reembolso de 30 para 90 dias.

Assim, observa-se que o projeto tem por meta fazer modificações pontuais no processo de avaliação da companhia, mas não no recesso em si. Ele apenas aumenta a participação dos acionistas minoritários no processo de cálculo do recesso. Não há qualquer menção a alterações no método de cálculo, principalmente quando o estatuto social é omissivo.

Além de possuir uma temática diferente das críticas apresentadas, não há evidência de que essas modificações tornariam o procedimento mais equitativo. Segundo o Projeto de Lei, os acionistas terão maior participação na escolha da companhia especializada ou do perito, mas, em termos de o recesso consistir no pagamento do valor real da ação, o projeto não aparenta contribuir com proteção ao acionista minoritário.

#### **5.4 PROPOSTA DE ALTERAÇÃO**

Propõe-se que seja adotado, para o reembolso, o método de escolha do critério e processo de questionamento aplicado ao cancelamento de registro, previsto no art. 4º, § 4º, da Lei nº 6.404/76.

Antes de explicar por que essa seria a melhor solução, cabe descrever como funciona e suas nuances, que a tornam particularmente apta para representar o recesso.

Assim, o presente item é dividido em quatro partes: (i) uma breve descrição do regime do cancelamento de registro; (ii) as definições disponíveis da expressão “preço justo”, a qual está prevista explicitamente na legislação; (iii) finalmente, as razões pelas quais o sistema do fechamento de capital deve ser estendido ao recesso e, por fim, (iv) possíveis críticas que podem ser feitas a essa proposta.

##### *5.4.1 O procedimento do cancelamento de registro do art. 4º e art. 4º-A*

O cancelamento de registro, ou fechamento de capital, é o procedimento que se destina a transformar uma companhia aberta em fechada, para que suas ações não sejam mais negociadas na bolsa. Tendo em vista que é uma mudança substancial na dinâmica de funcionamento da companhia, é oferecida ao acionista minoritário a oportunidade de sair da companhia por meio de uma OPA (Oferta Pública de Aquisição).

Aqui, como no recesso, trata-se de uma oportunidade de saída, na qual a companhia compra as ações dos acionistas minoritários. Este pode não aceitar a oferta da companhia e permanecer acionista da companhia, mesmo fechada.

Contudo, mesmo os institutos sendo semelhantes, a Lei das S.A. os trata de forma completamente diferente no que tange ao cálculo do valor das ações. Ela determina que a companhia deve oferecer um “preço justo”, cujo cálculo é feito por uma empresa especializada e é detalhadamente regulamentado pela própria lei e pela Instrução CVM nº 361.

A proposta de equiparar esses métodos de cálculo parte da semelhança das circunstâncias dos dois institutos. É central para a proposta que se compreenda que, por conta das circunstâncias da OPA e do recesso, não há possibilidade de haver uma negociação equilibrada do preço das ações. Não há paridade de barganha entre os participantes. Ciente disso, o legislador adotou um referencial externo para estimar o preço das ações na OPA, mas não no recesso.

Ser acionista minoritário em uma companhia fechada, da qual é difícil sair, é desconfortante e desvantajoso. Assim, anunciada a Oferta de Aquisição, o acionista minoritário terá interesse em vender, sob pena de ficar com seu investimento emperrado em uma companhia fechada. Vê-se, portanto, que as partes não estão envolvidas em uma negociação igualitária. Suas posições no cenário são bem diferentes: a companhia tem o dever legal de oferecer a compra das ações em circulação no mercado para tornar-se fechada, e o minoritário tem interesse em vender, ele não tem escolha senão aceitar o preço ofertado pela companhia. Caso não haja interferência legal, os controladores estariam na posição perfeita para oferecer um preço desvantajoso.

Diante disso, a lei chama um terceiro para avaliar o valor justo das ações. O art. 4º, § 4º, determina que a companhia seja avaliada por uma entidade terceira. Aliada a este, a Instrução CVM nº 361 regulamenta que uma empresa especializada em avaliação de companhias deve ser contratada para sugerir um valor para as ações.

Dessa forma, o papel da empresa especializada é suplantar a ausência de um ambiente de concorrência. Assim, a companhia anuncia o fechamento de capital juntamente com o “preço justo” que é calculado por meio dessa avaliação.

Vale destacar que a Lei das S.A. ainda menciona os métodos de cálculo que devem constar no laudo de avaliação e a Instrução 361 da CVM detalha como cada um deles deve ser aplicado e quais informações devem constar do laudo de avaliação. Assim, as empresas especializadas arrolam os diferentes valores e seus resultados, para, ao final, sugerir o maior, ou o mais razoável, e apresentar os motivos que inspiraram a escolha.

Destaca-se: o laudo contém um leque de métodos de cálculo, dentre os quais a empresa especialista sugere um como “justo”, isto é, ela indica um valor razoável pelo qual a ação poderia ser vendida e justifica sua escolha.

Algo interessante desse mecanismo de determinação do preço é que seu resultado pode ser questionado. Caso os acionistas minoritários encontrem falha ou imprecisão no emprego da metodologia de cálculo ou no critério de avaliação adotado no laudo, podem solicitar novo cálculo. O art. 4º-A da Lei das S.A., introduzido em 2001, cria a possibilidade de questionamento e destaca que, para solicitá-lo, o minoritário detentor de um mínimo de 10% das ações em circulação precisa apresentar uma justificativa para duvidar do resultado.

Uma vez apresentada a requisição por novo cálculo, uma assembleia geral especial de acionistas titulares das espécies e classes de ações em circulação afetadas é formada para deliberar sobre a contratação ou não de outra companhia para refazer o cálculo. Não participam dela o controlador, as pessoas vinculadas a ele ou a administração da companhia, de maneira que a decisão pela realização de novo cálculo é exclusivamente dos presentes que, por maioria absoluta dos votos, podem aprovar ou não nova avaliação da companhia.

Caso a pauta não seja provada, o curso do processo de registro ou da própria OPA seguirá normalmente. Contudo, caso seja aprovada a realização de nova assembleia, outro especialista ou empresa especializada será escolhida, a remuneração e o prazo serão estabelecidos.

Como regra, os custos da nova avaliação serão arcados pela companhia, contudo, caso o novo laudo apure valor igual ou inferior ao valor inicial da OPA, o curso do processo de registro ou da própria OPA será retomado, os acionistas minoritários que

requereram a realização da nova avaliação ou votaram a seu favor deverão ressarcir a companhia pelos custos incorridos, para que abusos sejam evitados<sup>251</sup>.

Se o novo laudo chegar a um valor superior ao valor inicial da OPA, o ofertante não poderá dar seguimento à oferta pelo valor inicial, mas poderá escolher entre prosseguir com a oferta pelo valor superior ou descontinua-la, pois o controlador e a companhia não são obrigados a aceitar o novo valor e podem não aceitar adquirir as ações por um valor mais alto.

Percebe-se, desde já, que o método de determinação do preço justo foi configurado para *equilibrar o risco a cada momento*: o controlador, ou a companhia, que arcam com o primeiro cálculo, tem interesse que este seja justo para os minoritários, sob pena de ter que arcar com o segundo; do outro lado, os minoritários que quiserem questionar o valor estimado têm que estar seguros de que o primeiro apresentado está equivocado, sob pena de ter que arcar com a contratação da segunda companhia. Tudo isso contribui para que o “preço justo” seja encontrado, pois nenhuma das partes terá interesse em assumir o risco se não houver uma chance real de sucesso.

Outra observação importante é que ele permite que o fechamento de capital seja resolvido *interna corporis*. Isto é, que os acionistas cheguem a uma solução entre si antes de fazer recurso a uma entidade terceira. A ação judicial é um recurso extraordinário e fica relegada a última instância.

Antes de explicar por que esse método seria o ideal para o recesso, cabe esclarecer as definições em voga para a expressão “preço justo” utilizada no texto.

#### 5.4.2 Definição da expressão “valor justo”

Para encontrar o “preço justo” mencionado no art. 4º, § 4º, da Lei das S.A., deve-se examinar a Instrução CVM nº 361, de 2002, que fornece as diretrizes de como indicar o preço a ser apresentado na oferta de aquisição.

---

<sup>251</sup> Norma Parente assinala que essa regra “pode vir a ser um elemento inibidor da solicitação [de revisão do preço], mas terá a missão de evitar abusos das minorias”, e a compara à regra do Código de Processo Civil, em que o vencido paga ao vencedor as despesas processuais. PARENTE, Norma. Principais inovações introduzidas pela lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, à lei de sociedades por ações. In: LOBO, Jorge (Coord.). Reforma da lei das sociedades anônimas – inovações e questões controvertidas da lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

A Instrução regulamenta especificamente as Ofertas Públicas de Aquisição de ações e, em seu anexo III, trata da maneira como o laudo deve ser preparado.

Entre especificações sobre como os cálculos devem ser feitos, o texto diz no anexo III, inciso II:

II - O laudo de avaliação da companhia objeto refletirá a opinião do avaliador quanto ao valor ou intervalo de valor razoável para o objeto da oferta na data de sua elaboração e deverá ser constituído de uma análise fundamentada de valor, nos termos estabelecidos neste Anexo, não devendo a referida opinião ser entendida como recomendação do preço da oferta, o qual deve ser determinado pelo ofertante.

Desse trecho da norma, pode-se entender que, por mais que o papel do laudo seja coletar informações, deve ainda processar valores por diferentes métodos de cálculo, apontar o mais razoável e dar justificativas para tal.

Assim, tem-se que não há uma fórmula única para a determinação do “preço justo”, mas que ele passa por um processo de legitimação: ele é calculado por um terceiro que não participa da operação e é escolhido, em última instância, pelas partes.

#### *5.4.3 Razões pelas quais o sistema do art. 4º, § 4º, deveria ser adotado para o recesso*

Partindo da conclusão de que o regime de avaliação das companhias para fins de reembolso precisa ser modificado, formulou-se a proposta de que o sistema de cálculo no cancelamento de registro seria a melhor alternativa. O propósito do presente subitem é justificar essa recomendação.

A primeira razão, e mais objetiva razão, é que o processo de cálculo do valor das ações já é conhecido. Esse argumento pode parecer um tanto trivial, contudo as implicações logísticas de uma modificação legislativa custam tempo, recursos e construção jurisprudencial. Pode-se desviar desse oneroso processo de adaptação por meio da adoção de um sistema já conhecido.

A segunda razão é que o sistema dos arts. 4º e 4º-A dá aos acionistas a oportunidade de resolver a questão entre si. No começo da elaboração do presente

trabalho, o sistema americano de cálculo do recesso parecia promissor, contudo ele enfrenta uma dificuldade que atrasa seu desenvolvimento enquanto instituto de proteção do acionista minoritário: o envolvimento do judiciário. É importante demonstrar por que isso seria uma desvantagem.

Invariavelmente, um processo judicial alonga e encarece o recesso. Afinal, ele está vinculado a vários princípios e normas procedimentais com prazos alargados que não satisfazem a necessidade de velocidade que o mercado pede. Ele também requer a apresentação de provas de demonstrativos de ambos os lados, às vezes do mesmo critério de cálculo. Sem falar na necessidade de contratar serviço especializado, que não é algo comum. É mais razoável que haja uma oportunidade de autocomposição antes de recorrer ao meio mais dispendioso e é justamente isso que o art. 4º-A oferece.

