



Apelação Cível nº 0030912-89.2011.8.19.0001

Apelantes: 1) LAFARGE BRASIL S.A. E THIERRY EPHREM MARIE GEORGES
METRO

2) MARINGÁ S.A. CIMENTO E FERRO LIGA E COMPANHIA DE
CIMENTO PORTLAND PONTE ALTA (RECURSO ADESIVO)

Apelados: OS MESMOS

Relator: DES. LINDOLPHO MORAIS MARINHO

VOTO VENCIDO

Peço vênia para discordar da Doutra maioria, por entender que o recurso de apelação merecia provimento, enquanto o recurso adesivo não deveria ser acolhido, pelos fundamentos que passo a expor.

Trata-se de ação promovida por Maringá S.A. e Portland Ponte Alta em face de Lafarge S.A. e seu presidente Thierry Metro, em que requerem a declaração de nulidade de assembléia, por vício de convocação, e sucessivamente, condenação dos réus a reembolsar os autores pelas ações de que eram titulares, com a adoção de valor adequado.

As empresas autoras eram acionistas minoritárias da sociedade Lafarge, que, por deliberação aprovada na assembleia questionada pelas autoras, foi incorporada pela sociedade controladora Lacim.

O fundamento da alegada nulidade da assembleia é a falta de convocação das sociedades autoras por carta, como prevê o artigo 124, § 3º, da lei 6404/76:

“Art. 124. A convocação far-se-á mediante anúncio publicado por 3 (três) vezes, no mínimo, contendo, além do local, data e hora da assembléia, a ordem do dia, e, no caso de reforma do estatuto, a indicação da matéria.

(...)

§ 3º Nas companhias fechadas, o acionista que representar 5% (cinco por cento), ou mais, do capital social, será convocado por telegrama ou carta registrada, expedidos com a antecedência prevista no § 1º, desde que o tenha solicitado, por escrito, à companhia, com a indicação do



endereço completo e do prazo de vigência do pedido, não superior a 2 (dois) exercícios sociais, e renovável; essa convocação não dispensa a publicação do aviso previsto no § 1º, e sua inobservância dará ao acionista direito de haver, dos administradores da companhia, indenização pelos prejuízos sofridos.”

No que se refere ao pedido sucessivo, está em que o critério adotado pelos réus para o cálculo do valor de reembolso pela retirada da sociedade - postura adotada pelas autoras após a propositura do feito – revela desproporção com o critério adotado no protocolo de incorporação para as relações de substituição das ações da sociedade incorporada pela incorporadora.

A sentença rejeitou o pedido de declaração de nulidade da assembléia e acolheu o pedido sucessivo, condenando os réus a reembolsar os autores pelo mesmo critério utilizado no protocolo de incorporação, pois iníquo o referencial adotado no reembolso dos dissidentes.

O recurso de apelação dos réus questiona a condenação ao reembolso e a condenação a arcar com o ônus da sucumbência, bem como o valor dos honorários advocatícios fixados na sentença.

O recurso adesivo dos autores é pela anulação da assembleia.

Parece-me que a sentença foi correta ao rejeitar o pedido primeiro, mas não o foi ao acolher o pedido sucessivo.

Assim foi fundamentada a sentença quanto ao pedido de anulação:

“Embora existente o vício formal diante da ausência de regular convocação dos sócios minoritários, matéria não contestada, entendo não ser ele capaz de anular a AGE realizada, isso porque sua presença ao ato em nada modificaria o resultado obtido, em razão da mínima participação no capital social. Não se sustenta a alegação dos autores de que, caso ali estivessem presente o resultado poderia ser outro, pois se assim fosse, não existiria a presente lide, chegando todos os sócios a uma solução negociada, o que não ocorreu. Além do mais, é incompatível com o presente pedido o exercício do direito de retirada dos autores, o que somente poderia ocorrer através da via judicial cabível.” (fls. 1252).



