

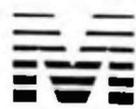
REVISTA DE DIREITO MERCANTIL

industrial, econômico
e financeiro

129

Publicação do
Instituto Brasileiro de Direito Comercial Comparado
e Biblioteca Tullio Ascarelli
do Departamento de Direito Comercial
da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

Ano XLII (Nova Série)
janeiro-março/2003

 **MALHEIROS
EDITORES**

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL

industrial, econômico e financeiro

Nova Série — Ano XLII — n. 129 — janeiro-março de 2003

FUNDADORES

1ª FASE: WALDEMAR FERREIRA

FASE ATUAL: PROF. PHILOMENO J. DA COSTA (†)

PROF. FÁBIO KONDER COMPARATO

SUPERVISOR GERAL: PROF. WALDIRIO BULGARELLI

COMITÊ DE REDAÇÃO: MAURO RODRIGUES PENTEADO,

HAROLDO MALHEIROS DUCLERC VERÇOSA,

RACHEL SZTAJN, ANTONIO MARTIN, MARCOS PAULO DE ALMEIDA SALLES

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL

publicação trimestral de

MALHEIROS EDITORES LTDA.

Rua Paes de Araújo, 29, conjunto 171

CEP 04531-940

São Paulo, SP - Brasil

Tel. (011) 3078-7205

Fax: (011) 3168-5495

Assinaturas e comercialização:

CATAVENTO DISTRIBUIDORA DE
LIVROS S.A.

Rua Conselheiro Ramalho, 928

CEP 01325-000

São Paulo, SP - Brasil

Tel. (011) 289-0811

Fax: (011) 251-3756

Diretor Responsável: Álvaro Malheiros

Diretora: Suzana Fleury Malheiros

Supervisão Gráfica: Vânia Lúcia Amato

Composição: *Scripta*

SUMÁRIO

DOCTRINA

ALGUMAS INCIDÊNCIAS CONSTITUCIONAIS DA INSTITUCIONALIZAÇÃO DA UNIÃO ECONÓMICA E MONETÁRIA

— ANTÓNIO JOSÉ AVELÁS NUNES 7

ATUALIDADES

BRANQUEAMENTO DE CAPITAIS — MEDIDAS LEGISLATIVAS EM PORTUGAL E NA EUROPA

— A. SARAIVA MATIAS E CATARINA MARTINHO 30

VERDADEIRA PROJEÇÃO DA ARBITRAGEM — CONVENÇÃO DE NEW YORK DE 1958

— IRINEU STRENGER 40

ACORDO DE ACIONISTAS — ARQUIVAMENTO NA SEDE SOCIAL — VINCULAÇÃO DOS ADMINISTRADORES DE SOCIEDADE CONTROLADA

— NELSON EIZIRIK 45

CONSIDERAÇÕES ACERCA DA REPRESENTAÇÃO COMERCIAL FRENTE AO NOVO CÓDIGO CIVIL

— JAIRO SADDI 54

REGISTRO DO COMÉRCIO E OS LIMITES DE SUAS EXIGÊNCIAS

— JOÃO LUIZ COELHO DA ROCHA 69

A LEI 10.303, DE 2001, E A INCLUSÃO DOS DERIVATIVOS NO ROL DOS VALORES MOBILIÁRIOS

— DANIEL KREPEL GOLDBERG 73

PODE A SOCIEDADE LIMITADA TER CAPITAL AUTORIZADO?

— OTÁVIO VIEIRA BARBI 83

LIMITES DE ATUAÇÃO DO CONSELHO FISCAL

— RAUL DE ARAUJO FILHO E RODRIGO FERRAZ P. CUNHA 96

EXCLUSÃO DE SÓCIO EM SOCIEDADES LIMITADAS NO NOVO CÓDIGO CIVIL

— LEONARDO GUIMARÃES 108

O ISS NA CONSTRUÇÃO CIVIL

— JOSÉ ALCIDES MONTES FILHO 121

ESPAÇO DISCENTE**A ARBITRAGEM NAS SOCIEDADES ANÔNIMAS**

— JOSÉ VIRGÍLIO LOPES ENEI 136

REFORMA REGULATÓRIA E SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

— MARCO AURÉLIO GUMIERI VALÉRIO 174

ARBITRAGEM NA LEI DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS

— LIVIA ROSSI 186

**OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO DE AÇÕES NA ALIENAÇÃO DE
CONTROLE DE COMPANHIAS ABERTAS. Apontamentos sobre o
art. 254-A da Lei das Sociedades Anônimas**

— JOSÉ ALBERTO CLEMENTE JÚNIOR 206

JURISPRUDÊNCIA COMENTADA**INDENIZATÓRIA MOVIDA POR FILHOS ALEGANDO MORTE DA MÃE
POR CÂNCER DE PULMÃO DECORRENTE DE TABAGISMO**

— PAULO ROGÉRIO BRANDÃO COUTO 220

TEXTOS CLÁSSICOS**"LEX MERCATORIA"**— FRANCESCO GALGANO, item I da Introdução da obra *Lex Mercatoria*.
Tradução de ERASMO VALLADÃO A. e N. FRANÇA 224**PARECERES****LEGITIMAÇÃO DO SÓCIO DA SOCIEDADE CONTROLADORA
PARA PLEITEAR A ANULAÇÃO DE ASSEMBLÉIA DA CONTROLADA
SUBSIDIÁRIA INTEGRAL**

— ERASMO VALLADÃO A. e N. FRANÇA 229

**DEMANDA REPARATÓRIA AJUIZADA POR ACIONISTA EM VIRTUDE
DE ADIMPLENTO IMPERFEITO. FUNÇÃO E NATUREZA JURÍDICA
DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS. CARÁTER CONSTITUTIVO
DAS DECISÕES ASSEMBLEARES TOMADAS POR ÓRGÃOS DAS
SOCIEDADES ANÔNIMAS. A AÇÃO REGULADORA E PRINCÍPIOS
ESSENCIAIS VINCULADORES DE COMPANHIAS ABERTAS
COM VALORES MOBILIÁRIOS NO MERCADO DE CAPITAIS.
IMPOSIÇÕES DA ORDEM CONSTITUCIONAL ECONÔMICA.
PRAZOS DE PRESCRIÇÃO NA LEI DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS**

— LEANDRO BITTENCOURT ADIERS 234

COLABORAM NESTE NÚMERO

ANTÓNIO JOSÉ AVELÃS NUNES

Professor Catedrático da Faculdade de Direito de Coimbra. Membro Correspondente da Academia Brasileira de Direito Constitucional

A. SARAIVA MATIAS

Professor de Direito. Advogado

CATARINA MARTINHO

Advogada Estagiária

DANIEL KREPEL GOLDBERG

Pós-Graduando da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo — USP. Advogado em São Paulo

ERASMO VALLADÃO A. E N. FRANÇA

Professor-Doutor em Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo — USP. Advogado em São Paulo

IRINEU STRENGER

Professor Titular de Direito Internacional Privado e de Direito do Comércio Internacional da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo — USP. Professor da Academia de Direito Internacional de Haia (1991). Doutor *Honoris Causa* da Universidade Argentina John Fitzgerald Kennedy. Membro do *Institut du Droit et des Pratiques des Affaires Internationales*, da Câmara de Comércio Internacional de Paris. Árbitro no Brasil junto ao Mercosul e Árbitro da Câmara de Comércio Brasil-Canadá

JAIRO SADDI

Doutor em Direito Econômico pela Universidade de São Paulo — USP. Professor e Coordenador dos Cursos de Direito do Ibmec/SP. Diretor do Centro de Estudos de Direito do Ibmec — IbmecLAW.