Em terceiro lugar, esse método é mais razoável. Defendeu-se, no presente trabalho, que o reembolso precisa ser modificado porque ele não funciona de maneira coerente. Em verdade, a forma como as ações são avaliadas aparenta ser um empecilho ao devido funcionamento do recesso; por não ser flexível, ele pode gerar lucro para o acionista ou para a companhia, a depender da situação; ele não protege o acionista por meio da criação de uma escolha (ficar ou sair da companhia), em verdade, ele prende o acionista na companhia, pois sair pelo patrimônio líquido quando a companhia vai bem é injusto.

Por outro lado, o sistema de compra das ações em circulação no cancelamento de registro pode não produzir resultados que satisfaçam a todos sempre, mas oferece mecanismos que o tornam justo. Observe os argumentos já apresentados:

Primeiro, é um processo do qual o minoritário participa. Já que o concerne diretamente, faz sentido que ele possa contestar de alguma maneira. Ele pode questionar o valor apresentado e, ainda, enquanto classe, impedir a operação por completo, dependendo do número de ações detidas.

Segundo, ele respeita o tempo de consideração dos acionistas, dado que anuncia ofertado por ação junto com a operação em si.

Trata-se, portanto, de um método razoável e bem pensado. Mas seria compatível como recesso? Segundo os estudos realizados, há razão para entender que sim.

Em primeiro lugar, a justificativa é a mesma tanto no fechamento como no recesso: a mudança das bases do investimento. No fechamento de capital, o acionista não

quer participar de uma companhia fechada; no recesso, o dissidente não quer participar de uma companhia diferente daquela na qual que investiu. Ou seja, em ambas as situações, os acionistas sairão da companhia com o valor das suas ações para evitar um cenário desvantajoso.

Em segundo lugar, esse método permite a comparação entre vários critérios de cálculo e a apresentação de justificativas para a escolha do mais razoável. Essa alternativa permite que o reembolso seja individualizado para cada cenário econômico e perfil de empresa.

Em terceiro lugar, o método adotado no fechamento de capital já é desenhado para balancear custos de agência. A cada etapa, as partes são apresentadas escolhas acompanhadas de consequências. O acionista minoritário pode questionar o valor apresentado, mas precisa comprar o risco de que o resultado venha menor. O controlador pode ofertar um valor pequeno pelas ações, mas precisa comprar o risco de ter que arcar com o valor de duas avaliações.

Assim conclui-se que o método de cálculo utilizado no cancelamento de registro não só resolveria satisfatoriamente os problemas apresentados pelo reembolso, como já é conhecido da prática empresarial e seria facilmente aplicado.

#### *5.4.4 Possíveis críticas*

Algumas críticas gerais já foram abordadas neste trabalho e não cabe aqui retomá-las, como a (i) questão da dificuldade de se alcançar a um valor justo; (ii) a necessidade de manter a flexibilidade das partes em estabelecer no seu próprio estatuto social o critério de avaliação que entendem razoável caso um acionista dissidente decida se retirar da companhia; (iii) o risco de descapitalização da empresa caso os acionistas decidam seguir em frente com a decisão.

Seguindo o raciocínio da escolha desse procedimento como sendo a melhor alternativa, cumpre discutir possíveis críticas que se poderia fazer a ele.

A primeira crítica possível refere-se à questão de saber o valor que a companhia ofertará em reembolso antes da Assembleia Geral, para que tenha tempo hábil para

decidir. O cerne da crítica é voltado para a consideração de uma pluralidade de critérios, em vez de se aplicar um fixo.

Viu-se que, tanto para o recesso quanto para ao fechamento de capital, esse valor é publicado junto com o anúncio da operação. Assim, o pedido e a apresentação do cálculo devem ser preparados ainda na fase de planejamento, o que não afeta o direito do acionista minoritário. Ele saberá o valor juntamente com a proposta de operação que incita o direito de recesso.

A segunda crítica possível é em relação à geração de custo. Hoje, em caso de omissão no estatuto social, o recesso é calculado com base no último demonstrativo contábil e o maior custo que a companhia pode ter é com a atualização desse balanço. A proposta que ora se apresenta inclui a contratação de uma empresa especializada na avaliação de companhia.

Em resposta a esse ponto, pode-se argumentar que operações das quais cabe recesso não são comuns. São um número limitado, prescrito em lei, e envolvem grandes mudanças no ato constitutivo. Portanto não é algo que afetaria o dia-a-dia da companhia, mas apenas a eventualidade de uma modificação do estatuto social que afeta significativamente a base de investimento.

Além disso, esse custo adicional se justifica. Defendeu-se, neste trabalho, que o reembolso pelo patrimônio líquido gera uma falha estrutural no recesso, a qual tem repercussões em várias áreas. Defendeu-se, ainda, que essa vulnerabilidade do acionista minoritário frente à modificação estatutária pode permitir que um negócio que altere as bases do investimento seja aprovado e que ele fique sem saída. Comentou-se, também, que o envolvimento do judiciário geraria um custo financeiro e temporal. Explicou-se, ainda, que é improvável que a companhia ofereça um preço justo por ações que está sendo forçada a comprar. Nesse cenário, o gasto a mais com a contratação de uma empresa especializada, uma modificação apenas, tem, em tese, o condão de resolver todas essas questões estruturais, além de ser, potencialmente, um gasto menor que com uma litigância jurídica. Considera-se que seja, em verdade, um gasto necessário e, como já comentado, uma opção que não deve ser descartada por não resolver todos os problemas, mas deve ser escolhida por ser realista.



## 5.5 ALTERNATIVAS INFRALEGAIS

Existem alternativas menos invasivas que promover uma reforma legislativa. Neste trabalho, estudou-se duas: (i) autorregulação, realizada por segmentos de listagem, como o Novo Mercado, mantido pela B3, no Brasil, e (ii) *soft law* e aplicação do princípio “aplique ou explique”.

### 5.5.1 Autorregulação

Há uma alternativa menos invasiva que fazer uma emenda legislativa: a inclusão do reembolso por valor justo dentre os critérios para participar de um seguimento de listagem. Trata-se de uma regulamentação de aderência voluntária. Normalmente, é mais rígida que a lei. Entre as regras para participar é possível encontrar padrões de transparência, fiscalização, disponibilidade de ações, liquidez. O propósito é inspirar as companhias a aderirem a padrões mais exigentes de governança em troca de acesso a crédito e confiança do mercado.

O Novo Mercado é um segmento de listagem organizado e fiscalizado pela B3. Esse segmento, em particular, é conhecido no mundo como um exemplo bem-sucedido de dupla regulamentação<sup>252</sup>. Sua criação, na década de 1990, inaugurou uma onda de aderência a padrões de governança no Brasil. Desde sua implementação, observou-se que não apenas as companhias listadas se esforçavam para cumprir os critérios, mas o mercado, como um todo, apresentava melhor desempenho na Bolsa de Valores.

Daí surge o questionamento: por que o reembolso a preço justo não está incluído como um dos requisitos da listagem? Pelo que se estudou sobre o assunto, parece ser uma alternativa viável.

---

<sup>252</sup> Nesse sentido: WAH, Janice Chin Poh. Improving Corporate Governance in China through Differentiated Listing Segments: Lessons from the Brazilian Novo Mercado. **City University of Hong Kong Law Review**, Hong Kong, v. 3, n. 1, p. 141-162, 2011, e GILSON, Ronald J.; HANSMANN, Henry; PARGENDLER, Mariana. Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the United States, and the European Union. **Stanford Law Review**, Stanford, v. 63, n. 3, p. 475-537, mar. 2011.

O recesso é um direito essencial do acionista que resguarda seu investimento e pode influenciar a maneira como a administração e o controle da companhia conduzem a atividade empresarial. Ele parece ser compatível com a proposta do Novo Mercado.

Essa alternativa também evita o desgaste do processo de alteração legislativa. É mais trabalhoso e demorado aprovar uma lei que criar um critério a mais para um seguimento de listagem.

Isso sem mencionar que as discussões legislativas que são levadas a apreciação frequentemente modificam disposições essenciais do projeto. É possível que um projeto de lei perca sua funcionalidade durante o processo de aprovação.

Além disso, o seguimento de listagem influencia o comportamento do mercado como um todo. Caso venha a ser adotado, é possível que companhias não listadas sigam o exemplo.

Contudo promover modificações nos padrões de governança da B3 não é um processo fácil, pois as modificações no Regulamento devem ser aprovadas em uma assembleia da qual participam as companhias atualmente listadas.

Sobre as modificações, dispõe o art. 76 do Regulamento do Novo Mercado:

Art. 76 Qualquer modificação relevante deste regulamento somente pode ser levada a efeito pela B3 após realização de audiência restrita realizada com as companhias do Novo Mercado e desde que, na referida audiência não haja manifestação contrária, expressa, **superior a 1/3 (um terço) dos participantes**<sup>253</sup>.

Desse artigo, compreende-se que, para ser aprovada, uma proposta não pode ser rejeitada por um terço das companhias inscritas. É um quórum difícil de ser alcançado.

Supõe-se que, caso o reembolso a preço justo fosse apresentado à assembleia de companhias listadas, ele seria rejeitado. Por mais que tenha potencial de beneficiar o mercado, ele não seria acolhido pelas companhias por conta da ameaça de descapitalização. Afinal, valor justo de reembolso significa quantias mais vultosas.

---

<sup>253</sup> B3. **Regulamento do Novo Mercado**. São Paulo, 02 jan. 2018. Disponível em: <[http://www.b3.com.br/pt\\_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/](http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/)>. Acesso em: 22 jan. 2020.

Vale lembrar que a liberdade contratual nem sempre leva a proteção do acionista minoritário e a criação do ambiente ideal de competição. É preciso que uma regulamentação exterior se ocupe desses direitos.

### 5.5.2 Princípio do “*aplique ou explique*” e a “*soft law*”

A despeito do intenso debate acerca do modelo de regulação das relações societárias ideal, pode-se afirmar que há uma forte corrente em defesa de deixar ao legislador regrear apenas de forma genérica as relações societárias. Então, por que não deixar a questão do valor justo no exercício do direito de recesso justo para a chamada *soft law*?

Embora seja um conceito de difícil definição, e sem adentrar nas diferentes teorias sobre o assunto, interessante notar a definição feita por Francis Snyder: “*Regras de conduta que, em princípio, não têm força vinculativa, mas que, no entanto, podem ter efeitos práticos*”. Assim, a *soft law* englobaria princípios, informativos, recomendações, enfim, medidas que não tem força vinculativa.

Trabalhando nesse conceito, foi desenvolvido o princípio “*aplique ou explique*”, que é uma estratégia regulatória que tem por meta estimular as companhias de um determinado mercado a explicarem, por força da transparência, uma série de critérios de governança que eventualmente não estejam adotando. Em apertada síntese, a estratégia consiste em elaborar uma tabela de quesitos de governança e pedir que as companhias preencham-na afirmando se os cumprem. Se a resposta for negativa, as companhias precisam explicar por que não aderiram ao quesito.

