

JURISPRUDÊNCIA

LIQUIDAÇÃO DE SENTENÇA POR CÁLCULO — MATÉRIA DE PROVA — COMPRA DE CONTROLE ACIONÁRIO EM SOCIEDADE DEPENDENTE DE AUTORIZAÇÃO

CALIXTO SALOMÃO FILHO

LIQUIDAÇÃO DE SENTENÇA POR CÁLCULO — Matéria de prova — Compra de controle acionário em sociedade dependente de autorização — Acordo de herdeiros sócios — Ilegitimidade de inventariante em transações contra o espólio — Inteligência do art. 57 do CC — Exegese do art. 255 da lei 6.404/76.

Impõe a liquidação por cálculo do contador quando o *quantum* resulta de simples operação aritmética, utilizando-se de elementos e dados oficiais, e o preço das ações consta do mercado.

Se, na conclusão do *decisum* impugnado, a situação fática teve peso preponderante na solução da lide, esta não pode ser revista em sede de Especial (Súmula 7 — STJ).

Na exegese do art. 255 da Lei 6.404/76, tem-se que, se a compradora do controle acionário da sociedade, que depende de autorização para funcionar, faz essa aquisição visando a uma posterior incorporação, a aquisição do controle já deve ser considerada como uma fase inicial da incorporação.

Ilegitimidade do inventariante para, representando o Espólio, contra este praticar atos de liberalidade e em detrimento dos herdeiros.

Recurso conhecido e improvido.

STJ — Resp. 34.834-5-PR-3.ª T — Rel. Min. Waldemar Zveiter — j. 14.9.93 — v.u.

ACÓRDÃO — Vistos, relatados e discutidos estes autos, acordam os Senhores Ministros da 3.ª Turma do Superior Tribunal de Justiça, na conformidade dos votos e das notas taquigráficas a seguir, por unanimidade, conhecer do recurso especial, mas lhe negar provimento. Participaram do julgamento os Srs. Mins. Cláudio Santos, Costa Leite, Nilson Naves e Eduardo Ribeiro.

Custas, como de lei.

Brasília, 14 de setembro de 1993 — EDUARDO RIBEIRO, pres. — WALDEMAR ZVEITER, relator.

RELATÓRIO — *O Exmo. Sr. Min. Waldemar Zveiter: O Banco Bamerindus do Brasil S/A. — nos autos da Ação Ordinária movida contra si pelo Espólio de René Zamlutti e outros — interpõe Recurso Especial contra o acórdão de fls.*

A conclusão do Aresto impugnado embasou-se nos seguintes lineamentos: - a interveniência do Banco Central do Brasil desloca o processamento e julgamento da causa para a Justiça Federal; - o inventariante não pode praticar atos de liberalidade porque estes são incompatíveis com seu encargo de preservar os bens até a partilha e, por último; - as ações preferenciais e não apenas as ordinárias são, no processo de incorporação de empresas, sujeitas à oferta pública de aquisição.

Rebatendo os 2 últimos tópicos, o Banco recorrente fundamenta seu apelo nas letras *a* e *c* do permissivo constitucional e sustenta que o aresto, ao decidir como decidiu, vulnerou, no seu entender, as normas dos arts. 604, III, e 608 do CPC; as dos arts. 57; 1.580 e 1.801, do CC; e as dos arts. 255, § 1.º; 255, IV, e 261, *caput*, da Lei 6.404/76 (Lei das Sociedades Anônimas — Direito Comercial).

Pretende ainda que o Julgado teria dissentido de precedentes que anota (fls.).

Submetido a exame de admissibilidade, o apelo foi deferido, atendendo-se a que a matéria foi prequestionada; os fundamentos trazidos à baila pelo Bamerindus são de extrema relevância jurídica; a razoabilidade da interpretação dada à espécie pelo aresto deve ser examinada

e, enfim, o recurso deve ser apreciado, no que se refere à letra *c*, posto que preencheu os requisitos do art. 255, e seus parágrafos do RISTJ.