JOÃO LUIZ COELHO DA ROCHA

Professor de Direito da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro — PUC/RJ. Advogado

JOSÉ ALBERTO CLEMENTE JÚNIOR

Pós-Graduando da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo — USP

JOSÉ ALCIDES MONTES FILHO

Advogado

JOSÉ VIRGÍLIO LOPES ENEI

Pós-Graduando da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo — USP. Advogado em São Paulo

LEANDRO BITTENCOURT ADIERS

Advogado

LEONARDO GUIMARÃES

Professor na Faculdade de Ciências Econômicas da UFMG/FACE. Mestrando em Direito Comercial na Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais — UFMG. Advogado

LIVIA ROSSI

Pós-Graduanda da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo — USP

MARCO AURÉLIO GUMIERI VALÉRIO
Mestrando em Direito na UNESP.
Advogado

NELSON EIZIRIK
Advogado no Rio de Janeiro e em São
Paulo

OTÁVIO VIEIRA BARBI
Mestrando em Direito Comercial pela
Faculdade de Direito da Universidade
Federal de Minas Gerais — UFMG.
Advogado

PAULO ROGÉRIO BRANDÃO COUTO
Advogado

RAUL DE ARAUJO FILHO
Advogado

RODRIGO FERRAZ P. CUNHA
Mestre em Direito pela Universidade de
Bologna, Itália. Doutorando pela
Universidade Federal de Minas Gerais —
UFMG. Advogado

Espaço Discente

OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO DE AÇÕES NA ALIENAÇÃO DE CONTROLE DE COMPANHIAS ABERTAS

Apontamentos sobre o art. 254-A da Lei das Sociedades Anônimas

JOSÉ ALBERTO CLEMENTE JÚNIOR

1. Introdução. 2. Histórico legislativo. 3. O conceito de poder de controle. 4. Divergência dos interesses dos acionistas. 5. A natureza do prêmio pago pelo controle. 6. Princípios do direito ao "tag along" na Reforma da LSA. 7. Encerramento. Bibliografia.

1. Introdução

A faculdade concedida aos acionistas minoritários de receberem, na oportunidade da alienação do controle, o mesmo pagamento por suas ações que os controladores, de há muito tem sido objeto de controvérsia, no campo econômico e jurídico, tendo havido debates sobre cada um dos elementos dessa garantia: sua justificação econômica, a natureza do prêmio pelo controle, a definição de alienação de controle e sua caracterização, a definição de "minoritários" no âmbito do instituto; dentre outros tão ou mais importantes.

A permanência da prerrogativa no direito positivo, introduzida pelo art. 254, e seus §§, da Lei 6.404, de 15.12.1976 (LSA), permitiu que a doutrina e a prática convergissem os entendimentos sobre esse instituto, em suas linhas gerais; mais ainda assim, na época de sua revogação pela Lei 9.457, de 5.5.1997, havia dissensões acerca de alguns aspectos desse direito, que foram assim sepultadas.

A recente promulgação da Lei 10.303, de 31.10.2001, reformando de modo abrangente a LSA, reintegrou, com sua redação do art. 254-A, ao direito positivo a faculdade da participação dos minoritários no que chamaremos de "prêmio pelo poder de controle", mas com algumas diferenças em relação ao instituto original; assim, ressuscitam-se os questionamentos e a polêmica a respeito.

Pretendemos, com o estudo, reavivar algumas definições e conceitos que já haviam sido tidos como pacíficos, e verificar como as alterações na disciplina original podem ser interpretadas e aplicadas. Mas, primeiro, é interessante um breve histórico das alterações.

2. Histórico legislativo

O direito positivo tem garantido aos acionistas minoritários a prerrogativa de receber uma participação no prêmio de controle, quando da sua transferência nas com-

panhias abertas. Essa prerrogativa integrou-se ao direito positivo a despeito de muita resistência de facções ultraconservadoras, merecendo crédito pela vitória parlamentares dos mais diversos matizes, como os deputados Alberto Hoffman, Herbert Levy, Cunha Bueno e Franco Montoro, cujo esforço afinal logrou aprovar Emenda, de autoria do senador Otto Cirillo Lehmann,¹ que passou a integrar o texto da Lei 6.404/1976 (§ 1º do art. 254).²

A justificativa dos defensores do direito dos minoritários, além da igualdade de tratamento para “*todos os acionistas da mesma categoria*”,³ era a de que a autorização para que as companhias pudessem abrir seu capital e lançar mão da *poupança popular*⁴ exigia o estabelecimento de regras que assegurassem, aos minoritários, igualdade de acesso às ofertas de compra de ações, de modo a evitar “*que cada ação do*

majoritário possua valor de mercado superior a cada ação do minoritário”.⁵

A regulamentação do procedimento coube ao Conselho Monetário Nacional — CMN, o qual aprovou a Resolução 401, de 22.12.1976,⁶ que foi alvo de muitas objeções por seu caráter restritivo no entendimento do conceito de acionistas minoritários;⁷ além de ter sido criticada por “*ser muito ampla*”, então no que toca à “*‘fatti-specie’ controle*”.⁸

Apesar das tentativas de alteração no regime legal das companhias para reduzir os direitos dos minoritários — como foi o caso da Lei Lobão, n. 7.958/1989⁹ — a

1. Sobre o tema da aprovação da Lei 6.404/1976, consultaram-se diversos autores: Waldirio Bulgarelli, *Regime Jurídico de Proteção às Minorias nas SA*, p. 163; Modesto Carvalhosa, *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, v. 4, t. II, p. 143; Mauro Rodrigues Penteado, “Apontamentos sobre a alienação do controle de companhias abertas”, in *RDM* 76/17-18; Arnoldo Wald, “Do descabimento da oferta pública de compra em relação às ações preferenciais”, *RDM* 45/12-13. Merece destaque, ainda, pela extensão da pesquisa, Roberta Nioac Prado, “Da obrigatoriedade por parte do adquirente do controle de sociedade por ações de capital aberto de fazer simultânea oferta pública, em iguais condições, aos acionistas minoritários — Art. 254 da Lei 6.404/1976 e Resolução CMN 401/1976 — É efetivo mecanismo de proteção aos minoritários?”, in *RDM* 106/81-82.

2. “§ 1º. A Comissão de Valores Mobiliários deve zelar para que seja assegurado tratamento igualitário aos acionistas minoritários, mediante oferta pública para a aquisição de ações.”

3. Arnoldo Wald, *ibid.*, p. 12, aspas no original.

4. “A mobilização da poupança popular e o seu encaminhamento voluntário para o setor empresarial exigem, contudo, uma sistemática que assegure ao acionista minoritário o respeito a regras definidas e equitativas” (Exposição de Motivos 196, do Ministro da Fazenda, de 24.6.1976, encaminhando o projeto Lamy-Bulhões, cf. Nelson Cândido Motta, “Alienação de controle de instituições financeiras. Acionistas minoritários. Notas para uma interpretação sistemática da Lei das SA”, in *RDM* 46/39-40).

5. Projeto do II PND, set. 1974, publicação do IBGE, p. 119; aprovado pela Lei 6.515, de 4.12.1974, *apud* Arnoldo Wald, “Do descabimento...”, *cit.*

6. “Na companhia cujo controle é exercido por pessoa, ou grupo de pessoas que não é titular de ações que asseguram a maioria absoluta dos votos do capital social, considera-se acionista controlador, para os efeitos desta Resolução, a pessoa ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de acionistas, ou sob controle comum, que é o titular de ações que lhe asseguram a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas três últimas assembléias gerais da companhia.”