Este modelo poderia ser um modo de implantação do valor justo para o exercício do direito de recesso? Para responder essa pergunta, ponderou-se se deveria haver coerção pela desobediência ao critério de valor justo ou não.

Para estudar esta alternativa, tomou-se por base o trabalho de Ana Falcão no artigo “O princípio ‘*comply or explain*’ e a ‘*soft law*’”<sup>254</sup>. A autora estudou a estratégia da União Europeia, implantada por meio da diretiva 2006/46/CE, para alcançar adesão a um padrão

---

<sup>254</sup> EFIGÊNIA, Ana Sílvia Falcão Mestre. O princípio “*comply or explain*” e a “*soft law*”. **Revista Electrónica de Direito do Centro de Investigação jurídico-económica**: Faculdade de Direito da Universidade do Porto, fevereiro 2015, n.º 1.

mais rígido de governança corporativa. A autora explica que a União Europeia criou para as companhias listadas em bolsa a obrigação de apresentar anualmente um relatório de governança em que precisam informar: (i) se preencheram os quesitos de governança ou (ii) justificar a não adoção do critério.

A estratégia da União Europeia seria de fazer com que as companhias fornecessem aos investidores os subsídios para fiscalizar suas atuações e exigir, por si mesmos, padrões mais elevados de governança. A obrigação não é aderir às práticas de governança, mas informar quais são cumpridas, quais não são cumpridas e por quê. Com essa estrutura, a administração da União Europeia conseguiria fazer, por meio da transparência, com que a média geral de governança das companhias no espaço subisse. Nas palavras da autora:

Os investidores devem, pela sua parte, examinar atentamente as declarações das sociedades em que investiram, a fim de se assegurarem da sua boa governação. Isto requer que eles tomem efetivo conhecimento dos relatórios publicados sobre o governo de sociedades, e que sancionem, se for o caso, as sociedades desviantes, cujas explicações não sejam convincentes. O *princípio comply or explain* aposta, assim, num círculo virtuoso, aonde a ação de controlo dos investidores deverá induzir as sociedades a realizar uma análise cuidada sobre o conteúdo das suas declarações e, portanto, a permitir um controlo contínuo mais aprofundado das práticas de governo de sociedades.

A prática observada não se mostra, infelizmente, à altura das ambições do princípio. Não somente os emitentes não parecem fornecer sempre as informações instrutivas e fiéis à realidade, mas, sobretudo, os próprios investidores não parecem estar sempre dispostos a implementar os meios necessários para a tarefa de controlo que deles se espera.

A obrigação de controlo que o princípio *comply or explain* induz nos investidores, tem também um efeito de coação sobre os emitentes, “obrigando-os” a realizar um trabalho de introspeção. A obrigatoriedade de declaração de conformidade ou não conformidade, deve coagir os emitentes a fazer um exame dos seus modos de funcionamento e também, a confrontar as suas práticas e os seus modos de funcionamento com os padrões do mercado.

Este exame de consciência, que deve ser publicado e explicado publicamente todos os anos, é a ocasião para que as sociedades se coloquem em causa e, se for o caso, de considerar novos modos de organização, supostos mais eficientes<sup>255</sup>.

---

<sup>255</sup> EFIGÉNIA, Ana Sílvia Falcão Mestre. O princípio “comply or explain” e a “soft law”. **Revista Electrónica de Direito do Centro de Investigação jurídico-económica**: Faculdade de Direito da Universidade do Porto, fevereiro 2015, n.º 1, p. 15.

Porém, a autora questiona se isso realmente produz efetividade, pois, em sua visão, os investidores não são ativos nessa posição de fiscal, como a autora delinea:

Os investidores não investem suficientemente no exame das declarações de *governance* e no controlo da gestão; não se ocupam corretamente da função de controlo de que deles se espera. Esta conclusão tem por base o fato de que certos investidores não encontrariam interesse em disponibilizar os recursos necessários para melhorar as práticas de *corporate governance*, a não ser que uma minoria ativa se encarregasse disso.

A passividade da maioria dos investidores revela que a força constrangente considerada resultante da sua implicação, não é suficiente para assegurar o bom funcionamento do princípio *comply or explain*<sup>256</sup>.

No Brasil, o princípio *comply or explain*, ou “aplique ou explique”, como é conhecido, pode ser encontrado no Código Brasileiro de Governança Corporativa. Em 2017, a Comissão de Valores Mobiliários publicou a Instrução CVM n° 586, que adicionou à Instrução CVM n. 480 em seu art. 21 o inciso XIV, cuja versão consolidada é:

Art. 21 O emissor deve enviar à CVM por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, as seguintes informações periódicas:

XIV – informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa - Companhias Abertas.

No momento da redação do presente trabalho, só foram entregues os informes de governança dos anos 2018 e 2019, é, portanto, uma medida recente, mas, em contraste com as reservas de Ana Falcão sobre o interesse dos investidores, existem razões para crer que os informes de governança são relevantes na hora de investir em uma companhia. Uma pesquisa conduzida pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), em conjunto com a Associação de investidores no Mercado de Capitais (AMEC), o Instituto Brasileiro de Relações com Investidores (IBRI) e a Bolsa de Valores de São

---

<sup>256</sup> EFIGÊNIA, op. cit. 2015, p. 17.

Paulo (B3) concluiu que, dentre os investidores entrevistados, 90% considera que o conteúdo desses documentos é relevante e serve de guia para aprimorar processos<sup>257</sup>.

Contudo, a pesquisa também apontou que as companhias aderem a, em média, 60% das recomendações do Código. Talvez, esse resultado deva-se ao fato de que a obrigatoriedade da entrega do informe seja recente, ou talvez porque falte um mínimo de coercitividade no cumprimento do código.

Conforme pode-se observar no presente trabalho, defendemos que o valor do recesso deve ser estabelecido como um valor justo de forma mandatória, seja porque ao deixar ao livre arbítrio das partes estabelecer no seu ato constitutivo, já temos a constatação que todos estabelecerão um valor baixo e se deixar para autorregulação, dificilmente as companhias aprovarão uma mudança deste porte. Portanto, a inclusão do exercício do direito de recesso pelo valor justo não seria uma alternativa a modificação legislativa, pois, em consequência do modelo, as companhias podem apenas não aderir e apresentar justificativas.

Porém, não se pode deixar de pontuar que a inclusão do recesso a valor justo no Código Brasileiro de Governança representaria um avanço, pois seria uma oportunidade para as companhias e para os investidores refletirem sobre a hipótese de aplicá-lo.

Não há dúvidas que aprimorar os mecanismos de caráter *soft* como mais um instrumento de regulação pode estimular comportamentos cooperativos, entretanto, para o caso do valor de recesso, dificilmente tal alternativa fará com que as companhias alterem seus estatutos para estabelecer o valor justo como critério para o valor de reembolso.

---

<sup>257</sup> “Do total de 171 questionários respondidos, foi feito um recorte com as 62 respostas de pessoas que se definiram exclusivamente como gestores de recursos, analistas de investimento ou investidores (recursos próprios)”. Grupo de Trabalho Pratique ou Explique. **Pesquisa Uso do Informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas (2020)**, junho de 2020. Disponível em : <https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=24317> Acesso em: 22/07/2020.

## CONCLUSÃO

No presente capítulo, far-se-á uma conclusão dos assuntos tratados, de forma a responder as perguntas propostas na introdução.

### A. QUAL A DEFINIÇÃO E OS PROPÓSITOS DO RECESSO?

O recesso é um contrapeso ao princípio majoritário. Em troca de sujeitar-se às decisões da maioria, os acionistas minoritários guardam o direito de desligar-se da companhia, com o reembolso do valor de suas ações, para as decisões que modificam substancialmente a base do investimento.

O papel do recesso é ser uma ferramenta na proteção do acionista minoritário, tanto que foi incluído no rol dos direitos essenciais. Ele é uma válvula de escape para decisões delimitadas pela legislação que podem alterar principalmente as bases do investimento do acionista.

O recesso surte efeitos na companhia antes e depois da assembleia geral. Antes, a ameaça de descapitalização deveria fazer com que os controladores e a administração considerem os interesses dos minoritários ao propor operações das quais cabe o direito de recesso. A doutrina se refere à discrepância de vontades entre a administração e os minoritários como “problema de agência”, o qual é resolvido quando a existência do recesso força a consideração dos interesses da minoria.

Depois da assembleia geral, os acionistas que não concorreram para a aprovação da pauta podem solicitar o recesso, o que lhes dá o direito de receber o valor de suas ações. Assim, o acionista resguardaria seu investimento antes de sofrer os efeitos da decisão.

É isso que o recesso deveria ser. Contudo a transferência da teoria para a realidade não é uma passagem tão tranquila, pois sua efetividade, enquanto proteção ao acionista minoritário, depende do impacto de um possível reembolso.

Na constância da elaboração deste trabalho, encontraram-se razões para crer que há um paradoxo intrínseco ao direito de recesso, mas que a chave para alcançar os propósitos do recesso é o reembolso a valor justo. Com base nessa conclusão, o recesso

difícilmente será eficaz no Brasil, pois o critério de cálculo utilizado para avaliar a companhia, o patrimônio líquido contábil (na omissão do estatuto social), não considera bens imateriais, o *goodwill* ou a rentabilidade da companhia, de maneira que produz valores irrisórios. Assim, o desequilíbrio na aplicação fica evidente pois: (i) o impacto sobre a administração da companhia é mínimo, pois as chances de um acionista pedir o recesso são pequenas; (ii) o acionista minoritário dispõe apenas de uma ilusão de escolha entre ficar na companhia e suportar uma conjuntura que pode potencialmente lhe prejudicar ou sair e ser reembolsado em uma fração do que seu investimento representa; (iii) a companhia realiza o reembolso a um valor bem abaixo do de mercado e, dessa perspectiva, auferir um ganho.

Em suma, a resposta ao item está na influência do recesso sobre a dinâmica decisória da administração e os acionistas controladores da companhia. Entende-se que os dirigentes e os acionistas controladores ficarão mais motivados a gerar valor para os acionistas minoritários quando houver possibilidade de que a companhia tenha que arcar com o reembolso de acionistas insatisfeitos. Portanto o propósito do recesso tanto é ser uma oportunidade de saída para acionistas minoritários, como uma forma de solucionar os problemas de agência.

## **B. POR QUE O RECESSO PERMANECE RELEVANTE HOJE?**

A resposta a esse item é de cunho prático, ou seja, qual o impacto da existência do recesso. Em poucas palavras, ele permanece relevante, pois é um instrumento de dinamização do mercado de ações e, para um país que almeja intensificar o volume e a frequência de trocas no mercado nacional, é essencial que ele esteja disponível e seja a preço justo.

Para chegar a essa conclusão, encontraram-se dois pressupostos fáticos.