É o relatório.

VOTO — O Exmo. Sr. Min. Waldemar Zveiter (relator): Cuida-se de Ação Ordinária ajuizada pelo Espólio de René Zamlutti e outros (ora recorridos) pretendendo que o Banco Bamerindus do Brasil S/A., ao absorver por incorporação o controle acionário do Banco Financial S/A. do qual o Espólio era acionista minoritário, também deste adquira as ações que detém.

Irresignado com a conclusão do acórdão que lhe é adverso, o Banco Bamerindus apresenta, contra o *decisum*, Especial, apoiando-se nas letras *a* e *c* da Constituição Federal.

Pela letra *a*, e com relação aos arts. 604, III, e 608 do CPC, ditos violados, o apelo não procede.

Isso porque a questão atinente a tais normas teve resolução adequada, eis que era a que mais convinha ao caso da liquidação da sentença.

No aspecto, demonstra o eminente-relator que (fls.):

“A sentença deve ser liquidada por cálculo do contador. O número de ações do Espólio de René Zamlutti é conhecido. Pouco importa qual a participação de Maria Esmeralda Mineu Zamlutti nessa universalidade. O direito discutido é o do espólio, que não se obrigou no ajuste tal como demonstrado. Agora, o prazo para o pagamento das ações se conta a partir do trânsito em julgado da sentença de liquidação, não como equivocadamente está dito no julgado de 1.º grau. É preciso, antes, liquidar o montante da condenação, para que depois inicie o prazo para o respectivo pagamento.

Voto, por isso, no sentido de dar provimento, em parte, à apelação apenas para explicitar que o prazo para o pagamento das ações será contado a partir do trânsito em julgado da sentença de liquidação, mantido o procedimento do cálculo do contador (o número de ações do Espólio de René Zamlutti é conhecido)”.

A liquidação feita por cálculo do contador era de se impor, como de fato foi determinado pelo acórdão, ao verificar que o *quantum* devido resultava de simples operação aritmética, utilizando-se dos elementos e dados oficiais, bem como do preço das ações, estabelecido no mercado financeiro. Afinal, trata-se de matéria de fato, toda essa levantada para o cálculo, de

insuscetível reexame na via estreita do recurso (Súmula 7 do STJ).

Quanto à pretendida negativa de vigência aos arts. 57; 1.580 e 1.801 do CC, ao contrário do que entende o recorrente, o acórdão impugnado ajustou-se ao princípio que emana da norma do art. 57 do CC, sendo certo, ainda, que, para o caso *sub judice*, as demais normas civis são desinfluentes.

O eminente relator, sopesando e avaliando os elementos, provas, documentos e fatos da causa, observando o art. 57 do estatuto civil, apurou caracterizada a ilegitimidade da inventariante, quando, representando o espólio, e em detrimento deste, praticou atos de liberalidade, na promessa irrevogável e irretroatável de compra e venda de ações.

Isso está refletido, neste trecho do *decisum* (fls.):

“O Espólio de René Zamlutti, ao tempo em que foi convenionada a alienação do controle acionário do Banco Financial S/A., era titular de 1.810.799 ações ordinárias e 501.413 ações preferenciais representativas do respectivo capital, cada uma das quais cotadas nominalmente em Cr\$ 10,48 (fls.).

Nenhuma dessas ações foi objeto da indigitada promessa de compra e venda. Por outro lado, o espólio de René Zamlutti não teve, ao menos à luz dos autos, qualquer vantagem no negócio. Pelo contrário, sofreu prejuízos, na medida em que o valor de suas ações foi transferido para o daquelas alienadas, cujo preço alcançou Cr\$ 198,76 (fls.).