É certo que os réus não negam que não houve convocação por carta e que, em outras assembleias, tal modalidade de comunicação foi adotada em relação às sociedades autoras – acionistas minoritárias. Contudo, asseveram que os autores tinham conhecimento da designação da assembleia, inclusive, por contato de representantes da Lafarge com representantes das empresas autores, quando lhes foi apresentada comunicação sobre o intuito de reorganização societária com a incorporação da Lafarge por sua controladora, havendo manifestação de assessor financeiro dos autores (fls. 611) e também em reunião de que tomaram parte. Na réplica, as autoras negam ter sido informadas de forma adequada, apenas tomando conhecimento de alguns dos planos da Lafarge para a Companhia (fls. 1170).

O entendimento doutrinário está em que: *“Essa convocação não dispensa a publicação do aviso previsto no § 1º; a inobservância da convocação por telegrama ou carta registrada não gera vício na convocação e, por conseguinte, não possibilita a anulação da deliberação; apenas dá ao acionista o direito de haver, dos administradores da companhia, indenização pelos prejuízos sofridos.”* (*“Lei das Sociedades por Ações Anotada” – Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto; Editora Saraiva; 2ª edição; 2008; pág. 287*).

No mesmo sentido as lições de Fábio Ulhôa Coelho (*“Curso de Direito Comercial – Direito de Empresa”*; Editora Saraiva; 16ª edição; 2012; pág. 231):

“Destaque-se a diferença entre os dois tipos de convocação epistolar: enquanto a fundada no art. 294, I, substitui a publicação dos anúncios convocatórios, a do art. 124, § 3º, não a supre, em nenhuma hipótese. Por essa razão, qualquer irregularidade na entrega dos anúncios, no primeiro caso, compromete a validade da assembleia. Já, no segundo, a falta de convocação epistolar solicitada pelo minoritário apenas induz a responsabilização dos administradores, pelos prejuízos que eventualmente sofreu, por não ter comparecido à reunião; mas a assembleia realizada é plenamente válida, se publicados regularmente os anúncios.”



É certo que não houve divergência quanto à efetiva publicação do aviso de convocação no diário oficial, com a antecedência prevista, conforme o artigo 124, *caput*, da Lei das S.A.. Além disso, não houve prova do alegado prejuízo em decorrência da convocação irregular, ônus das autoras, como reconhecido na sentença, ponto sobre o qual sequer houve insurgência dos autores. Colhe-se da sentença:

“Finalmente, não comprovaram as autoras a existência de prejuízos, ônus que lhes cabiam, na forma do art. 333, inciso I do CPC, ainda que tivessem que ser calculados em fase de liquidação de eventual sentença condenatória.” (fls. 1252/1253).

Cabe considerar pertinente a conclusão da sentença de que, por serem sócios minoritários, a presença na Assembleia não alteraria o resultado. Acresce que a incorporação já ocorreu e anulação neste momento ocasionaria situação mais gravosa, não revelando qualquer proveito, sobretudo quando não se colhe dos autos, sequer por indícios, de que a maioria dos sócios pretenderia deliberar em sentido contrário à incorporação.

No que se refere ao valor do reembolso, a sentença, ao acolher o pedido, foi assim fundamentada:

“As últimas reformas sofridas pela LSA, especialmente a introduzida pela Lei 10.303/2001, foram no sentido, quanto às companhias abertas, de dar maior estabilidade e segurança para os investidores no mercado de ações, com maior proteção ao acionista minoritário frente aos poderes do controlador, o que se aplica também às sociedades de capital fechado. Portanto não se trataram de reformas de aspectos superficiais, mas sim de reformas principiológicas, de modo que modificados os parâmetros de interpretação dos direitos dos minoritários.

O direito de recesso é um dos principais instrumentos de defesa de direitos de minoritários e, antes de uma opção entre duas boas vias, é, não raro, a única área de escape para que o minoritário não seja massacrado pelo poder de controle e saia da companhia com a preservação do valor de sua participação. A solução do direito de recesso é a melhor encontrada até hoje para tentar equilibrar o interesse da



companhia contido nas deliberações da maioria, e o interesse dos minoritários dissidentes, na preservação do capital investido. Mas para que o direito de recesso seja real e não retórico, é imprescindível que a fórmula de cálculo do valor da participação do minoritário dissidente seja aquela que melhor se aproxime da realidade econômica e financeira da companhia, para que o valor a receber pela retirada seja justo.