Primeiro, entende-se que um investidor se sentirá mais motivado a adquirir ações que não possuem tanta liquidez e dispersão no mercado quando tiver à sua disposição outra forma de saída da companhia ao se alterarem as bases do investimento. O recesso seria essa alternativa, que supriria a ausência de mercado.

O segundo pressuposto fático é de que, no Brasil, o recesso não consegue efetivamente ser um instrumento de fomento para o mercado, porque o método de cálculo



aplicado não proporciona um reembolso justo. Diferente do mercado de ações, que dispõe de analistas, o cálculo do reembolso não obedece a nenhum pressuposto lógico para ser aplicado, ele é fixo.

Para sustentar esse posicionamento, descobriu-se que os efeitos esperados do recesso podem ser observados em, pelo menos, dois países, os quais foram estudados no Capítulo 3.

No estado americano de Delaware, a legislação determina que os acionistas dissidentes recebam o “*fair value*” de suas ações. Isso quer dizer que, para cada caso, o magistrado tem que buscar a melhor evidência de valor justo da companhia.

Pode parecer que a ideia de acionistas exercendo o recesso a preço justo afastaria companhias do estado, contudo Delaware é justamente onde estão concentradas as sedes de mais da metade das *corporations* americanas, ou seja, a existência do recesso a preço justo para companhias que não se encaixam na “*market-out exception*” estimula investidores a buscarem essas companhias como forma de investimento.

Na Itália, por sua vez, expandiu-se o conceito de recesso para tornar a legislação atrativa para companhias no espaço europeu. Como é possível transferir a sede da companhia entre países, há concorrência entre as legislações.

Assim, em 2003, o ordenamento italiano passou por uma grande reforma e um dos institutos mais modificados foi o direito de recesso. O legislador italiano estendeu o conceito de “*modificação profunda*” para além de decisões da assembleia geral: agora, existem quatorze hipóteses de recesso. Mais importante que a inclusão de novas hipóteses, o reembolso foi de ser calculado pelo método de patrimônio líquido contábil para a média de seis meses dos preços de fechamento da cotação na bolsa, para sociedades abertas, e um conjunto de critérios a ser escolhido pela administração e ofertado aos acionistas minoritários, para sociedades fechadas.

Pode-se concluir, portanto, que há uma tendência em determinar o valor justo e assegurar que o reembolso seja, efetivamente, uma garantia para o acionista dissidente.

### **C. QUAIS OS CRITÉRIOS DE CÁLCULO DISPONÍVEIS E QUAL O MELHOR PARA EFEITOS DO EXERCÍCIO DO DIREITO DE RECESSO?**

Métodos de avaliação de empresas foram desenvolvidos para atingir fins não jurídicos. Eles são ferramentas que ajudam a gestão a tomar decisões e gerir a companhia. Nenhum deles tem o propósito de atingir o valor “real” da companhia; eles apenas revelam perspectivas diferentes da atividade empresarial.

Foram analisados cinco critérios de cálculo e seus métodos de cálculo respectivos.

O primeiro critério foi o **patrimônio líquido**. Os métodos de cálculo baseados nesse critério se destinam a avaliar os bens que uma companhia possui. Os analistas subtraem os passivos dos ativos.

A diferença entre os métodos é o que, exatamente, entra no cálculo como ativo. Para o patrimônio líquido contábil, método fixo na legislação atual, na omissão do estatuto social, contabiliza-se, apenas, o valor registrado de cada bem.

Com relação ao patrimônio líquido a preço de mercado, considera-se o valor de saída dos ativos da sociedade. Simula-se a venda de cada ativo como se fosse uma liquidação da companhia e divide-se esse valor pelo número de ações.

O patrimônio líquido contábil é um método clássico da contabilidade. Contudo não é refinado. Hoje, ele é usado para propósitos de gestão, de organização interna da companhia. Facilita a visualização de todos os ativos à disposição da realização da atividade empresarial, porém, não considera o valor do *goodwill* gerado pelos bens considerados em conjunto.

É difícil sustentar que o patrimônio líquido represente o valor da companhia, pois foi-se o tempo em que companhias acumulavam propriedades e bens como ativos principais. Por mais que esse perfil de companhia ainda exista, é possível observar que os tipos de companhia se diversificaram. Hoje, patentes, marca, *know-how*, clientela, posição de mercado e até modelo de negócios frequentemente têm mais relevância no patrimônio de uma empresa que bens materiais.

O segundo critério analisado foi o de **preço de cotação de mercado**.

Com base nesse critério, a avaliação é feita a partir do comportamento dos compradores independentes e seus analistas. Observa-se quanto os agentes de mercado pagariam por um determinado valor de mercado. Isto é, observam-se os preços operados por um volume de agentes independentes para estimar o valor justo de uma ação da companhia.

A vantagem do valor de cotação na bolsa é que a companhia é avaliada por analistas que não estão, necessariamente, interessados em comprar. Eles divulgam o valor adequado para as ações para que sejam compradas por investidores.

É comum em outras legislações utilizar uma média dos preços de mercado por um período. Na jurisprudência americana, foi possível encontrar o período de 30 dias e, na italiana, a lei indica seis meses.

Quando tratamos de cotação de mercado, foi possível entender a opinião de estudiosos no sentido de argumentarem ser um dos métodos mais confiáveis para estimar o valor de uma companhia por conta da Hipótese de Mercado Eficiente. Trata-se de uma teoria da economia usada para monitorar o quando um determinado mercado age conforme as informações públicas e privadas sobre as companhias participantes. Basta que o mercado seja *semiforte* para ser considerado confiável, isto é, que reaja proporcionalmente às informações publicadas em livre acesso.

Porém nem sempre o mercado funciona de maneira racional. Bolhas, manipulação, vazamento de informações são eventos que podem afetar a confiabilidade de um mercado enquanto referencial para o preço de ações.

O terceiro critério, enquadrado neste grupo para efeito didático, é o **preço negociado para a operação**. Uma boa parte das hipóteses de recesso é de operações societárias – fusão, cisão, incorporação –, as quais demandam que a companhia seja avaliada. Assim, aproveita-se o valor já disponível. Ele representa, efetivamente, o preço que um comprador interessado pagaria pela companhia.

O quarto critério estudado foram **estimativas de ganhos futuros**.

Esse critério trata da rentabilidade projetada para uma determinada companhia. Observam-se as tendências de crescimento, de expansão e de mercado para determinar os possíveis retornos que a companhia apresentará.

O método mais conhecido é o Fluxo de Caixa Descontado. O cálculo é feito por meio da projeção de caixa de uma companhia por um certo período e um desconto é aplicado para trazer o valor ao presente.

O cálculo envolve fazer algumas estimativas. Por exemplo, a tendência do fluxo de caixa da companhia, se irá crescer ou decrescer, o desconto a ser aplicado. Afinal, não se pode prever, com certeza, o futuro.

O último critério analisado é a **comparação por múltiplos**. Envolve a seleção de companhias semelhantes à alvo e o estabelecimento de critérios de comparação. Aproveitam-se os valores negociados para essas companhias para se estabelecer um valor aproximado.

O interessante desse método é que considera o contexto no qual a companhia está inserida, isto é, expande o olhar sobre o mercado para constatar a adequação do valor selecionado.

Qual desses métodos é o ideal para ser critério de avaliação das ações para fins de recesso? Nenhum desses métodos foi criado com uma pretensão de ser infalível. Os cinco critérios acima – patrimônio líquido, cotação de mercado, estimativa de rendimento, comparação por múltiplos e preço de negociação – são ideais em situações específicas e desvantajosos em outras. Não há um só que seja adequado para toda situação em um cenário.

#### **D. O QUE PODE SER APRENDIDO COM O DIREITO AMERICANO E QUAIS AS PRINCIPAIS FALHAS?**

Do estudo feito no direito americano, podem-se extrair algumas conclusões. A primeira é que não há método de cálculo perfeito. O importante, porém, não é encontrar o método perfeito e infalível, mas a melhor evidência de valor justo para cada situação. Em vez de selecionar um método único que funcione para todas as situações, o direito americano busca o melhor método para uma situação específica, considerando suas nuances e limitações.

A primeira vantagem que se pode apresentar é que o sistema permite que o acionista minoritário tenha mais chances de sair da companhia com um montante que

reflete sua participação. Eleger um método apenas para ser aplicado sempre produz situações de evidente injustiça. Proceder assim é deixar de individualizar os pedidos de recesso e desconsiderar os fatos de cada caso.

A segunda vantagem seria que o procedimento americano tem mais chance de adaptar-se às mudanças no mercado, conforme os perfis da empresa.

Contudo existem desvantagens e falhas no direito americano.

A primeira delas é que o procedimento adotado pela Lei de Delaware permite o surgimento da indústria do recesso, algo que já foi resolvido pelo Brasil. A segunda falha é que a ação recesso custa caro, por vezes mais que o valor a ser restituído. A companhia oferta um valor quando anuncia a assembleia geral; se o acionista considerar que está sendo injustiçado, só pode pedir o recálculo por meio judicial, possibilitando inclusive que o requerente receba um valor menor do que lhe foi ofertado.

Observando os casos, é justo pontuar que deveria haver uma oportunidade de composição entre a companhia e os acionistas insatisfeitos. Fica a hipótese de que, se a legislação determinasse que houvesse tentativa de autocomposição, o processo seria mais justo para ambas as partes e o recesso poderia ser evitado.

Uma outra desvantagem é o conteúdo extrajurídico que o juiz precisa dominar para conseguir analisar cada um dos métodos de avaliação. A legislação exige que todos os métodos possíveis sejam levados em consideração e, para fazer esse juízo de valor, é necessário entender do assunto.

Por fim, em relação à jurisprudência, há dissenso entre o Tribunal de Delaware (primeiro grau de jurisdição) e a Suprema Corte (segundo grau de jurisdição) sobre como analisar os fatos para determinar qual a melhor evidência de valor justo. Isso gera insegurança para os acionistas e para as companhias, que precisam montar seus casos sem realmente compreender se estão em vantagem ou não.

## **E. O QUE PODE SER APRENDIDO COM O DIREITO ITALIANO E QUAIS AS PRINCIPAIS FALHAS?**

De início, relembrem-se dois aspectos do direito italiano quanto ao cálculo do valor do reembolso.

Primeiro, para sociedades *s.p.a. quotate* (análogas à sociedade anônima aberta), o artigo 2437-ter determina que o reembolso será calculado a partir da média de preço de negociação no mercado nos seis meses antes da assembleia que ensejou o recesso. Esse método é fixo e não poder ser derogado ou questionado.

Segundo, para sociedade *s.p.a. non-quotate* (análogas à sociedade anônima fechada), combina-se a “consistência patrimonial”, a “perspectiva de performance de rendimentos” e o “valor de mercado das ações”, se eventualmente existir. Tal sistema tem a vantagem de apontar várias perspectivas da companhia, sendo moldável ao caso concreto.

Essas duas formas de calcular o valor do reembolso provocam impactos diferentes na companhia.