Esse foi o efeito prático do negócio: parte das ações representativas do capital social do Banco Financial S/A., de propriedade do que se convenionou chamar “Família Zamlutti” foi sobrevalorizada; outra parte foi desvalorizada, nesta última incluídas todas as que pertenciam ao espólio de René Zamlutti.

A desvalorização decorreu, num primeiro momento, de modo expresso, pela renúncia ao exercício do direito de dissidência e, depois, pela exclusão, no edital de oferta pública da compra de ações pelo Banco Bamerindus do Brasil S/A., dos títulos pertencentes ao espólio de René Zamlutti (fls.).

Assim entendida, a participação do espólio de René Zamlutti na “promessa irrevogável e irretroatável de compra e venda de ações” constituiu um ato de liberalidade, vedado ao inventariante em qualquer hipótese, vale dizer, com ou sem autorização judicial.

Isso decorre da própria natureza da administração vinculada a uma finalidade legal, aqui o da partilha futura sem perda da substância do acerto, incompatível com os atos de disposição gratuita.

Em outras palavras, os atos de administração são da alçada do inventariante; de modo exclusivo, se incluídos no conceito de administração ordinária; com autorização judicial, se disserem respeito aos atos previstos no art. 992 do CPC. Agora, os atos de liberalidade, que se opõem por natureza aos de administração vinculada à finalidade de manter a substância do espólio, não podem ser praticados pelo inventariante, ainda que com autorização judicial, porque ilegal, na medida em que contrariam o que de essencial está disciplinado no Liv. IV, Tít. I, Cap. IX do CPC, que trata do inventário e da partilha: o modo como, preservados, os bens decorrentes da abertura da sucessão devem ser transmitidos.

À base disso, fica claro que o espólio de René Zamlutti não se obrigou aos termos da "promessa irrevogável e irretroatável de compra e venda de ações" ajustada pelo instrumento cuja cópia consta de fls.

Maria Esmeralda Mineu Zamlutti assinou o contrato de promessa irrevogável e irretroatável de compra e venda de ações em nome próprio e como inventariante do espólio de René Zamlutti (fls.). Há um significado evidente nisso: o de que representava dois interesses. No que lhe diz respeito, vale dizer, quanto às ações que titularizava na época, a sua anuência é válida e eficaz. Agora, não no que se refere ao Espólio de René Zamlutti, que na forma do art. 57 do CC é uma universalidade. Se este foi mal representado no ajuste, os efeitos disso se produzem em relação a todos os que concorrem ao respectivo patrimônio, que é juridicamente indivisível até que transite em julgado a sentença de partilha".

O que se depreende, a partir da leitura do aresto, é que, analisando os termos da promessa irrevogável e irretroatável de compra e venda de ações e coletados os demais elementos concretos da causa, houve, como vislumbrado pelo *decisum*, manobra de interessados no sentido de subestimar as ações do Espólio, desvalorizando-as para que outras detivessem maior valor.

O julgador destacou pontos nos quais concluiu seu entendimento.

Ressaltou que a participação do espólio, aderindo à transação, é ilegítima. Isso é verdade, até porque a inventariante manifestou decla-

ração de vontade em nome do espólio, deferindo, quando às ações da *universitas juris*, liberalidade em detrimento desta mesma universalidade de direitos, o que não é lícito fazê-lo.

Nulo que seja, como de fato restou provado, a transação quanto ao Espólio, um outro ponto que também remanesceu incontroverso é no que se refere a posição das ações do Espólio.

O eminente relator nos dá conta de que as ações da herança eram majoritárias quando controlavam a companhia incorporada, ou seja, o Banco Financeiro S/A., todavia, na fase inicial do procedimento, mas já transferido o controle para o Bamerindus. Por via reflexa da malsinada transação, ditas ações perderam o poder controlador, quedando-se desvalorizadas e transfiguradas em minoritárias.