No presente caso, o exercício do direito de recesso está em conformidade com a boa-fé objetiva, uma vez que justificado pela diluição da participação dos embargantes no capital da nova companhia para menos de 5%, o que lhes retiraria uma série de importantes direitos garantidos apenas aos minoritários com participação nesse patamar mínimo.

Contudo, o valor pago pelas embargadas pela participação dos embargantes não foi o valor justo.

A possibilidade de deliberação sobre incorporação de companhia está prevista no art 136, IV, da LSA, de modo que deliberação nesse sentido dá ao acionista dissidente direito de retirada, mediante o reembolso de suas ações, conforme garantido no art. 137 da LSA.

O art. 45 da LSA define o que é o reembolso, é operação pela qual a companhia paga aos acionistas dissidentes, o valor de suas ações. O § 1º 2º desse artigo dispõe que o estatuto da companhia pode estipular critérios para cálculo do valor do reembolso e impõe que se esses critérios resultarem em apurar o valor do reembolso menor do que aquele correspondente pelo critério do patrimônio líquido contábil, o reembolso se dará pelo valor do patrimônio líquido contábil, salvo se o critério adotado no estatuto for o do valor econômico da companhia. Os demais parágrafos desse artigo dizem respeito a regras para levantamento do balanço e para avaliação econômica da companhia. Daí pode-se concluir que esses dispositivos não impõem nenhum critério legal, mas apenas um critério para fixar patamar mínimo de valor de reembolso, salvo se o critério adotado for o do valor econômico, caso o estatuto da companhia fixe algum critério. Se o estatuto da companhia não fixar critério, não há nenhuma determinação legal de adoção de critério específico, nem mesmo o do patrimônio líquido contábil. O que há no caput do art. 45 da LSA é determinação de que o valor do reembolso é equivalente ao valor das ações do acionista dissidente, o que deixa evidente que esse valor tem que ser justo e atender ao objetivo do direito de recesso, que



é a proteção do investimento do acionista minoritário dissidente, nada mais, nada menos, que o valor justo de suas ações.

Na hipótese sob exame, o valor de troca das ações constante no protocolo de incorporação teve valor cerca de três vezes maior que o ofertado e pago aos embargantes a título de reembolso. Isso é o quanto basta para se concluir que o valor do reembolso imposto pela maioria não é o justo valor das ações dos minoritários dissidentes. O direito do acionista dissidente em termos de participação por unidade de ação da mesma classe, é igual ao dos acionistas controladores. Cada ação de uma mesma classe representa um idêntico valor fracionário do total do capital representado por todo o conjunto dessas ações. A questão é matemática e não há justificção jurídica para que o valor das ações de uma mesma classe varie conforme a finalidade de sua utilização: se serão utilizadas para troca em incorporação, valem mais; se forem base para apuração do valor de reembolso, valem menos. A iniquidade salta aos olhos.

Contudo, entendo que não há razão para se reavaliar a companhia, em razão das inconsistências no laudo apontadas pelos embargantes. A reavaliação da companhia constitui enorme ônus para esta e corresponde sempre a um valor relativo ao tempo em que é efetuada, de modo que passado o tempo, há incerteza sobre a confiabilidade de laudo que considera no futuro, momento passado. Além disso, e mais importante, é que o princípio mais fundamental a ser aplicado no presente caso é o da igualdade entre o valor de troca das ações e o valor do reembolso, o que aponta pela aceitação do mesmo laudo que serviu para estabelecer o valor de troca.

Assim, para cálculo do valor do reembolso devido aos embargantes, deve-se utilizar o critério e o valor que serviram de base para troca de ações no protocolo de incorporação.” (fls. 1262/1263).