O primeiro deles, para sociedades abertas. Adotar um método de cálculo fixo para determinar o valor das ações faz com que o reembolso nem sempre reflita o valor da companhia, pois nenhum método é infalível, principalmente quando se fala em valor de mercado. O mercado de ações está exposto a manipulações, bolhas e comportamento irracional dos agentes, de maneira que sua confiabilidade só pode ser verificada para um determinado momento, em relação a um determinado ativo ou classe de ativos. Há a possibilidade de determinar um método de cálculo diferente no estatuto social, porém é garantido aos acionistas pelo menos o valor de mercado, ou seja, há um piso legislativo para o valor das ações.

O segundo deles, para as companhias fechadas. Determina que a administração leve em consideração a consistência patrimonial da empresa, as perspectivas de rendimentos e o valor de mercado das ações, se houver, tendo, portanto, a vantagem de combinar os critérios para alcançar o valor mais próximo do real. Entretanto, a legislação italiana prevê a liberdade contratual para prever qualquer outro critério, o que poderia ofuscar o objetivo acima descrito. Em contrapartida, para evitar tais efeitos, existe previsão legal no sentido de que qualquer acordo que vise a excluir ou tornar excessivamente oneroso o exercício do direito de recesso é nulo. Em outras palavras, caso fosse adotado um método de cálculo que rendesse valores irrisórios, a previsão estatutária poderia ser declarada nula.

Podem-se tirar duas lições dessa metodologia do recesso.

Primeiro, no caso das companhias abertas, pode ser perigoso fixar o recesso em apenas um método de cálculo, em vez de determinar um mecanismo para encontrar a melhor evidência do valor justo. Fixar um método de cálculo apenas pode não permitir que o recesso atinja os propósitos para os quais foi criado. Por exemplo, pode-se esperar uma época de desvalorização das ações para anunciar uma operação ou modificação no estatuto social. O impacto disso é que os acionistas continuam precisando ponderar sobre a conveniência do recesso, só que não mais pelo patrimônio, mas pelo desempenho no mercado. Já o segundo método, estabelecido para as companhias fechadas parece ser mais ponderado. Ele lista três perspectivas da companhia que devem ser levadas em consideração pela administração para gerar um valor que mais se aproxime com o valor real das ações.

A segunda lição que se pode notar é que a liberdade contratual plena para adotar um método de cálculo pode prejudicar o acionista. Poder-se-ia alegar que há um piso e uma determinação legal para garantir aplicação adequada, porém um piso representa apenas um mínimo, que pode ou não ser um valor justo. Em outras palavras, pautar-se pelo mínimo não equivale a buscar o justo ou o ideal.

Entende-se que há, neste ponto, uma falha no direito italiano. Existem razões para crer que ele funciona, afinal a reforma de 2003 elevou o recesso a um patamar de destaque na legislação. Contudo entende-se que não atingiu sua forma ideal quando não adota um mecanismo de busca do método ideal e permite a liberdade contratual quanto a esse ponto.

Por fim, importante verificar uma vantagem sutil com relação ao direito brasileiro, em relação às sociedades anônimas fechadas. O direito italiano estabelece a combinação de três critérios para determinar o valor de recesso, em caso de omissão do estatuto. Já o direito brasileiro, seguindo a posição dominante da doutrina, estabelece o valor patrimonial, no caso de omissão do estatuto social.

## **F. QUAIS FALHAS PODEM SER OBSERVADAS NA LEGISLAÇÃO ATUAL?**

Com esse arcabouço teórico, é possível observar algumas falhas na redação do art. 45 da Lei das S.A., que disciplina o reembolso no Brasil.

A primeira, e mais evidente, é que a redação é confusa. Em uma primeira leitura do art. 45, fica claro que a lei dá autonomia para que as companhias determinem o método de cálculo do reembolso em seus estatutos sociais, porém não torna essa escolha obrigatória. Já uma leitura mais atenta revela que a lei não necessariamente explica qual critério ou método de avaliação deve ser aplicado caso o estatuto seja omissivo, podendo gerar controvérsias.

Contudo, a despeito dessa saga legislativa, dois casos julgados pelo Superior Tribunal de Justiça, contrariando a doutrina predominante, entenderam que, em caso de omissão do estatuto social, o critério de patrimônio líquido não deveria ser aplicado, pois os valores calculados para o reembolso eram irrisórios.

Uma outra falha é que, enquanto a lei não deixa explícito o método de cálculo a ser aplicado, ela deixa a critério das companhias a adoção de um.

O problema com isso é que a maior parte das companhias não menciona qual método usar em caso de reembolso. É contraditório que o recesso seja um direito essencial, que não pode ser revogado ou renunciado, mas o método de cálculo para efeito de reembolso possa ser escolhido pela companhia, que provavelmente escolheria um que produz valores mais baixos. Assim, mesmo que a lei prevísse um método de cálculo que rendesse o valor justo ao reembolso, a companhia ainda poderia escolher outra. Por essa razão, não é razoável que a companhia tenha liberdade para escolher.

A maior falha da lei é não permitir que o reembolso seja individualizado para cada companhia. Nem sempre o valor mais adequado para estimar o valor de uma companhia é o mesmo para outra. Existem vários perfis e nem sempre o que vale para uma vale para outra. Dessa forma, o valor do reembolso pode ficar sobreavaliado, ou subavaliado. O que isso produz são situações em que a companhia ou o acionista minoritário sai com ganho.

Assim, por essas razões, considera-se que a redação atual da lei não é compatível com os propósitos para os quais o recesso foi criado, sendo necessário modificar a maneira como a companhia é avaliada.

Embora a doutrina majoritária concorde que o método de cálculo na omissão do estatuto é o patrimônio líquido, isso não quer dizer que concordem que esse é o melhor método de cálculo.



Enfim, pelo fato de a redação do artigo 45 da Lei das S.A. ser confusa e de termos decisões confirmadas pelo Superior Tribunal de Justiça em sentido totalmente diverso à doutrina majoritária, já teríamos argumentos suficientes para uma mudança legislativa, o que nos leva ao ponto de examinar se realmente o artigo 45 da Lei das S.A. corresponde à realidade atual.

### **G. A LEI ATUAL CORRESPONDE À REALIDADE?**

Com base em tudo que foi abordado neste trabalho, a resposta deve ser negativa.

Abordar-se-ão duas teses: primeiro, a evolução dos perfis das companhias e, segundo, a utilidade dos diferentes métodos de cálculo.

Em relação aos perfis das companhias, percebeu-se que o modo de operação e de registro do patrimônio das companhias mudou muito desde a última modificação no método de cálculo do recesso. Hoje, uma boa parte das companhias nem sequer é proprietária do espaço onde realiza sua atividade-fim e contrata companhias terceiras para realizar serviços de limpeza, manutenção e transporte, ou seja, apenas uma fração dos meios de produção realmente faz parte do patrimônio da companhia.

Isso afeta a maneira como esses itens são registrados no balanço contábil da companhia. Uma fração do que era registrada como ativo agora é registrada como passivo, o que afeta o cálculo do patrimônio líquido da companhia.

Além da evolução das companhias em si, as formas de estimar o valor das companhias também evoluiu ao longo dos anos. O mercado já adota, há décadas, a perspectiva do valor da perspectiva futura da companhia, isto é, o quanto a compra de uma determinada ação proporcionaria em lucro para um acionista, e é esse raciocínio que gera as negociações na bolsa. Não interessa para o acionista o que é de propriedade da companhia, mas o quanto ela consegue produzir.

Assim, existem métodos de cálculo cujo propósito é descobrir o valor da companhia em si, não de seus bens, pois é incoerente determinar o valor das ações sem considerar a companhia como um “*going concern*”.

Partindo dessas teses, é justo concluir que, quando a lei determina que o reembolso seja calculado segundo o patrimônio líquido, mesmo que fosse a preço de mercado, ainda

assim seria conceitualmente incoerente, pois a determinação legal estaria solicitando, em outras palavras, que o acionista comprasse a ação com base na rentabilidade, mas recebesse o patrimônio da companhia a título de recesso, coisa à qual nem sequer deveria ter acesso.

Conclui-se, pois, que há necessidade de atualizar a legislação, também, da perspectiva de que os operadores do Direito, que raciocinam segundo a hermenêutica jurídica, precisam estar conscientes de que a avaliação de companhias segue a lógica econômica. O impacto disso é que a legislação passará a atender seus propósitos na melhor medida possível, em vez de “esconder-se” detrás de convenções jurídicas.

## **H. O RECESSO PELO VALOR JUSTO PODE INVIABILIZAR OPERAÇÕES?**

Poder-se-ia pensar que estabelecer o valor justo para o recesso inviabilizaria decisões importantes para a companhia. Entretanto, o fato de permitir que um acionista minoritário receba um valor justo quando exerça seu direito de recesso não pode ser visto como obstáculo para que a companhia possa atingir seu interesse social.

Na nossa visão, conforme dito anteriormente, basta ter as limitações ou efeitos corretos, em doses adequadas, para que isto não ocorra. Dentre elas, podemos citar: (i) as hipóteses que disparam o recesso devem ser taxativas e que mudem efetivamente a base do investimento ou a espinha dorsal do investimento feito pelo acionistas; (ii) somente pode exercer o recesso aquele que era acionista a época do anúncio, evitando o surgimento de fundos especializados em “*appraisal arbitrage*”; (iii) aquele acionista que exercer o direito de recesso deve ter consequências como, por exemplo, arcar com custos ou, quando o recesso for calculado a valor menor, ser reembolsado nesse valor, e não pelo previamente anunciado; (iv) deve-se buscar ter um sistema de autocomposição em que haja a possibilidade de solicitar nova avaliação por acionistas minoritários representantes de uma porção significativa do capital social, sem ter que recorrer diretamente ao judiciário; (v) embora presente as suas ponderações, a regra do “*market out exception*” permite que o recesso para determinadas matérias somente possa ser exercido em companhias que não detenham liquidez e dispersão; e (vi) o recesso por valor que não seja irrisório produz um efeito automático na largada *ex ante*, isto é, a mera existência de

um valor justo exerce o papel de incentivo para que a administração da companhia proponha uma operação que sejam vantajosa para todos os envolvidos.

Prova de que estabelecer um valor justo para o reembolso no recesso cria esse equilíbrio é que o número de operações nos Estados Unidos não tem decrescido, nem tem sido apontado pelas companhias como um obstáculo para a concretização de operações.

## **I. QUAL É A PROPOSTA DE REFORMA PROPOSTA PARA O DIREITO DE RECESSO?**

Propôs-se, no presente trabalho, que o método de avaliação atualmente empregado para realizar oferta pública de aquisição para fechamento de capital deveria ser aplicado ao recesso, valendo, portanto, de uma interpretação sistemática da Lei das S.A. para alterar o art. 45.

Em primeiro lugar, porque os dois mecanismos são semelhantes: são oportunidades de saída, em razão da mudança das bases do investimento, nas quais a companhia paga aos acionistas o valor de suas ações.

Em segundo lugar, porque a companhia é avaliada pelo preço justo. De acordo com a Lei das S.A., para o caso de fechamento de capital, a companhia deve ser avaliada pelos critérios “de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos, de cotação das ações no mercado de valores mobiliários, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários”.