7. Nelson Cândido Motta, *ibid.*, pp. 33-50; Modesto Carvalhosa, *Comentários ...*, v. 4, t. II, p. 143.

8. Calixto Salomão Filho e Mário Stella Richter Jr., “Interesse social e poderes dos administradores na alienação de controle”, in *RDM* 89/66. Os autores também criticam a Resolução 401 por ser restritiva no que chamam “*requisitos subjetivos*”, ou seja, quanto aos destinatários da oferta (em contraponto aos “*requisitos objetivos*”, isto é, caracterizadores do controle), em especial por conta da negativa do direito aos sócios minoritários em sociedades fechadas.

9. O direito de retirada, tema afeto à proteção dos minoritários, assim como o *tag along* sofreu investidas pela sua restrição, mas também tem resistido no direito positivo. Acerca da Lei Lobão — que suprimiu a remissão do art. 137 da LSA aos incs. VI e VIII do art. 136, visando restringir o exercício do direito de retirada —, Mauro Rodrigues Penteado formulou perecuciente análise em estudo publicado na *RDM* 77/29-49 (“A Lei 7.958/1989 e a pretensa modificação do direito de retirada dos acionistas: uma discussão inócua”).

Ainda sobre a Lei Lobão, merece destaque Paulo Salvador Frontini, cujo comentário a acórdão publicado na *RDM* 86/71-77 (“Sociedade anônima

prerrogativa do art. 254 resistiu a investidas de opositores durante 21 anos, tendo sido finalmente ceifada do direito positivo pela Lei 9.467, de 5.5.1997.

A ocasião da implementação de um programa de privatizações ensejou o fortalecimento da corrente contrária ao instituto, originando um Projeto de Lei (o Projeto Kandir) que, relatado pelo então senador José Serra, converteu-se na Lei 9.457/1997 e terminou por revogar, dentre outros dispositivos protetivos das minorias, o art. 254, como forma de facilitar as reorganizações societárias, mormente no que toca ao processo das privatizações — evitando que os antigos controladores (União, Estados) fossem forçados a dividir os prêmios com os acionistas minoritários. A justificativa explícita, entretanto, era a de que a regra elevava os custos da aquisição de controle de modo ineficiente, desviando recursos que poderiam ser mais bem utilizados na capitalização da companhia.¹⁰

Encerrada a onda privatista, ou ao menos arrefecida, e diminuídos os fluxos de capital especulativo que sustentavam o mercado de capitais, a pressão pelo retorno de uma legislação que protegesse os interesses dos acionistas minoritários voltou a tomar vigor, resultando em uma nova reforma da LSA (Lei 10.303/2001), que reintroduziu a sistemática, com algumas alterações importantes, que implicaram a adoção de algumas das correntes do debate. O texto merece ser transcrito:

— Direito de retirada — Recesso de dissidente — Lei Lobão: um precedente judicial”) levanta importante questão, admitindo o direito de retirada como um direito essencial do acionista, não restrito às hipóteses do art. 137.

Sobre o tema específico do direito de recesso, na disciplina anterior à Lei Lobão, imprescindível a consulta à Tese de Doutorado de Rachel Sztajn, *Direito de Recesso*, a qual, embora se debruce sobre assunto diverso do objeto deste estudo, trata também da questão do controle (pp. 286-297) e, em especial, da oferta pública do art. 254 da LSA, a partir da p. 293.

10. Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik, *A Nova Lei das S/A*, p. 386.

“Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle.

“§ 1º. Entende-se como alienação de controle a transferência, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade.

“§ 2º. A Comissão de Valores Mobiliários autorizará a alienação de controle de que trata o *caput*, desde que verificado que as condições da oferta pública atendem aos requisitos legais.

“§ 3º. Compete à Comissão de Valores Mobiliários estabelecer normas a serem observadas na oferta pública de que trata o *caput*.

“§ 4º. O adquirente do controle acionário de companhia aberta poderá oferecer aos acionistas minoritários a opção de permanecer na companhia, mediante o pagamento de um prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle.”

3. O conceito de poder de controle

A compreensão do conceito de *controle* é de fundamental importância para a correta apreensão do significado da prerrogativa conhecida como *tag along*, do art. 254-A da LSA.

Em seu fundamental estudo *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, o ge-

nial jurista Fábio Konder Comparato admite controle como um poder-dever de disposição do empresário sobre os bens sociais, sua faculdade de decidir, quanto às iniciativas empresariais, citando definições esclarecedoras: controle é o poder de decidir o que “se deve fazer, e como e quando fazê-lo, assumindo as conseqüências e, pois, o risco de tais decisões”;¹¹ é a “particular situação em razão da qual um sujeito é capaz de marcar com a própria vontade a atividade econômica de uma determinada sociedade”.¹² Afinal, o preclaro jurista externa a sua própria, em face do direito nacional, tão concisa quanto precisa: “o núcleo da definição de controle, na sociedade anônima, reside no poder de determinar as deliberações da assembléia geral”.¹³

Essa importante distinção delimita o negócio de alienação de controle da simples transferência de ações (por venda ou permuta), mais do que por seu caráter quantitativo, pelo qualitativo. Não diferem os negócios por um percentual qualquer que seja, mas pela circunstância de conferirem ao acionista ou bloco detentor dessa diferença poderes que serão negados aos demais. Portanto, o controle é um *plus* qualitativo. E a esse *plus* qualitativo é reconhecido um “valor próprio e distinto”.¹⁴

11. Remo Franceschelli, *Imprese e Impreditor*, 3ª ed., pp. 21-22, apud Fábio Konder Comparato, *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, 3ª ed., p. 100.

12. Giuseppe Ferri, *Le Società, Trattato di Diritto Civile di Filippo Vassalli*, v. 10º, p. 252, apud Comparato, *ibid.*, p. 100. Essa definição, contudo, não distingue entre o poder de controle interno e o externo. Modesto Carvalhosa oferece uma definição, da lavra de Champaud, que também não compreende a distinção (“Controle societário pode ser entendido como o poder de dirigir as atividades sociais”, apud *Comentários...*, v. 2, p. 429). O controle de que trata o art. 254-A é o interno, isto é, exercido a partir do comando dos órgãos societários, não importando as modalidades de poder externo, como a exercida por credores. Para uma melhor visão do tema, Fábio Konder Comparato, *O Poder de Controle...*, 3ª ed., pp. 68-82.

13. Fábio K. Comparato, *ibid.*, p. 67.

14. Fábio K. Comparato, *ibid.*, p. 248.

A LSA refoge a definir controle, tangenciando o tema ao definir acionista controlador (art. 116 e alíneas, da LSA). Indiretamente, todavia, podem-se encontrar os requisitos legais que caracterizam o poder de controle: 1) a maioria dos votos nas deliberações da assembléia geral e o poder conseqüente de eleger a maioria dos administradores da companhia; 2) a asseguuração dessa maioria em caráter permanente; 3) o efetivo exercício desse poder para dirigir as atividades sociais e comandar os órgãos societários.