Toda essa demonstração foi, pelo acórdão recorrido, deduzida, lastreando-se o ilustre prolator nas provas, nos fatos e na interpretação da transação de venda das ações, o que, por si só, trancaria a revisão do julgado, na via do apelo, a teor das vedações sumulares contidas nos verbetes 5 e 7 do STJ.

Assim, da situação concreta mostrada nos autos outro não poderia ser o direito aplicado que o emanado do art. 255 da Lei 6.404/76, imposto pelo *decisum*.

Esse aspecto foi avaliado pelo julgador, nestes termos (fls.):

"Passa-se, agora, ao exame da questão atinente ao art. 255 da Lei 6.404/76. Observa-se, inicialmente, que as sociedades anônimas, nos termos do art. 4.º da Lei 6.404, de 15.12.76, podem ser de companhia aberta ou fechada, conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação em bolsa ou no mercado de balcão. As companhias abertas devem ser registradas na Comissão de Valores Mobiliários, a fim de que os eventuais investidores possam avaliar suas condições no momento e as perspectivas futuras.

Para este tipo de companhia a Lei 6.404/76 traçou regramento especial para a alienação do controle, conforme se vê no art. 255. E no § 1.º expressamente exigiu tratamento equitativo aos acionistas minoritários. E no caso, como bem ponderou o representante do Ministério Público Federal (fls.), na espécie até mesmo o § 2.º era de ser observado, pois se tratava de autêntica incorporação por etapas. Imprescindível, portanto, a oferta pública de aquisição das ações preferenciais, como bem decidiu o zeloso Juiz Federal sentenciante (fls.).

Percebe-se, por todos estes fatos e mais pelos que constam do voto do eminente juiz relator, cujas ponderações são adotadas nesta oportunidade, que a Sentença merece ser confirmada. Exceto na parte atinente à execução, onde antecipou-se à necessária liquidação”.

Esse entendimento coincide também com lição que Fran Martins tece sobre o tema, quando interpreta o art. 255 em comento.

Diz o Doutrinador: “Tudo indica que, se a compradora do controle acionário da sociedade que depende de autorização para funcionar faz essa aquisição visando a uma posterior incorporação, a aquisição do controle já deve ser considerada como uma fase inicial da incorporação, que é, no fundo, a operação pretendida pela adquirente. Não se trata, em última análise, de uma aquisição de controle mas da incorporação de uma sociedade cujo ato inicial é a aquisição, pela incorporadora, da maioria das ações da companhia a ser incorporada, sendo garantido aos acionistas que não quiserem fazer parte da incorporadora o reembolso de suas ações, não apenas pelo valor patrimonial das mesmas mas incluídos nesse valor os intangíveis da sociedade, o que se obterá calculando o valor de cada ação pelo que a incorporadora pagou, ao adquirir o controle da incorporada, aos acionistas controladores desta” (*Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, Forense, 1985, pp. 351/352).

Ainda com relação a esta norma (art. 255), que no projeto legislativo era o art. 256, a interpretação autêntica orientou-se em que:

“De outro lado, no então art. 256, os autos do projeto, à vista de exemplos pretéritos de operações de venda de controle de instituições financeiras, que apresentam circunstâncias peculiares, e nas quais foram desrespeitados os interesses dos acionistas minoritários, era subordinada, a alienação de controle de companhia sujeita a autorização governamental para funcionar, à prévia autorização da autoridade competente para aprovar seu estatuto, à qual cabe zelar para que os acionistas minoritários não sejam prejudicados.

Esclareça-se que, em tais companhias especiais, existem direitos intangíveis que, embora não contabilizados, pertencem à companhia, e, pois, aos seus acionistas. Como tais intangíveis, na hora em que é negociada a venda do controle, são considerados, de modo preponderante, na fixação do preço da transação, procurou o legislador, com aquele dispositivo, evitar que,

como ocorrera no passado, o valor dos intangíveis fosse indevidamente apropriado pelo acionista controlador, como se aqueles bens intangíveis fossem de sua exclusiva propriedade” (fls.).