Observa-se, portanto, que esse método permitiria a individualização do reembolso para cada caso.

Em terceiro lugar, os acionistas podem questionar a escolha do método e o resultado do cálculo. Segundo o *caput* do art. 4º-A, os titulares de, no mínimo, 10% das ações em circulação do mercado podem solicitar aos administradores que convoquem assembleia especial dos acionistas para dispor sobre a contratação de outra companhia ou especialista para fazer outra avaliação.

Dessa forma, o acionista não fica confinado a questionar que a data do balanço seja atualizada. Ele pode solicitar que o cálculo seja feito por outra empresa e pode, até mesmo, questionar o método de cálculo aplicado.

Em quarto lugar, caso haja concordância, a questão é resolvida *interna corporis*, sem necessidade de envolver o judiciário.

Como se viu, no estado de Delaware, pedir o recesso é sinônimo de iniciar um processo de “*appraisal*” para que um magistrado determine o “*fair value*” das ações. Isso gera custos adicionais à companhia e aos acionistas, tanto que o preço do procedimento foi apontado como um dos fatores que mais desestimulam os acionistas a exercerem o direito.

Assim, é melhor permitir que as partes tentem resolver a questão internamente que envolver uma autoridade sem que seja necessário. O procedimento para fechamento de capital faz exatamente isso.

Além disso, um juiz pode não ser o indivíduo ideal para tratar da questão. Uma boa parte das discussões no recesso é de natureza contábil, o que destoa do raciocínio jurídico. Portanto utilizar um método já testado na lei brasileira seria a melhor forma de tornar o direito de recesso um remédio efetivo para o acionista minoritário.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ACQUAS, Brunello; LECIS, Corrado. *Il recesso del socio nella S.P.A. e nella S.R.L.* Milão: Giuffrè, 2010.

ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Abuso de minoria em direito societário.* São Paulo: Malheiros, 2014.

\_\_\_\_\_. *Responsabilidade civil dos administradores em S.A. (e as ações correlatas).* São Paulo: Saraiva, 2009.

ALLRED, William S. Chipping Away at The Delaware Block: A Critique of the Delaware Block Approach to Valuation of Dissenters' Shares in Appraisal Proceedings. *Western New England Law Review*, Sss, n. 2, p. 191-227, jan. 1986.

AMARAL, Paulo Afonso de Sampaio. *S.A. como era, como ficou após a Lei 9.457/97.* São Paulo: Oliveira Mendes, 1998.

ARAGÃO, Paulo Cezar; SALLES, Denise C. Leão de. Uma leitura sistemática do artigo 256 da Lei das S.A. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de. *Direito Societário – desafios atuais.* São Paulo: Quartier Latin, 2009.

\_\_\_\_\_; LIMA, Monique M. Mavignier de. Incorporação de controlada: a disciplina do art. 264 da Lei 6.404/76. In: PERIN JUNIOR, Ecio; KALANSKY, Daniel; PEYSER, Luis. *Direito empresarial: aspectos atuais de direito empresarial brasileiro e comparado.* São Paulo: Método, 2005.

ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades Anônimas e Direito Comparado.* São Paulo: Quorum, 2008.

ASSAF NETO, Alexandre. *Valuation: Métricas de Valor & Avaliação de Empresas.* São Paulo: Atlas, 2014.

AXELROD, Robert; HAMILTON, William D. The Evolution of Cooperation. *Science, American Association For The Advancement Of Science*, v. 221, p. 1390-1396, 27 mar. 1981. Disponível em: <<http://links.jstor.org/sici?sici=0036-8075%2819810327%293%3A211%3A4489%3C1390%3ATEOC%3E2.0.CO%3B2-6>>. Acesso em: 18 jun. 2019.

B3. **Regulamento do Novo Mercado.** São Paulo, 02 jan. 2018. Disponível em: <[http://www.b3.com.br/pt\\_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/](http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/)>. Acesso em: 22 jan. 2020.

BALL, Ray. The Global Financial Crisis and the Efficient Market Hypothesis: What Have We Learned? *Journal Of Applied Corporate Finance*, Chicago, v. 2, n. 2, p. 01-27, 5 nov. 2009.

BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *The modern corporation and private property.* 1. ed. Transaction Publishers, 2009.

BULGARELLI, Waldirio. O Direito de Recesso nas Hipóteses de Incorporação, Fusão, Cisão e Participação em Grupos de Sociedades. Exclusão acarretada pela Lei 7.958 de 20.12.89. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 95. São Paulo: Malheiros, 1994.

\_\_\_\_\_. Regime Jurídico da Proteção às Minorias nas S/A (de acordo com a reforma da Lei nº 6.404/76). Rio de Janeiro: Editora Renovar, 1998.

BRASIL. Décima Sexta Câmara Cível. Apelação nº 30912-89/2011-0001. Apelantes: LAFARGE BRASIL LTDA e THIERRY APHREM MARIE GEORGES METRO. Recurso Adesivo: MARINGÁ S/A CIMENTO e FERRO LIGA e COMPANHIA DE CIMENTO PORTLAND PONTA ALTA. Relator: Relator: Des. Lindolpho Moraes Marinho. Rio de Janeiro, RJ, 02 de dezembro de 2014. **Apelação**. Rio de Janeiro.

\_\_\_\_\_. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 1.572.648. Recorrente: LAFARGE BRASIL S/A. Recorrido: MARINGÁ S/A CIMENTO E FERRO-LIGA e COMPANHIA DE CIMENTO PORTLAND PONTE ALTA. Relator: Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva. **Recurso Especial**. Brasília.

\_\_\_\_\_. Tribunal de Justiça de São Paulo. Ação Rescisória nº 2006567-91.2015.8.26.0000. **Acórdão**. São Paulo.

\_\_\_\_\_. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. Apelação n. 30912- 89/2001-0001. 16ª Câmara Cível. Relator: Desembargador Lindolpho Moraes Marinho. Rio de Janeiro. j. em 02 dez. 2014.

\_\_\_\_\_. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador RJ n. 2000/4912. Relator: Diretor Marcelo F. Trindade. Rio de Janeiro. J. em 2000.

\_\_\_\_\_. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador RJ n. 2001/12133. Relator: Diretor Luiz Antônio de Sampaio Campos. Rio de Janeiro. J. em 2001.

\_\_\_\_\_. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador n. 08/05. Relator: Diretor Eli Loria. Rio de Janeiro. J. em 2005.

\_\_\_\_\_. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador n. 25/03. Relator: Presidente Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana. Rio de Janeiro. J. em 2003.

CAMPINHO, Sérgio; PINTO, Mariana. O recesso na sociedade limitada. In: AZEVEDO, Luís André N. de Moura; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro (coords.). *Sociedade limitada contemporânea*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

CAMPOBASSO, Gian Franco. *Diritto Commerciale*. 2. Diritto delle società. Turim: UTET Giuridica, 2015.

CANARIS, Claus-Wilhelm. *Pensamento Sistemático e Conceito de Sistema na Ciência do Direito*. 5. ed. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian, 2012.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Análise crítica do Parecer de Orientação CVM 34. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, ano 11, n. 41, São Paulo: RT, 2008.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

\_\_\_\_\_; EIZIRIK, Nelson. *A Nova Lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002.

\_\_\_\_\_. O direito de recesso e o inconstitucional artigo 3º da Lei nº 13.129 de 2015. *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários*, v. 2, São Paulo: Almedina, 2015.

CASELTA, Lívia Garcia Kerr do Amaral. O Direito de Recesso nas Sociedades Anônimas. Dissertação (Mestrado). Universidade de São Paulo. 2016.

CESCHIN, Gisela. Direito de recesso na sociedade limitada e seus aspectos práticos. In: AZEVEDO, Luís André N. de Moura; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro (coords.). *Sociedade limitada contemporânea*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

CHIAPPETTA, Francesco. Nuova disciplina del recesso di società di capitali: profili interpretativi e applicativi. *Rivista Delle Società*, anno 50, Milão: Giuffrè, 2005.

CHOI, Albert H.; TALLEY, Eric L., Appraising the “Merger Price” Appraisal Rule, 35 J.L. Econ. & Org. 543, 2019. <https://clsbluesky.law.columbia.edu/2020/07/15/fir-tree-v-jarden-and-ma-appraisal/> Acesso em: 20/07/2020.

CINTRA, Maria Lúcia de Araújo. Lei 7.958, de 20.12.89 (Lei Lobão). *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 98, São Paulo: RT, 1995.

CLARK, Robert Charles. *Corporate Law*. Mount Vernon: Aspen Law & Business, 1986.

COASE, Ronald Harry. *The firm, the market and the law*. Chicago: University Of Chicago Press, 1988.

COELHO, Fábio Ulhoa. Apuração de Haveres na Sociedade Limitada. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Orgs.). *Processo Societário*. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2012.

\_\_\_\_\_. A ação de dissolução parcial da sociedade. *Revista de Informação Legislativa*, Brasília, ano 48, n. 190, p. 141-155, abr./jun.2011

CAMPOBASSO, Gian Franco. **Manuale di diritto commerciale: La società**. 6. ed. Roma: Utet Giuridica, 2016.

COMPARATO, Fábio Konder. *Direito Empresarial*. São Paulo: Saraiva, 1990.

- \_\_\_\_\_. *Ensaaios e pareceres de direito empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1978.
- \_\_\_\_\_. *Novos ensaios e pareceres de direito empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981.
- \_\_\_\_\_; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014. Atualização de Calixto Salomão Filho.
- \_\_\_\_\_. O Novo Direito de Retirada do Acionista nos casos de fusão e incorporação. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 116, p. 11-13, dez. 1999.
- \_\_\_\_\_. Valor de reembolso no recesso acionário: Interpretação do art. 45 da Lei das sociedades por ações. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 3, n. 1846, p. 1177-1190, dez. 2010.
- CORDEIRO, Antonio Menezes. *Direito europeu das sociedades*. Coimbra: Almedina, 2005.
- CORRADINI, Luiz Eduardo Malta. *Relação de substituição de ações em operações de incorporação e incorporação de ações*. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2014.
- CORRÊA, Rodrigo de Oliveira Botelho. Breves ponderações sobre o aparente conflito de normas que regem a substituição de acionistas dissidentes e reembolsados. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 131. São Paulo: Malheiros, 2003.
- COZIAN, Maurice, VIANDIER, Alain; DEBOISSY, Florence. *Droit des sociétés*. Paris: Litec, 2006.
- CRAVEIRO, Mariana Conti. *Contratos entre sócios – Interpretação e direito societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.
- CUNHA, Rodrigo Ferraz Pimenta. *Estrutura de Interesses nas Sociedades Anônimas: Hierarquia e Conflitos*. São Paulo: Quartier Latin, 2007.
- CUNHA PEIXOTO, Carlos Fulgêncio. *Sociedade por ações: comentários ao Decreto-Lei n. 2.627 de 26 de setembro de 1940, com as alterações da Lei n. 4.728, de 14 de julho de 1965, Lei de Mercado de Capitais*. São Paulo: Saraiva, 1972. v. II.
- \_\_\_\_\_. *Sociedade por ações: comentários ao Decreto-Lei n. 2.627, de 26 de setembro de 1940, com as alterações da Lei n. 4.728, de 14 de julho de 1965, Lei do Mercado de Capitais*. São Paulo: Saraiva, 1973. v. III.
- DAMODARAN, Aswath. *Avaliação de Empresas*. 2. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007. Revisão técnica de Mara Luquet.
- \_\_\_\_\_. *Investment Valuation*. 2. ed. Chicago: John Wiley & Sons Ltd, 2002.