Os requisitos são, portanto: maioria de votos, estável, que resulte na eleição da maioria dos administradores nos órgãos societários e, uma vez eleitos, por meio deles comande a sociedade. Aliás, antes de admitir que estes são *requisitos*, melhor seria dizer que são *características* do controle interno das companhias. O vocábulo *requisito* tem uma dupla conotação, de atributo ou formalidade,¹⁵ que não raro leva a uma exigência que eventualmente pode ser complementada. Não é essa a acepção correta de requisito, na hipótese. Na verdade, são características, ou atributos, do poder de controle, sem os quais não se pode identificar um fenômeno como tal. Ou, para dar um colorido mais exótico, são como as corcovas nas alimárias: se não forem duas, não é camelo — é dromedário.

Essa imagem, um tanto heterodoxa, servirá para desnudar as reais implicações da adoção do conceito de *permanência*, que inclusive já deu causa à expressa regulamentação, pela Resolução 401, de 23.12.1976, do Conselho Monetário Nacional,¹⁶ que não passou sem críticas, como a de

15. A lição de Plácido e Silva calha à perfeição para elucidar a distinção. Distingue entre requisitos fundamentais, ou elementares, e os formais. Aqueles são os requisitos intrínsecos, que “são os que devem vir com a própria coisa. São partes integrantes dela, que não pode mostrar-se sem eles. Fazem a individualidade da coisa”. Já requisitos formais são extrínsecos, e só se materializam quando da exteriorização do ato — são as chamadas formalidades (*Vocabulário Jurídico*, v. IV, 4ª ed., p. 1.356).

16. Vide nota 5.

Carvalhosa, que considerou o conceito regulamentar “*bastante precário*”,¹⁷ embora admitindo a dificuldade em precisá-lo. Todavia, e ousando assumir posição avançada, essa preocupação é dispensável, ao menos nos estreitos limites das ofertas públicas de aquisição nas alienações de controle. Porque, de fato, o que importa para configurar o direito dos minoritários é, pura e simplesmente, o pagamento de um prêmio. Uma vez pago o prêmio, pelo adquirente a um acionista, ou a um bloco de acionistas que exerça o controle, a evidência é a de que o adquirente pretende o estar comprando — embora possa não estar. Não importa para os demais acionistas que aqueles que estão recebendo o prêmio não o possuam e, portanto, não o possam vender; essa é uma *res inter alios*, isto é, há de se resolver entre as partes do negócio de venda de controle.

Clarificando: interiormente, entre adquirente e alienante do controle, indispensável a investigação dos requisitos. Se, após a formalização do negócio, o adquirente, que tendo pago o prêmio ao alienante presume seja controlador ou faça parte do bloco de controle, constata que não tem condições de o exercer, pela ausência de algum dos requisitos, então pode exigir a rescisão do negócio e pleitear perdas e danos do alienante. Entretanto, se o adquirente concretiza o negócio e imediatamente assume, em decorrência da aquisição, o controle interno da companhia, a conclusão é a de que o *plus* econômico representa o prêmio pelo poder de controle.

Em verdade, a maior parte da doutrina a respeito da alienação de controle dedica-se a investigar se o novo controlador adquiriu-o do antigo ou se o poder que exerce é dele desvinculado. No primeiro caso, o adquirente substitui o antigo controlador porque o sucede em seus direitos: é o que se chama *aquisição de controle derivada*.¹⁸

No segundo, o adquirente substitui o antigo controlador porque comprou ações suficientes para confrontá-lo e, por consequência, exerce seus votos para suplantá-lo em força: é a *aquisição originária*.¹⁹

Por esse motivo, importa é que, à época do negócio, o alienante controle a companhia, ou então faça parte do bloco de controle; e que, nessa condição, venda ao adquirente ações com direito de voto, com base nas quais este passe a exercer o controle, individual ou coletivamente.

Poder-se-ia argumentar contra o critério de simplesmente apreciar se o alienante recebeu um sobrepreço por suas ações para caracterizar a alienação de controle com a hipótese de ter sido pago um *plus* a um acionista que não integrasse o bloco de controle da companhia, mas cujas ações se mostrassem fundamentais para o adquirente a fim de concentrar votos necessários à imposição de um novo controle. Nesse caso, o pagamento do sobrepreço justificaria, segundo esse conceito, a proteção ao acionista minoritário? Ora, claramente que não, e a hipótese não desdoura a formulação. Não é demais apontar que o § 1º do art. 254-A exige uma relação de causalidade entre a aquisição das ações e a obtenção do controle acionário da companhia. A proteção se dá aos minoritários em face dos controladores; nesse caso, o alienante é, também ele, minoritário e a aquisição de controle é evidentemente originária; o que o alienante pretendeu vender não foi o controle, que não detinha.

Logo, a exigência da estabilidade como requisito intrínseco do controle não

o alienante controlador vende apenas parte de suas ações, mas essa parte já é suficiente para transmitir o controle em favor do adquirente (*ibid.*, pp. 406-407). Também nessa hipótese, a nosso ver, na esteira dos ilustres comercialistas, preenchidos os requisitos legais para caracterizar a prerrogativa do *tag along*.

19. Luiz Leopoldo Cantidiano, *Reforma da Lei das S/A Comentada*, pp. 238-250; Carvalhosa e Eizirik, *ibid.*, pp. 405-408; Nelson Cândido Motta, “Alienação do Poder...”, in *RDM* 89/42-46.

17. *Comentários...*, v. 2, p. 432

18. Carvalhosa e Eizirik apontam ainda uma terceira espécie, a aquisição *semiderivada*, pela qual

pode ser imposta aos minoritários, excluídos da participação no prêmio. O poder de controle é, repita-se, algo que se exercita e, portanto, um fato que só se completa quando se externaliza.²⁰ Verificado que o adquirente assume, ou tenta assumir, o controle da companhia em sucessão do controlador anterior, por uma aquisição derivada, tendo sido pago um prêmio por esse direito, identifica-se na sua pretensão a relação de causalidade que a lei impõe: acerca-se do controle para tomá-lo, porque acredita tê-lo comprado. No primeiro caso, em que o adquirente de fato assume o controle e o exerce, ainda que por pouco tempo, deve ser garantida aos minoritários a prerrogativa legal de compartilhar desse *plus* econômico. Se, porém, esse mesmo adquirente, por um rearranjo de forças, perde em seguida o controle, que se apresenta instável, então se trata de venda *a non domino*, e a questão resolve-se entre as partes do negócio, pela aplicação do art. 622 do Código Civil.²¹

Há que se discutir se, nessa hipótese, com a rescisão do negócio, o alienante responderá isoladamente pelas perdas e danos, inclusive quanto aos valores eventualmente pagos aos minoritários, ou se em relação

a estes o negócio se resolve, retomando suas ações e devolvendo o preço pago. A apreensão, a nosso ver, terá de ser casuística, dependendo da boa-fé do acionista minoritário. Por outro lado, evidente que, se houver resistência à tomada de controle, é inconcebível imaginar a aplicação do *tag along* até que a realidade do controle tenha se exteriorizado: enfeixado o controle pelo adquirente, e caracterizando-se a aquisição como derivada, ou semiderivada,²² configura-se o direito dos minoritários à participação no prêmio.

Nota-se a importância que se dá a ser o controle de uma companhia uma realidade de fato, verificável a partir da atividade do controlador, o que implica dizer que as noções de maioria e controle não são necessariamente coincidentes.²³ O controle pode estar com uma minoria dos acionistas titulares de direito de voto,²⁴ se a maioria não se organiza para exercê-lo. É um cenário bastante comum, e não só em países com elevado grau de dispersão acionária. Nas companhias abertas, mesmo no Brasil, não é incomum o exercício do controle por majorias estáveis, embora não absolutas.