Não me parece que a sentença deva ser confirmada nesse ponto.

Há que se considerar, na hipótese destes autos, o disposto no artigo 264, § 3º, da Lei das S.A.:

“Art. 264. Na incorporação, pela controladora, de companhia controlada, a justificção, apresentada à assembléia-geral da controlada, deverá conter, além das informações previstas nos arts. 224 e 225, o cálculo das relações de substituição



das ações dos acionistas não controladores da controlada com base no valor do patrimônio líquido das ações da controladora e da controlada, avaliados os dois patrimônios segundo os mesmos critérios e na mesma data, a preços de mercado, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, no caso de companhias abertas.

(...)

§ 3º Se as relações de substituição das ações dos acionistas não controladores, previstas no protocolo da incorporação, forem menos vantajosas que as resultantes da comparação prevista neste artigo, os acionistas dissidentes da deliberação da assembléia-geral da controlada que aprovar a operação, observado o disposto nos arts. 137, II, e 230, poderão optar entre o valor de reembolso fixado nos termos do art. 45 e o valor do patrimônio líquido a preços de mercado.”

No caso destes autos, o protocolo de incorporação adotou o critério de avaliação do valor justo de mercado para a relação de substituição das ações da incorporada pela incorporadora. Ponderado com o critério eleito pelo *caput* do supracitado artigo, qual seja o patrimônio líquido a preços de mercado, a relação de substituição era mais vantajosa aos acionistas da incorporada, pois um número menor de ações desta seria necessário para alcançar uma ação da incorporadora. Nesse contexto, ainda que fosse facultada aos sócios minoritários a retirada da sociedade, nos termos do artigo supracitado e do artigo 137 da mesma lei - tendo em vista a discordância com a orientação e a decisão adotada pelos sócios majoritários, que importou em relevante alteração da sociedade - não lhes seria conferida a opção do § 3º, de reembolso pelo critério de patrimônio líquido a preços de mercado; este se daria pelo critério fixado no artigo 45.

O referido artigo, em seus § 1º e § 2º, determina que:

“Art. 45. O reembolso é a operação pela qual, nos casos previstos em lei, a companhia paga aos acionistas dissidentes de deliberação da assembléia-geral o valor de suas ações.

§ 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 assembléia-geral, observado o disposto no § 2º, se estipulado com base no valor econômico da companhia, a ser apurado em avaliação (§§ 3º e 4º).

§ 2º Se a deliberação da assembléia-geral ocorrer mais de 60 (sessenta) dias depois da data do último balanço aprovado, será facultado ao acionista dissidente pedir, juntamente com o reembolso, levantamento de balanço especial em data que atenda àquele prazo.

Nesse caso, a companhia pagará imediatamente 80% (oitenta por cento) do valor de reembolso calculado com base no último balanço e, levantado o balanço especial, pagará o saldo no prazo de 120 (cento e vinte), dias a contar da data da deliberação da assembléia-geral.”

É incontroverso que o estatuto da Lafarge (incorporada) não estabelecia critério para reembolso. Por outro lado, restou comprovado que o reembolso efetivado pelos réus aos autores, a partir da opção de retirada que estes fizeram, foi pelo critério do patrimônio líquido contábil, baseado no último balanço aprovado pela assembleia geral, que o fora menos de sessenta dias antes da deliberação de incorporação.

Diferentemente do que considerou o Juízo *a quo*, o artigo 45 estabelece o critério, como regra geral, para o cálculo do reembolso, sendo o patrimônio líquido contábil, que foi ao que se remeteu o artigo 264, § 3º, da lei 6404, aplicável ao caso específico destes autos.

Como leciona a doutrina:

*“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.
(...)*

A Lei n. 10.303, de 2001, não alterou os dispositivos contidos neste art. 45, não obstante as alterações que tal diploma produziu nos arts. 136, 137 e 264, e que afetam de forma relevante as hipóteses de recesso.” (“Comentários à Lei de Sociedades Anônimas” – 1º Volume – Modesto Carvalhosa; Editora Saraiva; 6ª edição; 2011; pág. 530)



“Em vista desses princípios, este art. 264 estabeleceu que, no caso de incorporação de controlada, deverá ser apresentada aos acionistas a avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado, tanto da incorporadora como da incorporada.