DE LUCCA, Newton. O direito de recesso no direito brasileiro e na legislação comparada. *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 114, São Paulo: Malheiros, 1999.

DOTTO, Bruno Di. *Negócios da companhia com ações de sua emissão*. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2014.

EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. The Corporate Contract. *Columbia Law Review*, Columbia, v. 1, n. 89, p. 1416-1440, jan. 1989.

\_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_. *The Economic Structure of Corporate Law*. First Harvard University Press, 1996.

EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. v. 1, 2 e 3. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

\_\_\_\_\_. *Reforma das S/A e do Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 1998.

\_\_\_\_\_. Reforma das S.A. e Direito de Recesso. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 111, São Paulo: Malheiros, 1998.

\_\_\_\_\_. *Direito Societário – estudos e pareceres*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

\_\_\_\_\_. Reforma da Lei das S.A. e o direito de recesso. In: LOBO, Jorge (coord.). *A reforma da Lei das S.A.* São Paulo: Atlas, 1998.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Sugestão Legislativa nº 123, de 2002. **Model Business Corporation Act (MBCA)**. USA: Committee on Corporate Laws Of The Section Of Business Law Of The American Bar Association.

\_\_\_\_\_. Suprema Corte do Estado de Delaware. Acórdão nº 457 A.2d 701. Apelante: William B. WEINBERGER. Apelado: UOP, INC. Chief Justice HERRMANN.

\_\_\_\_\_. Suprema Corte do Estado de Delaware. Acórdão nº 518. Apelante: MUIRFIELD VALUE PARTNERS, L.P. e outros. Apelada: DFC Glob. Corp. Chief Justice STRINE. **Acórdão**. USA, 01 ago. 2017.

\_\_\_\_\_. Suprema Corte do Estado de Delaware. Acórdão nº 565. Apelante: MAGNETAR GLOBAL EVENT DRIVEN MASTER FUND LTD. e outros. Apelada: Dell INC. Relator: Chief Justice STRINE. **Acórdão**. Delaware.

\_\_\_\_\_. Suprema Corte do Estado de Delaware. *Fir Tree v. Jarden*, slip op., 2020 WL 3885166 (Del. July 9, 2020), Disponível em: <https://courts.delaware.gov/Opinions/Download.aspx?id=307900>

EFIGÊNIA, Ana Sílvia Falcão Mestre. O princípio “comply or explain” e a “soft law”. *Revista Electrónica de Direito do Centro de Investigação jurídico-econômica* : Faculdade de Direito da Universidade do Porto, Fevereiro 2015, N.º 1.

FAMÁ, Rubens; PEREZ, Marcelo Monteiro. Métodos de Avaliação de empresas e o balanço de determinação. *Administração em Diálogo*, São Paulo, v. 1, n. 6, p. 101-112, mar. 2004.

FERREIRA, Waldemar Martins. *Tratado de Direito Comercial*. v. 4. São Paulo: Saraiva, 1961.

FICO, Daniele. *Lo scioglimento del rapporto societario*. Recesso, esclusione e morte del socio. Milão: Giuffrè, 2007.

FISCHEL, Daniel R. The Appraisal Remedy in Corporate Law. *American Bar Foundation Research Journal*, Delaware, v. 01, n. 01, p. 875-902, jan. 1983.

FONSECA, Priscila Maria Pereira Corrêa da. *Dissolução parcial, retirada e exclusão de sócio*. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

FORGIONI, Paula Andréa. *A evolução no direito comercial brasileiro: da mercancia ao mercado*. São Paulo: RT, 2009.

\_\_\_\_\_; OCHMAN, Renato. Direito de retirada do acionista no fechamento de capital. *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 90, São Paulo: RT, 1993.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novais. *Conflito de Interesses nas Assembléias de S.A. (e outros escritos sobre conflito de interesses)*. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2014.

\_\_\_\_\_. *Invalidez das deliberações de assembleias das S.A.* São Paulo: Malheiros, 1999.

\_\_\_\_\_. Notas sobre a sociedade perpétua. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 157, São Paulo: Malheiros, 2011.

FRANCO, Vera Helena de Mello. A Correção Monetária no Valor de Reembolso do Recesso Societário. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 89, jan.-mar. 1993.

FREGONARA, Elena. *Recesso e Procedimento per la liquidazione della azioni e delle quote*. Milão: Giuffrè, 2008.

FRONTINI, Paulo Salvador, Sociedade anônima – direito de retirada – recesso de dissidente – Lei Lobão: um precedente judicial. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 86, São Paulo: RT, 1992.

GALGANO, Francesco. *La forza del numero e la legge della ragione* (Storia del principio di maggioranza). Bolonha: Il Mulino, 2007.

\_\_\_\_\_; GENGHINI, Ricardo. *Il nuovo diritto societario*. Padova: CEDAM – Casa Editrice Dott. Antonio Milani, 2006. t. I.

GILSON, Ronald J.; HANSMANN, Henry; PARGENDLER, Mariana. Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the United States, and the European Union. *Stanford Law Review*, Stanford, v. 63, n. 3, p. 475-537, mar. 2011.

Grupo de Trabalho Pratique ou Explique. Pesquisa Uso do Informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas (2020), junho de 2020. Acesso em: 22/07/2020. Disponível em: <https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=24317>

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Assembleia geral extraordinária de debêntures – emissão – conversão em ações preferenciais com e sem direito a voto – direito de recesso dos acionistas minoritários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 93, São Paulo: RT, 2009.

\_\_\_\_\_. Direito das minorias na sociedade anônima. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 63, São Paulo: RT, 1986.

\_\_\_\_\_. Direito de retirada: um limite ao princípio majoritário na sociedade anônima. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 151/152, São Paulo: RT, 2009.

\_\_\_\_\_. Sociedade Anônima: dos sistemas e modelos ao pragmatismo. In: CASTRO, Rodrigo Monteiro de; AZEVEDO, Luís André N. de Moura (coord.). Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

\_\_\_\_\_. Sociologia do poder na sociedade anônima. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro* v. 29, n. 77, São Paulo: RT, 1990.

GRAU, Eros Roberto; FORGIONI, Paula Andréa. *O Estado, a empresa e o contrato*. São Paulo: Malheiros, 2005.

HENN, Harry G.; ALEXANDER, John R. *Law of corporations*. 3. ed. St. Paul: West Publishing Company, 1983.

INTERNATIONAL FINANCIAL REPORTING STANDARDS. **IFRS 13**: Fair Value Measurement. USA, 2012. 0101 p. Disponível em: <<https://www.ifrs.org/-/media/feature/supporting-implementation/ifrs-13/education-ifrs-13-eng.pdf>>. Acesso em: 06 jan. 2020.

IRTI, Natalino. Introduzione. Il dibattito sull'ordine giuridico del mercato. Roma: Laterza, 2003.

\_\_\_\_\_. Persona e mercato. *Rivista di Diritto Civile*, Pádua: Casa Editrice Dott. Antonio Milani, ano 41, n. 3, 1995.

\_\_\_\_\_. Teoria generale del diritto e problema del mercato. L'ordine giuridico del mercato. Roma: Laterza, 2003.

IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARTINS, Eliseu. Uma investigação e uma proposição sobre o conceito e o uso do valor justo. **Revista Contabilidade & Finanças - USP**, São Paulo, v. 18, n. 1, p.9-18, jun. 2007.

JAEGER, Pier Giusto. *L'interesse sociale*. Milão: Dott. A. Giuffrè Editore, 1972.

KANDA, Hideki; LEVMORE, Saul. The appraisal remedy and the goals of corporate law. *UCLA Law Review*, Los Angeles, v. 32, n. 01, p. 429-473, jan. 1985.

KORSMO, Charles R.; MYERS, Minor. Appraisal Arbitrage and The Future of Public Company M&A. *Washington University Law Review*, Washington, v. 92, n. 6, p. 1551-1615, jan. 2015.

KRAAKMAN, Reiner et al. *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and functional Approach*. 2. ed. New York: Oxford University Press, 2009.

KALANSKY, Daniel. *Incorporação de ações – estudo de casos e precedentes*. São Paulo: Saraiva, 2012.

KANDA, Hideki; LEVMORE, Saul. The Appraisal Remedy and the Goals of Corporate Law, 32 University of California, *Los Angeles Law Review*, 429, 1985.

KINDLER Peter; ROTH, Gunter H. *The spirit of corporate law* (Core Principles of Corporate Law in Continental Europe). C.H. Beck, Munique (copublicado pela Hart, Oxford, e Nomos, Baden-Baden), 2013.

LA PORTA, Rafael. LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. *Legal Determinants of External Finance*. Journal of The American Finance Association, 2012.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S/A*. v. I e II. Rio de Janeiro: Renovar, 1996.

\_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_. *Direito das Companhias*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. Atualizada e reformulada.

LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. *Lei das sociedades por ações anotada*. 5. ed. São Paulo: Societatis Edições, 2017. Revista, atualizada e ampliada.

LETSOU, Peter V. *The Role of Appraisal in Corporate Law*, 39 B.C.L. Rev. 1121 (1998).

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Pareceres*. v. II. São Paulo: Singular, 2004.

LO CASCIO, Giovanni; PROTO, Cesare; PLATANIA, Anna Giulia; PLATANIA, Fernando. *Società per azioni. Obbligazioni, deposito, iscrizione e pubblicazione delle modificazioni, recesso, operazioni sul capitale*. 2. ed. Milão: Giuffrè, 2007.

LOBO, Jorge. Direito de retirada nos casos de fusão, incorporação, cisão e participação em grupos de sociedades. *RT* 664, 1991.

LUCENA, José Waldecy. *Das Sociedades Anônimas: Comentários à lei (arts. 1º a 120)*. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. v. II.

\_\_\_\_\_. *Das sociedades por quotas de responsabilidade limitada*. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997.

LUZIO, Eduardo. *Fusões e aquisições em ato: Guia prático: geração e destruição de valor em M&A*. Rio de Janeiro: Editora Senac, 2014.

MACHADO, Rubens Approbato. Sociedade Por Ações – Incorporação, Fusão e Cisão – Direito de Retirada. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 82. abr.-jun. 1986.

MACEY, Jonathan; MITTS, Joshua. Asking the Right Question: The Statutory Right of Appraisal and Efficient Markets. *ECGI Working Paper Series In Law*, LA, v. 01, n. 01, p.01-61, dez. 2018, n. 428/2018.

MAHONEY, Paul; WEINSTEIN, Mark. The appraisal remedy and merger premiums. *American Law and Economics Review*, v. 1, n. 1/2 (Fall 1999), pp. 239-275.