Igualmente visível é o caráter político do conceito, que se apura na ocasião da eleição dos administradores e das votações das deliberações, ambos na assembléia geral. Ergo, pode-se concluir que o conceito de controle está indissolavelmente ligado ao direito de voto.²⁵ Retomando, assim, a definição de Comparato, importante notar que o campo de investigação da titularidade do poder de controle, isto é, se existe e quem o exerce, se situa na assembléia geral. Os

20. Sobre esse aspecto do poder de controle, além do já citado Comparato (*ibid.*, *passim*), excelente estudo de Luiz Gastão Paes de Barros Leães, "Poder de controle", in *Estudos e Pareceres sobre Sociedades Anônimas*, pp. 255-291.

21. "Nos sistemas jurídicos modernos, o termo continuou a ser usado nessa acepção romana. A alienação ou alheação (veja-se a norma do art. 242, IV, do CC brasileiro) supõe a prévia existência do direito sobre a coisa no patrimônio do alienante, pois, segundo o lugar-comum, *nemo ad alium transferre potest quam ipse habet*. Exatamente porque, nos sistemas jurídicos que adotaram a solução do direito romano, como o brasileiro, a alienação supõe um título e um modo (transcrição para os imóveis e tradição para os bens móveis), dispõe a lei que, 'feita por quem não seja proprietário, a tradição não alheia a propriedade' (CC, art. 622), ou seja, não há alienação. O modo de transferência, no caso, é totalmente ineficaz pela ausência de objeto: o direito a ser transferido" (Fábio K. Comparato, "Alienação de controle de companhia aberta", in *Direito Empresarial — Estudos e Pareceres*, p. 79).

22. V. nota 16.

23. Modesto Carvalhosa discute a alteração do princípio majoritário para o de controlador nos seus *Comentários...*, v. 2., p. 420.

24. Assim considerada em relação ao conjunto dos acionistas com direito a voto, isto é, com menos de 50% + 1 das ações.

25. Nelson Cândido Motta (*ibid.*, pp. 33-34), discordou em parte dessa afirmação que, todavia, restou aceita pela doutrina e foi expressamente acolhida pela recente reforma.

conceitos de acionista majoritário e minoritário, vistos pelo prisma do controle, são expressos com melhor técnica em duas novas realidades, a de acionista controlador (ou bloco de controle) e acionistas não-controladores.

4. *Divergência dos interesses dos acionistas*

Identificado o fenômeno do controle, nascem as realidades distintas dos acionistas controladores e não-controladores. Nasce, também, a conclusão de que seus interesses não são necessariamente coincidentes — toda a problemática societária surge justamente quando esses interesses são colidentes. A previsão legal, que exara o dever dos acionistas controladores de exercer o controle em vista da função social da companhia (parágrafo único do art. 117 da LSA), o qual se conjuga com o dever dos administradores de perseguir o interesse da companhia e não o dos acionistas que os elegeram (art. 154, *caput*, e § 1º da LSA), serve como evidência indireta, pela necessidade da norma, das constantes e reiteradas agressões ao patrimônio dos acionistas não-controladores, com a utilização dos mais diversos expedientes para concentrar os lucros da companhia nas mãos dos controladores, expropriando os demais.²⁶

É um truísmo dizer que os interesses de acionistas controladores e não-controladores é potencialmente distinto;²⁷ assim como são muitas vezes divergentes os inte-

resses dentro do conjunto de acionistas não-controladores. A doutrina tem como pacífica a distinção entre duas categorias de acionistas não-controladores: a dos “especuladores”, que visam o lucro imediato e cujo interesse é, de regra, a valorização das ações no curto prazo, sem compromisso com a manutenção da empresa; e a dos “rendeiros”, cujo objetivo é auferir dividendos e, portanto, têm mais interesse na sua continuidade.²⁸ À vista dessa disparidade de interesses, os debates passados não conseguiram chegar a um acordo a respeito de como proteger com mais eficiência os acionistas aliados do controle, de forma a não privilegiar indevidamente o “especulador” em prejuízo do “rendeiro”.

Para compreender essa discussão, indispensável adentrar no tema basilar de qualquer debate relativo ao *tag along*, que é a investigação a respeito da natureza do prêmio que se paga ao acionista controlador pelo poder de controle.

5. *A natureza do prêmio pago pelo controle*

Pode-se concluir que alienação de controle consiste no negócio jurídico pelo qual os detentores desse poder (integrantes do bloco de controle) transferem-no a outrem (desnecessário dizer, juntamente com as respectivas ações que o sustentam), mediante o pagamento de um prêmio. Não se trata, assim, da aquisição de ações fora do bloco de controle, suficientes para a formação de um novo controle originário.²⁹

Resta, contudo, perquirir a natureza desse prêmio. Por que as ações do controlador valem mais que as do não-controlador? É lícito que exija esse sobrepreço? Se for lícito, por que há de se ferir seu direito

26. Bulgarelli (ibid., pp. 19-20) cita Hermani Estrela que, em conferência realizada no Instituto dos Advogados de São Paulo, denunciou os diversos processos de que os órgãos societários lançam mão para sonegarem lucros ou não os distribuir. Vale a consulta para o aprofundamento do tema, assim como Fábio K. Comparato (ibid., pp. 303 e ss., nos §§ 118 a 131).

27. “Urge reconhecer, em resumo, que há um componente humano gerador, nas sociedades anônimas que façam jus a essa titulação, de uma constante tensão entre controladores e não-controladores” (Paulo Salvador Frontini, “Sociedade Anônima ..”, in *RDM* 86/75).

28. Fábio K. Comparato, ibid., p. 249; Bulgarelli (ibid., p. 36), citando também Rubens Requião, “O controle e a proteção dos acionistas”, in *RDM* 15-16/28; Arnoldo Wald, ibid., p. 7. Calixto Salomão Filho e Mário Stella Richter Jr., admitem a distinção, embora abordando sob outro foco.

29. V. nota 15.

de propriedade, impondo-lhe compartilhá-lo com os não-controladores?

Sobre esse tema, a doutrina encontra-se francamente dividida. Comparato assume uma visão absolutamente crítica do *tag along*, distinguindo a propriedade dos bens da empresa ("propriedade estática") do poder de comando sobre esses bens ("propriedade dinâmica").³⁰ E assim o faz para concluir que, embora todos os acionistas sejam proprietários, em alguma proporção, dos bens da empresa, o controle — propriedade dinâmica — pertence a apenas alguns deles.

A noção de controle tem estreita relação com a de responsabilidade, como bem apontou Comparato.³¹ Se a responsabilidade cabe ao controlador, pelo poder que exerce, como se justifica partilhar o valor que decorre exatamente desse exercício com aqueles que não assumiram tais responsabilidades? E, ademais, como justificar que os não-controladores exijam igualdade apenas em função do lucro, estando isentos da reciprocidade no que toca aos eventuais ônus?³² Portanto, a responsabilidade e o risco inerentes ao controle justificam a apropriação, pelos controladores, do *plus* econômico que sua gestão criou. O argumento de que o ágio é fruto de um abuso do controlador, que de algum modo evitou a transferência para a companhia dos resultados positivos de sua gestão, prejudicando os demais acionistas, não comove o insigne jurista, que redargüi ser preferível, então, instituir controles legais efetivos sobre a atuação do controlador, impedindo e punindo esses alegados abusos.³³

30. Fábio K. Comparato, *ibid.*, p. 95.

31. Fábio K. Comparato, *ibid.*, p. 248.

32. Como no exemplo que cita, do caucionamento de ações do controlador para garantia de empréstimos em favor da companhia (*ibid.*, pp. 248-249).