Essa avaliação é formalidade adicional ao procedimento normal de incorporação, tendo em vista que a lei não estabelece critérios para a avaliação das companhias envolvidas.

Isso não significa, contudo, que a relação de troca das ações dos acionistas não controladores deva ser efetuada por esse valor.

Com efeito, o cálculo da relação de substituição com base no critério do valor do patrimônio líquido a preços de mercado é exigido apenas para fins de comparação com o critério indicado no protocolo (art. 224) e na justificação (art. 225), a fim de evidenciar a equidade da escolha do referido critério.

Nada impede, portanto, que as sociedades envolvidas optem por estabelecer a relação de substituição com base em outro critério, desde que os acionistas sejam informados do cálculo com base no valor patrimonial a preços de mercado.

Além de servir para demonstrar a equidade da relação de substituição estabelecida pelos administradores das sociedades envolvidas, a avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado também pode constituir uma alternativa para a determinação do valor do reembolso dos acionistas dissidentes.

A lei determina em seu art. 45 que, como regra geral, o reembolso será fixado com base no valor do patrimônio líquido contábil da companhia, salvo se existir norma estatutária adotando o critério do valor econômico como base para apuração do reembolso.

No entanto, conforme dispõe o § 3º deste art. 264, caso as relações de substituição das ações dos acionistas minoritários sejam menos vantajosas do que as que resultariam da comparação prevista no caput, os acionistas dissidentes da deliberação da assembleia geral da incorporada poderão escolher, ao exercer o direito de recesso, entre o reembolso de suas ações calculado com base no valor do patrimônio líquido contábil ou com base no valor de patrimônio líquido a preço de mercado.

Em outras palavras, a Lei permite, na hipótese de incorporação de companhia controlada, que o acionista exerça seu direito de recesso fixando o valor de reembolso



com base no patrimônio líquido avaliado a preços de mercado, e não com base em qualquer outro critério, se lhes for patrimonialmente desfavorável a relação de substituição de suas ações em face dos critérios escolhidos pela companhia.

Esta constitui a única hipótese de exercício de direito de retirada em que os acionistas dissidentes podem pleitear a fixação do valor do reembolso com base em critério diverso do resultante do art. 45.” (“Comentários à Lei de Sociedades Anônimas” – 4º Volume – Tomo II - Modesto Carvalhosa; Editora Saraiva; 4ª edição; 2011; pág. 324/325)

“Quando, porém, opta o acionista por se desligar mediante o exercício do direito de retirada, pode impor à sociedade o dever de lhe pagar certa quantia. Não será aquela que unilateralmente estimar, nem muito menos a correspondente ao retorno de seu investimento, mas sim uma parcela proporcional do patrimônio líquido da sociedade. E, nesse caso, haverá desinvestimento, porque a companhia pagará ao acionista pelas ações, verificando-se a inevitável redução do patrimônio social em benefício do retirante.

No cálculo do reembolso, não podem ser incluídas as perspectivas de rentabilidade da companhia, porque estas decorrem do investimento, e a retirada é o inverso, ou seja, um desinvestimento. Como o reembolso importa redução do patrimônio da sociedade anônima, a retirada altera as suas perspectivas de rentabilidade, e pode, até mesmo, comprometê-las.