MÁLAGA, Flávio Kezam. *Análise de demonstrativos financeiros e da performance empresarial: para empresas não financeiras*. 2. ed. São Paulo: Saint Paul, 2012.

MANNING, Bayless. The shareholder's appraisal remedy: An essay for Frank Coker. *The Yale Law Journal*, New Haven, v. 72, n. 2, p. 224-264, dez. 1962.

MARANGONI, Sérgio Ricardo Nutti. *Direito de Recesso e respectivo valor de reembolso em companhias*. 2015. 159 f. Dissertação (Mestrado) – Curso de Direito, Escola de Direito de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas (FGV), São Paulo, 2015.

MARQUES, Evy Cynthia. *O direito de retirada de sócios de sociedade simples e sociedade limitada*. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2010.

MARTINS, Eliseu. *Avaliação de Empresas: da Mensuração Contábil à Econômica*. São Paulo: Atlas, 2014.

MARTINS, Fran. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas: Artigo por Artigo*. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010. Revista e atualizada por Roberto Papini.

\_\_\_\_\_. *Novos estudos de direito societário*. São Paulo: Saraiva: 1988.

MAXIMILIANO, Carlos. *Hermenêutica e aplicação do Direito*. 20. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2011.

MENDONÇA, José Xavier Carvalho de. *Tratado de direito comercial brasileiro*. 2. ed. Rio de Janeiro: Livraria Editora Freitas Bastos, 1933.

MENEZES, Paulo Lucena de. A disciplina de Recesso no Projeto de Lei n. 1.564/96. *Revista de Direito Mercantil Industrial Econômico e Financeiro*, n. 105, São Paulo: Malheiros, 1997.

MILONE, Mario César de Mattos. *Cálculo do valor de Ativos Intangíveis: Uma metodologia alternativa para a Mensuração do valor de marcas*. 2004. 142 f. Tese (Doutorado) – Curso de Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Departamento de Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004. Disponível em: <[https://teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-27122005-214349/publico/TeseDout\\_MarioMilone\\_1204.pdf](https://teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-27122005-214349/publico/TeseDout_MarioMilone_1204.pdf)>. Acesso em: 08 nov. 2019.

MORITZ, Renata Brandão. As Hipóteses de Recesso na Lei das Sociedades Anônimas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 101, ano XXXV, jan./mar. 1996.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013.

\_\_\_\_\_. Transferência de controle nas companhias sem controlador majoritário. In: CASTRO, Rodrigo Monteiro de; AZEVEDO, Luís Andre de Moura (coord.). *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

MUSNICH, Francisco Antunes Maciel. Reflexões sobre o Direito de Recesso na Lei de Sociedade por Ações. In: LOBO, Jorge (coord.). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

MYERS, Minor; KORSMO, Charles R. *Appraisal Arbitrage and the Future of Public Company M&A*. Brooklyn Law School Legal School Legal Studies, 2014.

NAKAMURA, Angela Mie. *Avaliações de participações societárias: estudo dos critérios contábeis aplicáveis à sua transação e considerações sobre seu valor justo*. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Universidade de São Paulo, São Paulo, 1987.

NANNI, Giovanni Ettore. *Enriquecimento sem causa*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2012.

NEIVA, Raimundo Alelaf. *Valor de Mercado da Empresa*. São Paulo: Atlas, 1992.

NUNES, Marcelo Guedes. O direito de recesso nas incorporações. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de. *Reorganização societária*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

OIOLI, Erik Frederico; VEIGA, Marcelo Godke. Convergência e divergência em sistemas de mercados de capitais: o caso brasileiro. In: CASTRO, Rodrigo Monteiro de; AZEVEDO, Luís André N. de Moura (coord.). *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

OLIVERIA, Ary Brandão de. *O direito de recesso nas sociedades por ações*. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 1983.

PARAÍSO, Anna Luiza Prisco. *O Direito de Retirada na Sociedade Anônima*. 2. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2000.

PARENTE, Norma Jonssen. O Direito de Recesso na incorporação, fusão ou cisão de sociedades. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 97, n. , p. 67-75, jan. 1995.

\_\_\_\_\_. Principais inovações introduzidas pela lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, à lei de sociedades por ações. In: LOBO, Jorge (Coord.). *Reforma da lei das sociedades anônimas – inovações e questões controvertidas da lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

PENTEADO, Mauro Rodrigues. A Lei 7.958/89 e pretensa modificação do direito de retirada dos acionistas: uma discussão inócua. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 77, São Paulo: RT, 1990.

\_\_\_\_\_. *Dissolução e Liquidação de Sociedades*. Brasília: Brasília Jurídica, 1995.

\_\_\_\_\_. Lei Lobão. Minoritários sem vez. *Revista ABAMEC*, Divulgação Nacional, v. 1, p. 24, 1992.

\_\_\_\_\_. O direito de retirada dos acionistas na Lei 9.457/97. In: LOBO, Jorge. *A reforma da Lei das S.A.* São Paulo: Atlas, 1998.

PEREIRA, Caio Mario da Silva. *Instituições de direito civil – Introdução ao direito civil, teoria geral do direito civil*. 21. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005. v. I.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de direito privado – direito das obrigações*. Rio de Janeiro: Forense, 1953. v. L.

\_\_\_\_\_. *Tratado de direito privado. Parte especial*. 3. ed. Rio de Janeiro: Borsoi, 1972. T. L.

PRADO, Roberta Nioac; VILELA, Renato. Sair por Quanto? Adequação do Método de Avaliação de Participação Societária em Dissolução Parcial de Sociedade. In: AZEVEDO, Luís André N. de Moura; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (coord.). *Sociedade Limitada Contemporânea*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

PRADO, Viviane Muller. *Interpretação da regra de conflito de interesses nos grupos societários de fato conforme a Lei 6.404/76*. Tese (Doutorado) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2004.

PRISCOLLI, Lorenzo Delli. *Delle modificazioni dello statuto – Diritto di recesso Art. 2437-3437 – sexies – II Codice Civile Comentário*. Milão: Giuffrè, 2013.

REBOA, Marco. Criteri di stima delle azioni in caso di recesso del socio: alcune riflessioni sull'art. 2437-Ter C.C. *Rivista Dei Dottori Commercialisti*, Milão, v. 1, n. 1, p. 907-926, maio 2008.

RETTO, Marcel Gomes Bragança. Direito de Recesso e as Alterações Introduzidas pelas Leis n. 9457/1997 e 10.303/2001. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. v. 147, jan.-set., 2007.

RIPERT, Georges. *Traité élémentaire de droit commercial*. 12 ed. Paris : Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, 1986.

ROBERT, Bruno. Dissolução entre o exercício do direito de voto e o estado de sócio no mercado de capitais contemporâneo. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (coord.). *Direito societário contemporâneo II*. São Paulo: Malheiros, 2015.

SALAMA, Bruno Meyerhof (org.). *Apresentação. Direito e Economia*. Textos Escolhidos. Série Direito em Debate. Direito Desenvolvimento Justiça. São Paulo: Saraiva, 2010.

\_\_\_\_\_. *O que é Pesquisa em Direito e Economia*. Extraído do “bepress” do autor e com sua prévia autorização.

\_\_\_\_\_. *A História do Declínio e Queda do Eficientismo na Obra de Richard Posner*. Extraído do “bepress” do autor e com sua prévia autorização. Texto de 19 ago. 2010.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2002.

SCHMIDLIN, Nicolas. *The Art of Company Valuation and Financial Statement Analysis: A Value Investor's Guide with Real-life Case Studies*. West Sussex: John Wiley & Sons Ltd, 2014.

SCHMIDT, Dominique. *Les droits de la minorité dans la société anonyme*. Paris: Librairie Sirei, 1970.

SELIGMAN, Joel. Reappraising the Appraisal Remedy. *George Washington Law Review*, Arlington, v. 52, n. 01, p. 829-871, jan. 1984.

SIEGEL, Mary. Back to the future: Appraisal Rights in the twenty-first century. *Harvard Journal On Legislation*, Cambridge, v. 01, n. 32, p. 79-143, 1995.

SHILLER, Robert J. *Irrational Exuberance* (3rd ed.). Princeton, NJ: Princeton University Press, (2015) [2000].

SOLOMON, Lewis D.; SCHWARTZ, Donald E.; BAUMAN, Jeffrey D.; WEISS, Elliot J. *Corporations Law and Policy: material and problems*. 3. ed. St. Paul: West Publishing Co., 1994.

SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de. Dissolução de sociedades anônimas. In: FINKELSTEIN, Maria E. R.; PROENÇA, José Marcelo Martins (orgs.). *Direito Societário – gestão e controle*. São Paulo: Saraiva, 2008.

SZTAJN, Rachel. Conceitos de Liquidez na disciplina do mercado de valores mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 126, São Paulo: Malheiros, 2002.



\_\_\_\_\_. **Direito de Recesso**. 1982. 312 f. Tese (Doutorado) – Curso de Direito, Departamento de Direito Comercial, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1982.

\_\_\_\_\_. O direito de recesso nas sociedades comerciais. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 71, São Paulo: RT, 1988.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*. v. 1. São Paulo: José Bushatsky, 1979.

TOMAZETTE, Marlon. Liberdades de associação e o recesso nas sociedades limitadas. *Revista de Direito Brasileira*, v. 1, n. 1, 2011.

VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por Ações*. v. 1. Rio de Janeiro: Forense, 1959.

VENTORUZZO, Marco. Cross-Border Mergers, Change of Applicable Corporate Laws and Protection of Dissenting Shareholders: Withdrawal Rights under Italian Law. *European Company and Financial Law Review*, Chicago, v. 1, n. 4, p. 47-75, abr. 2007.

\_\_\_\_\_. I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio. *Rivista Delle Società*, Roma, v. 1, n. 1, p. 310-458, 2005.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Direito Comercial Vol. 1, 2 e 3*. São Paulo: Revista dos Tribunais – RT, 2013.

\_\_\_\_\_. Direito de retirada: tratamento legal na falência e na recuperação. Hipóteses de suspensão, possibilidade, ou não, de eliminação do direito de retirada. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos (orgs.). *Direito societário e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas*. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

VIEIRA, Maíra de Melo. *Dissolução parcial de sociedade anônima – construção e consolidação no direito brasileiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2014.

VIVANTE, Cesare. *Trattato di diritto commerciale*. 4. ed. Milão: Casa Editrice Dottor Francesco Vallardi, 1912.

WAH, Janice Chin Poh. Improving Corporate Governance in China through Differentiated Listing Segments: Lessons from the Brazilian Novo Mercado. *City University of Hong Kong Law Review*, Hong Kong, v. 3, n. 1, p. 141-162, jan. 2011.

WALD, Arnold. *Comentários ao Novo Código Civil – Livro II – Do direito da empresa*. Coord. Sálvio de Figueiredo Teixeira. Rio de Janeiro: Forense, 2005.

\_\_\_\_\_. Os Bancos Múltiplos e o Direito de Recesso. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 87, São Paulo: Malheiros, jul./set. 1992.

\_\_\_\_\_. Término de concessão e direito de recesso. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 40, São Paulo: RT, 1980.