33. A posição de Comparato, por espantoso que pareça, encontra um certo paralelo com a filosofia da Escola de Chicago, que se opõe ao *tag along* por não ver nada de ilícito no ágio, senão um meio de substituição de uma administração à vista do potencial de que a nova gestão da companhia venha a produzir mais lucros (cf. Roberta N. Prado, *ibid.*, p. 89).

A posição foi brilhantemente resumida por Bulgarelli:³⁴ o "ágio que o controlador obtém quando da venda do controle justifica-se porque constitui o pagamento dos seus esforços em dirigir a companhia, e que os rendeiros e especuladores que se mantêm indiferentes às vicissitudes da vida societária não podem, por isso, reivindicar igualdade de tratamento".

Bulgarelli, entretanto, rebate o argumento, apontando que o próprio exercício do controle traz vantagens concretas que já compensam as tais responsabilidades; além do que os minoritários não assumem essa condição necessariamente por opção, mas também por falta dela, isto é, pela impossibilidade de participarem do controle. O argumento certamente pode ser estendido, sem prejuízo à lógica: em um primeiro momento, o modo de exercício do controle é conhecido do não-controlador; a partir da alienação do controle, sem elementos que lhe permitam estar seguro dos rumos que o novo controlador imporá à administração, é razoável conceder-lhe o direito de retirar-se da companhia, recebendo por suas ações o valor devido — e, uma vez que suas ações sejam semelhantes às ações envolvidas no negócio de alienação de controle, impõe-se, pelo princípio do tratamento igualitário, receber o pagamento no mesmo preço e em idênticas condições. E, voltando ao comentarista: o prêmio representa o pagamento pelos intangíveis e, mais propriamente, o aviamento da empresa, o qual pertence, como consequência do raciocínio, a todos os acionistas.³⁵

34. Bulgarelli, *ibid.*, pp. 157-158.

35. Retorna-se aqui ao conceito de que o prêmio representa uma expropriação do valor das ações dos acionistas não-controladores, uma vez que os controladores lograram obter uma valorização de suas ações às expensas da valorização da companhia como um todo. Todavia, o argumento é rico por não afastar a eventualidade de se tratar não de sobrevalorização do preço de venda, mas de sub-valorização do valor de mercado. É ressaltado que o mercado de capitais no Brasil sofre de liquidez limitada e está sujeito a ciclos de depressão de preços, por conta da volatilidade da situação econômica. *Muitas vezes, é*

Wald, em rico estudo que coteja o direito comparado,³⁶ conclui que, no Brasil, o fundamento da norma consolidou-se como a regra de igualdade de oportunidade, e desse modo tem sido aplicada, desde o art. 254 original (§ 1º). Essa formulação, entretanto, tem uma outra implicação: a de que a igualdade se justifica apenas entre ações da mesma classe.³⁷ Este argumento foi a pedra angular de interpretação que inicialmente vicejou para o art. 254 antigo, ou seja, de que os preferencialistas estariam excluídos da prerrogativa legal de participação no prêmio. E assim seria em decorrência da própria natureza dos conceitos de majoritário/minoritários ou, melhor dizendo, controlador/não-controlador, que só pode ser apurado pelo exercício do poder político nos órgãos societários e, em última instância, pelo voto na assembléia geral. Como as ações preferenciais, de regra, são desprovidas de direitos políticos, não poderiam ser alcançadas pela norma igualitária, visto não constituírem ações iguais.

A referida Resolução CMN 401/1976 deu um passo além e estatuiu que apenas os titulares de ações com direito de voto tinham direito ao *tag along* e eram, todos,

a preço de mercado das ações que está deprimido, e não o valor da venda que está exagerado. Veja-se que, então, o sobrepreço não corresponderá, em termos teóricos, à remuneração do controle, mas ao valor econômico da companhia, o que afasta a hipótese do centro do presente estudo; entretanto, ainda neste caso, e principalmente nele, justifica-se a realização da oferta pública de que trata o art. 254, pelo princípio do tratamento igualitário.

36. Quanto ao direito comparado e as diversas teorias justificando o tratamento igualitário, interessante consultar Arnoldo Wald, "A oferta pública, a igualdade dos acionistas e o direito comparado", in *RDM* 43/15-18. Merece igual interesse o estudo de Roberta Nioac Prado, *ibid.*, pp. 89-93.

37. Para emoldurar seu argumento, Wald recorre ao aforisma imortalizado por Ruy Barbosa, em sua Oração aos Moços, que transcrevemos em homenagem ao gênio do Águia de Haia: "A regra da igualdade não consiste senão em quinhoar desigualmente os desiguais, na medida em que se desiguam. (...) Tratar com desigualdade a iguais, ou desiguais, com igualdade, seria desigualdade flagrante e não igualdade real".

destinatários de oferta pública;³⁸ critério que, por fim, se viu adotado pela esmagadora maioria dos comentaristas e persistiu até a revogação do instituto pela Lei 9.457/1997.

6. Princípios do direito ao "tag along" na Reforma da LSA

Com esses pressupostos, podem ser tiradas algumas conclusões para esclarecer a interpretação e permitir uma correta aplicação do art. 254-A, e seus §§, da LSA. Baseia-se a proteção em quatro fundamentos, o primeiro, genérico, e os demais, restritivos: o tratamento igualitário; a proteção à poupança popular; a valorização da responsabilidade do controlador; e o direito de opinar.

O *tratamento igualitário*, cujo fundamento já se expôs, constitui o princípio basilar do direito dos acionistas não-controladores à participação no prêmio de controle. A redação do art. 254-A, neste sentido, contribuiu para sepultar a antiga polêmica, visto que identifica com clareza e abrangência os destinatários da oferta pública bem como as hipóteses concretas de alienação de controle. Assim, não são apenas os negócios envolvendo ações que estarão sujeitos à condição de realizar oferta pública de aquisição, mas a "transferência, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade" (§ 1º do art. 254-A).

Exsurge a adoção do conceito de controle como um fato e, portanto, a definição

38. Ainda que persistissem vozes isoladas propugnando a extensão do direito inclusive aos acionistas sem direito de voto, cf. Carvalhosa e Eizirik, *ibid.*, p. 391.

da alienação pelo resultado do negócio: independente de envolver ações, valores mobiliários ou direitos de qualquer espécie, e desde que presente no direito negociado o conteúdo político (correspondente direito de voto), importa é que o resultado da aquisição seja a integração do adquirente na estrutura de controle interno, isto é, na assunção do controle solitário em sucessão ao do alienante, ou na integração ao bloco de controle preexistente em lugar daquele.

Se bem que a nova redação soluciona a questão de se reconhecer o direito também ao acionista não-controlador preferencialista, desde que com direito de voto, impõem-se outras dúvidas ainda não esclarecidas. A primeira diz respeito ao direito de voto decorrente da falta de pagamento aos preferencialistas dos dividendos fixos por três exercícios consecutivos (art. 111, § 1º, da LSA). Este direito implica a participação destes como destinatários da oferta pública? Há quem considere que não, porque o direito de voto não teria o requisito da permanência, exigido no art. 116 da LSA. Essa não é, todavia, a melhor interpretação. O requisito da permanência, ou estabilidade, é exigido para a caracterização do poder de controle. Ora, na hipótese em questão, o art. 254-A trata justamente da participação de *acionistas não-controladores* na oferta pública. Não há como, em decorrência, estender a não-controladores requisitos ou exigências que tipificam o poder de controle, do qual, por definição, não participam. Ademais, a hermenêutica não admite que o intérprete restrinja ou distinga se o legislador não o fez, e a lei exige, pura e simplesmente, para a participação no *tag along*, a titularidade de ações com direito de voto.