Explicita o Autor (fls.).

“Passemos agora a examinar as regras incidentes sobre a alienação do controle da companhia aberta especial, aquela que depende de autorização do governo para funcionar. O Congresso manteve, na íntegra, as normas que constavam do art. 256 do Projeto, reenumerando-o como art. 255, assim redigido:

“Art. 255. A alienação do controle de companhia aberta que dependa de autorização do governo para funcionar e cujas ações ordinárias sejam, por força de lei, nominativas ou endossáveis, está sujeita à prévia autorização do órgão competente para aprovar a alteração do seu estatuto.

“§ 1.º — A autoridade competente para autorizar a alienação deve zelar para que seja assegurado tratamento equitativo aos acionistas minoritários, mediante simultânea oferta pública para a aquisição das suas ações, ou o rateio, por todos os acionistas, dos intangíveis da companhia, inclusive autorização para funcionar.

“§ 2.º — Se a compradora pretender incorporar a companhia, ou com ela se fundir, o tratamento equitativo referido no § 1.º será apreciado no conjunto das operações”.

O objetivo do legislador, ao estabelecer tais regras, foi o de evitar a repetição de operações realizadas em passado recente, pelas quais o controlador da sociedade especial, que é titular de bens intangíveis não contabilizados, e que considera, de modo preponderante, o valor de tais bens na fixação do preço de venda do controle, se apropriava daquele valor, o qual, na verdade, deve ser rateado entre todos os acionistas da companhia, visto que o bem alienado é de propriedade da companhia”.

Assevera mais (fls.): “Acrescente-se, aqui, que a oferta pública deve ser simultânea, de modo a permitir aos acionistas minoritários dela aceitantes a venda, no mesmo instante em que se realiza a operação com o controlador, de suas ações. De outro lado, a moeda do pagamento a ser feito aos minoritários deve ser a mesma que o adquirente utilizou para pagar o alienante do controle.

Hipótese bem diversa é aquela em que o adquirente do controle tem em vista, uma vez

consumada a operação, a extinção da sociedade controlada, mediante incorporação, fusão ou cisão integral. Em tal situação, em que a extinção da companhia é uma pré-condição da transferência do controle, o negócio repercute necessária e inevitavelmente na esfera do interesse jurídico e patrimonial de todos os acionistas, e não apenas daqueles que integram a mesma espécie e classe do acionista controlador.

Como assinala Fábio Konder Comparato, em parecer de 1981, “na aquisição do controle com vistas à imediata incorporação da companhia controlada pela controladora, o que ocorre, no conjunto das operações, é uma cessão da empresa. Tudo se passa como se a sociedade incorporadora houvesse adquirido a totalidade do acervo empresarial da incorporada, pagando a esta o preço dessa aquisição. Apenas o resultado é obtido mediante duas operações distintas (aquisição das ações de controle e subsequente incorporação), ou seja, o que a prática norte-americana denomina *two-steps acquisition* ou *two-steps takeover*”. Assim sendo, assinala Comparato “é antijurídico que esse preço total da aquisição da empresa (e não o preço de aquisição de controle, simplesmente) seja distribuído aos acionistas da incorporada, desproporcionalmente à sua participação no acerto empresarial. Nem estão as partes no negócio de cessão de controle (primeira etapa do conjunto de operações), isto é, o antigo e o novo controlador, legitimados a determinar, como quiserem, a forma de distribuição aos acionistas não controladores, desse valor da empresa cedida; ou, o que é pior, autorizados a privar tais acionistas de qualquer participação nesse valor” (in *RDM* 59, jul.-set./85, ano XXIV (nova série), *Alienação e Aquisição de Controle*, Luiz Leonardo Cantidiano).

Eis aí lineamentos, onde a doutrina procura, com apoio em lições de Fábio Konder Comparato, estabelecer o sentido da norma (*mens legis*) como enfocada pelo legislador e, no caso, como também aplicada.