O exercício do direito de retirada, mesmo se compreendido apenas como instrumento de proteção da minoria, não pode levar a situações de desequilíbrio econômico entre o dissidente e os que permanecem na sociedade – nem todos acionistas controladores, diga-se de passagem. Se o dissidente recebe, a título de reembolso, mais do que receberia na hipótese de negociação da ação, isso é plenamente justificável sob o ponto de vista econômico e jurídico, já que a operação tem a sua lógica própria de desinvestimento (em oposição à da do investimento, este sim sujeito às projeções de rentabilidade). Igual conclusão cabe para a hipótese em que o acionista recebe, em reembolso, menos do que o valor de negociação de suas ações. Claro que esta última situação apenas deve ocorrer se a ação não possui liquidez no mercado de capitais, ou se a companhia é fechada. São esses os únicos casos em que a opção pelo



desligamento via retirada se mostra racional, se o valor de negociação suplanta o patrimonial. De fato, se o acionista pode, com facilidade, desligar-se da companhia, vendendo as ações por preço superior ao respectivo valor patrimonial, é claro que optará por esse caminho. Entretanto, se as ações não tem liquidez no mercado de capitais, ou nem sequer são nele admitidas, caso o acionista não encontre ninguém interessado em negociá-las, seu desligamento por dissidência somente poderá realizar-se por meio do reembolso, feito pelo valor patrimonial. Isso eventualmente representará quebra das expectativas de retorno do investimento alimentadas pelo acionista; mas essa frustração é inerente aos riscos próprios do emprego de dinheiro em ações, e por ela não podem ser responsabilizados os demais integrantes da sociedade.” (“Curso de Direito Comercial – Direito de Empresa” – Volume 2 – Fabio Ulhôa Coelho; Editora Saraiva; 13ª edição; 2009; pág. 317/318).

“Se as relações de substituição das ações dos acionistas minoritários, previstas no protocolo da incorporação, trouxerem para esses menos vantagens que as resultantes da comparação prevista neste artigo, os acionistas que dissentirem da deliberação da assembleia geral da sociedade controlada que aprovar a operação terão o direito de ser reembolsados do valor de suas ações. Esse reembolso pode ser de acordo com o fixado nos termos do art. 137, ou seja, calculado na forma do art. 45 da lei; ou, no caso de companhia aberta, pela cotação média das ações em bolsa de valores ou no mercado de balcão, durante os trinta dias anteriores à data da assembleia que deliberar sobre a incorporação. Em se tratando de companhia fechada, cujas ações não são negociadas em bolsa ou no mercado de balcão, segundo a regra do art. 4º, o reembolso do acionista dissidente pode ser feito pelo valor de patrimônio líquido, a preços de mercado (§ 3º, “a” e “b”).” (“Comentários à Lei das Sociedades Anônimas” – Fran Martins; Editora Forense; 4ª edição; 2010; pág. 1107)

A diferença, ainda que significativa, entre o apurado como patrimônio líquido contábil e avaliação pelo valor justo de mercado, não autoriza a aplicação do critério, que fora adotado exclusivamente para a relação de substituições de ações, ao reembolso do dissidente, sobretudo quando não se evidencia insignificância no valor



definido pelo critério legal e quando não foi evidenciado o alegado prejuízo ocasionado pelo valor recebido como reembolso ao despendido para a aquisição das ações. Isso porque a situação a que os sócios que optam por continuar na sociedade ora incorporada se submetem é diversa da situação dos dissidentes, e, portanto, a aplicação de critérios diversos – autorizada, mesmo, pela lei que rege a hipótese, sublinhe-se – não revela tratamento iníquo que se justifique repudiar e autorize a intervenção da tutela jurisdicional.

Como acima referido, a relação de substituições não era desfavorável pelo critério eleito, pelo que a opção de retirada, facultada aos sócios minoritários e justificada segundo sua livre análise da nova realidade societária, não recomenda a acolhida do pleito de aplicação de um critério de reembolso diverso do patrimônio líquido contábil.

Portanto, voto no sentido de negar provimento ao recurso adesivo e dar provimento ao recurso de apelação, reformando em parte a sentença, para julgar improcedente o pedido de reembolso por critério diverso do aplicado pelo réu. Ônus de sucumbência pelos autores, fixados os honorários advocatícios em R\$ 20.000,00 (vinte mil reais), com base no artigo 20, § 4º, do CPC.

Rio de Janeiro, 02 de dezembro de 2014.

CARLOS JOSÉ MARTINS GOMES
Desembargador Relator