No entanto, uma segunda questão, decorrente da primeira, surge, relativa ao conteúdo do direito de voto. Qualquer direito de voto, por mais limitado que seja, autoriza o preferencialista a participar da oferta? Já na norma antiga havia a discussão.³⁹ De

acordo com o conceito exposto de poder de controle, a conclusão é a de que apenas o direito de voto que abranja a eleição de administradores concede ao titular da ação respectiva o direito previsto no art. 254-A. Se, todavia, houver restrição no direito de voto que implique o impedimento de votar na eleição dos administradores, então claramente não assiste ao preferencialista o direito a compartilhar do prêmio de controle.⁴⁰

O próprio princípio do tratamento igualitário impõe uma nova questão, absolutamente nova, decorrente da interpretação do *caput* do art. 254-A à vista do seu § 1º: o § 1º reconhece, como títulos cuja negociação é passível de resultar na alienação do controle, “ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações”. Sendo assim, é possível estender o direito à participação no prêmio de controle a todos os titulares dos direitos supra relacionados, apesar de não serem acionistas, no sentido estrito?

A aplicação do princípio obriga a concluir que sim. Se a venda de um determinado direito resultou na transferência do poder de controle, com o pagamento de um prêmio, então o titular de um direito idêntico merece tratamento idêntico e é, também, destinatário da oferta pública, ainda que não seja propriamente acionista.

Já o princípio da *proteção à poupança popular* fundamenta a limitação, muito criticada e de outra forma inexplicável, da aplicação do art. 254-A apenas às companhias abertas, excluindo as companhias fe-

40. Roberta N. Prado indica como melhor solução o “*exame caso a caso*”. De fato, as hipóteses fáticas de restrições são tão abrangentes que é difícil teorizar sobre todas. Entretanto, o princípio geral é o da titularidade de ações que permitam uma potencial participação em atos típicos de controle.

39. Roberta N. Prado, *ibid.*, p. 91.

chadas. De fato, os críticos⁴¹ têm toda razão em diagnosticar o ambiente das companhias fechadas como muito mais propício a abusos, havendo muito mais dificuldades para os acionistas de companhias fechadas desfazerem-se de suas ações, no caso de lhes faltar confiança nos desígnios do novo controlador. No entanto, nas companhias fechadas não houve o recurso à poupança pública, que foi tido com fundamento informativo de todas as disposições legais em defesa dos acionistas minoritários;⁴² razão pela qual não se concede, aos acionistas daquelas companhias, a proteção do art. 254-A.

O princípio da *valorização da responsabilidade do controlador* é uma novidade trazida pela Lei 10.303/2001, e fundamenta a mitigação do tratamento igualitário, ao conceder ao adquirente a possibilidade de eximir-se da obrigação legal estatuída no art. 254-A, *caput*, mediante a oferta de apenas 80% (oitenta por cento) do valor pago às ações integrantes do bloco de controle. Assim, o que a lei implicitamente admite é que o controlador tem o direito de apropriar-se desse *plus* em pagamento das responsabilidades assumidas pelo exercício do poder de controle.

Por fim, mas não menos importante, o princípio do *direito de opinar*. É fato que o art. 254-A concede ao acionista não-controlador a igualdade de oportunidade, isto é, o direito de aproveitar a ocasião da venda das ações pelo controlador para também desfazer-se de suas posições. Esse di-

reito reverte ou em um custo maior para o adquirente, que se vê obrigado a despender maior quantia do que a que pretendia, ou para o alienante, considerando que o sobrepreço proposto já computou a necessidade de proceder a oferta pública e assim descontou esse custo do valor pago.

Para permitir a acomodação dos interesses de todos os envolvidos, o legislador introduziu, com o § 4º do art. 254-A, a possibilidade de o adquirente oferecer ao acionista não-controlador, além da compra das ações pelo preço mínimo de 80% do valor pago ao controlador, o pagamento da diferença entre o valor de mercado e o preço pago ao controlador, permanecendo na condição de acionista da companhia. Referido prêmio seria um estímulo ao acionista destinatário da oferta pública, para que fique na companhia aberta e não exerça o direito de exigir a compra de suas ações.

Sobre esse tema, já desponta a polêmica na doutrina. Cantidiano⁴³ entende que esta é uma "*decisão unilateral*" do adquirente, ou seja, cabe a ele decidir se realiza uma oferta pública de aquisição de ações, ou se simplesmente paga aos acionistas não-controladores a diferença entre o valor de mercado das ações o preço pago ao controlador, não cabendo escolha para estes. Já Carvalhosa e Eizirik⁴⁴ defendem que a oferta do prêmio é uma alternativa a ser oferecida aos acionistas não-controladores cumulativamente com a opção de compra das ações.

Esposa-se aqui o entendimento de Carvalhosa e Eizirik, não apenas pela interpretação do § 4º do art. 254-A à luz das regras de hermenêutica, mas elevando a possibilidade de retirada do acionista não-controlador a um princípio, decorrente da proteção à poupança popular, que se denomina *direito de opinar*. Admite-se, assim, que o direito do acionista não-controlador de discordar da transferência do controle só é

41. Carvalhosa e Eizirik, *ibid.*, p. 391; Fábio K. Comparato, *ibid.*, p. 247; Mauro R. Pentecado, *ibid.*, p. 17; Roberta N. Prado, *ibid.*, p. 93.

42. Sobre a origem da lei, v. nota 4. Contemporaneamente, o conceito de proteção à poupança popular foi retomado pelo deputado federal Antônio Kandir, como se pode ler na Exposição de Motivos do Substitutivo que apresentou ao Projeto de Reforma: "Aquele que atende a um apelo público para capitalização de um empreendimento, confiando seus recursos a terceiros, de quem dependerá o sucesso de seu investimento, faz jus a que seus interesses tenham uma proteção minimamente adequada" (cf. Carvalhosa e Eizirik, *ibid.*, p. 15).

43. Luiz Leonardo Cantidiano. *Reforma...* p. 248.

44. *Ibid.*, p. 410.

adequadamente protegido se lhe for garantida a opção de vender suas ações. Assim, a adesão à oferta pública passa a ser o instrumento pelo qual o acionista não-controlador pode manifestar sua dissensão, retirando-se da companhia.

O texto do § 4º permite essa interpretação valorativa, e se pode dizer mesmo teleológica, porque vai na esteira da intenção expressa do legislador, de se devolver aos acionistas minoritários direitos que em má hora lhe foram amputados, pela Lei 9.457/1997. Ora, o § 4º é expresso em atribuir aos acionistas minoritários a “*opção de permanecer na companhia*”. O vocábulo “*opção*”, tanto na sua acepção jurídica como na vulgar, subentende a existência de duas ou mais alternativas à disposição de quem cabe a escolha.⁴⁵

Trata-se, na verdade, de duas opções: a primeira, do adquirente do controle, que pode, segundo sua conveniência, simplesmente realizar a oferta pública, permitindo que o acionista minoritário venda suas ações; ou pode, segundo sua conveniência, oferecer-lhe a alternativa de receber o pagamento do prêmio, calculado pela diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago pelo bloco de controle. Ao acionista minoritário, destinatário da oferta, cabe o ato de optar, isto é, escolher entre uma e outra alternativa a que mais lhe convenha.

Não avançando nessa seara da conveniência econômica, que deve ser decidida casuisticamente pelos acionistas em tal posição, o fato é que, em contrapartida à op-

ção do adquirente, há uma segunda opção, que é a do minoritário, de aceitar o pagamento da diferença, ou insistir na aquisição de suas ações, conforme lhe concede o *caput*.

O que não se pode admitir é que uma norma como o art. 254-A, contextualizada como protetiva dos interesses dos minoritários, seja interpretada de modo a transubstanciar o que é uma opção garantida ao destinatário da oferta pública em uma imposição, por ato unilateral do adquirente, excluindo a decisão de sua órbita jurídica. A lei confere, expressamente, ao acionista minoritário o direito de optar, que não é compatível com a sua sujeição a um ato unilateral do adquirente.

7. Encerramento

A recente reforma da LSA padece de atecnias e, mesmo, de absurdos, que os comentaristas fartam-se de apontar; não apresenta consistência ideológica ou programática; os avanços indiscutíveis são contrapostos a retrocessos inacreditáveis. É, por consequência, fruto genuíno do processo legislativo brasileiro, democrático, mas ainda um tanto tateante, suscetível a pressões de toda ordem e seduzido pelas soluções de compromisso. Foi o resultado de uma iniciativa que nasceu sob a divisa do resguardo dos direitos dos acionistas minoritários e da *corporate governance*, mas que se viu obrigada a entregar alguns anéis para que não se perdessem os dedos.

No contexto da oferta pública para aquisição de ações na alienação de controle, o simples fato de ter sido reintegrada ao direito positivo é motivo de júbilo, eis que a intenção de proteger o direito dos minoritários é justificável em qualquer esfera, seja administrativa, política, jurídica ou econômica. Que o legislador tenha encontrado uma solução de compromisso (o redutor dos 80%) para tentar agradar a gregos e troianos, e não tenha agregado forças capazes de radicalizar o princípio da proteção aos minoritários, é apenas uma seqüela dos vícios estruturais do processo políti-

45. “Do latim *optio*, de *optare* (escolher, eleger), é, na terminologia jurídica, tomado em seu sentido originário: significa a escolha ou a eleição. Nesta acepção, portanto, o direito de opção é o direito de escolha, quando há mais coisas para escolher. Em semelhante circunstância, a opção, necessariamente, pressupõe a existência de uma obrigação alternativa, em que se cumpre de maneiras diferentes: de uma ou de outra forma” (De Plácido e Silva, *Vocabulário Jurídico*, v. III, 4ª ed., p. 1.095). “2. aquilo por que se opta, uma de duas ou mais possibilidades pelas quais se pode optar; alternativa” (*Dicionário Houaiss da Língua Portuguesa*, 1ª ed., p. 2.069).

co nacional. Mas não se deve permitir frutifique interpretação da lei que nela encontra o que lá não está, restringindo ainda mais o direito dos minoritários.

Encerra-se o estudo com a pretensão de ter contribuído para uma análise sistemática do direito do acionista não-controlador a participar do prêmio de controle, em especial com a explicitação dos princípios que regem o instituto, de modo a facilitar sua compreensão e aplicação, no interesse da proteção aos minoritários.

São Paulo, junho de 2002.

Bibliografia

- BULGARELLI, Waldirio. *Regime Jurídico de Proteção às Minorias nas S/A*. Rio de Janeiro, Renovar, 1998.
- CANTIDIANO, Luiz Leonardo. "Alienação e aquisição de controle", in *Revista de Direito Mercantil* 59, jul.-set. 1985.
- . *Reforma da Lei das S/A Comentada*. 1ª ed., Rio de Janeiro, Renovar, 2002.
- CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. v. 2, São Paulo, Saraiva, 1998.
- . *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. v. 4, t. II, São Paulo, Saraiva, 1998.
- . e EIZIRIK, Nelson. *A Nova Lei das S/A*. 1ª ed., São Paulo, Saraiva, 2002.
- COMPARATO, Fábio Konder. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 3ª ed., Rio de Janeiro, Forense, 1983.
- . "Alienação de controle de companhia aberta", in *Direito Empresarial — Estudos e Pareceres*, São Paulo, Saraiva, 1990.
- DE PLÁCIDO E SILVA. *Vocabulário Jurídico*. v. III e IV, 4ª ed., Rio de Janeiro, Forense, 1975.
- FRONTINI, Paulo Salvador. "Sociedade anônima — Direito de retirada — Recesso de dissidente — Lei Lobão: um precedente judicial", in *Revista de Direito Mercantil* 86, abr.-jun. 1992.
- HOUAISS, Antônio. *Dicionário HOUAISS da Língua Portuguesa*. 1ª ed., Rio de Janeiro, Objetiva, 2001.
- LAMY FILHO, Alfredo e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S/A*. v. II, "Pareceres", 2ª ed., Rio de Janeiro, Renovar.
- LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. "Poder de controle", in *Estudos e Pareceres sobre Sociedades Anônimas*, São Paulo, Ed. RT, 1989.
- LOBO, Jorge. "Proteção à minoria acionária", in *Revista de Direito Mercantil* 105, jan.-mar. 1997.
- MOTTA, Néelson Cândido. "Alienação de controle de instituições financeiras. Acionistas minoritários. Notas para uma interpretação sistemática da Lei das S/A", in *Revista de Direito Mercantil* 46, abr.-jun. 1982.
- . "Alienação do poder de controle compartilhado", in *Revista de Direito Mercantil* 89, jan.-mar. 1993.
- PENTEADO, Mauro Rodrigues. "Apontamentos sobre a alienação do controle de companhias abertas", in *Revista de Direito Mercantil* 76, out.-dez. 1989.
- . "A Lei 7.958 e a pretensão modificação do direito de retirada dos acionistas: uma discussão inócua", in *Revista de Direito Mercantil* 77, jan.-mar. 1990.
- . "20 anos de promulgação da Lei das S/A: anteprojetos e projeto visando sua reforma", in *Revista de Direito Mercantil* 105, jan.-mar. 1997.
- . "Direito de retirada dos acionistas na Lei 9.457/1997", in *A Reforma da Lei das S/A*. 1ª ed., São Paulo, Atlas, 1998.
- PRADO, Roberta Nioac. "Da obrigatoriedade por parte do adquirente do controle de sociedade por ações de capital aberto de fazer simultânea oferta pública, em iguais condições, aos acionistas minoritários — Art. 254 da Lei 6.404/1976 e Resolução CMN 401/1976 — É efetivo mecanismo de proteção aos minoritários?", in *Revista de Direito Mercantil* 106, abr.-jun. 1997.
- REQUIÃO, Rubens. "O controle e a proteção dos acionistas", in *Revista de Direito Mercantil* 15/16, 1974.
- SALOMÃO FILHO, Calixto e RICHTER JR., Mário Stella. "Interesse social e poderes dos administradores na alienação de controle", in *Revista de Direito Mercantil* 89, jan.-mar. 1993.

SZTAJN, Rachel. *Direito de Recesso*. Tese de Doutorado, 1982, disponível na Biblioteca Tullio Ascarelli, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo.

WALD, Arnoldo. "A oferta pública, a igualdade dos acionistas e o direito comparado", in

Revista de Direito Mercantil 43, jul.-set. 1981.

———. "Do descabimento da oferta pública de compra em relação às ações preferenciais", *Revista de Direito Mercantil* 45, jan.-mar. 1982.