Ainda na melhor exegese do art. 255 e seus §§ doutrina Erasmo Mendonça de Boer, em seu artigo publicado na *RT* 570/83 e acostado às fls. dos autos:

“O fundamento da norma (art. 255) contido na lei é o de que não podem os controladores usufruir unicamente em seu benefício, em detrimento do interesse dos minoritários (não controladores), da valorização patrimonial e

dos intangíveis da companhia, que decorrem, evidentemente, da capitalização feita com recursos também de todos os minoritários por meio de sucessivos aumentos de capital”.

“Sob outro prisma, é notório que, quando uma grande companhia adquire as ações de outra menor, ela incorpora a pequena, significando o desaparecimento desta; e os clientes e negócios passam a ser tratados diretamente por aquela maior, adquirente. A grande companhia, normalmente, vende a carta patente da matriz incorporada (no caso das instituições financeiras) e as das agências ou são remanejadas para outros locais para a abertura de novas agências da incorporadora, ou são também alienadas. Em suma, a companhia grande se expande e a pequena desaparece. Ora, o princípio normativo que obriga a oferta pública aos minoritários, ou o rateio dos intangíveis, se for o caso, tem por finalidade garantir o direito desses minoritários a não se transformarem, simplesmente, em sócios ainda mais minoritários da sociedade maior que incorporou e aglutinou no seu patrimônio a sociedade menor”.

“A exegese que sustenta como obrigatória somente a oferta pública dirigida aos detentores de ações ordinárias, na realidade, conduz a uma burla ao princípio estabelecido pela lei, uma vez que o detentor de ações preferenciais, apenas porque não vota e, por isso mesmo, não pode impedir a extinção da pessoa jurídica da qual pretendeu fazer parte (e efetivamente fazia), ficará, à luz daquela interpretação, obrigado a pertencer, em situação de desvantagem, na qualidade de acionista também sem direito a voto, à sociedade da qual não queria e não quer fazer parte. Assim, a oferta pública, (que é o resultado do tratamento equitativo) deve, necessariamente, abranger a aquisição de todas as ações que não aquelas em poder do acionista controlador, inclusive as preferenciais, permitindo que esses acionistas ou cedam aos incorporadores suas ações, ou se transformem em acionistas desta pessoa jurídica incorporadora, se assim o desejarem: jamais obrigados, na realidade sufocados pelo maior poder econômico da sociedade maior incorporadora”.

“O intérprete não pode distinguir o que a lei não distinguiu, ou seja, o minoritário com direito a voto e minoritário sem direito a voto. Essa interpretação, errônea, quer ler ao invés de acionistas minoritários, acionistas minoritários com direito a voto, isto é, aqueles titulares de

ações ordinárias, ou, por outro lado, entender que minoritário é somente o acionista com direito a voto sem o poder de controle. Teríamos, af, nesta tecla, a criação (que a lei não previu) de uma nova espécie de acionista que não é nem minoritário e tampouco majoritário. Seria uma espécie de acionista atípico (se fosse possível), já que não possui os direitos pertinentes aos minoritários e nem as vantagens dos controladores”.

Tenho assim, por tais fundamentos que a tese jurídica acolhida pelo aresto impugnado está correta e corresponde ao direito como constituído pelos fatos da causa.

Por isso que as alegações de que foram violadas as normas legais indicadas inexistem e, na hipótese, havendo discrepância, em tese, com o padrão aferido às fls., conheço do recurso pela letra c, mas nego-lhe provimento.

CERTIDÃO — Certifico que a Eg. 3.ª Turma ao apreciar o processo em epígrafe, em sessão realizada nesta data, proferiu a seguinte decisão: “A Turma, por unanimidade, conheceu do recurso especial, mas lhe negou provimento”.

Participaram do julgamento os Srs. Mins. Cláudio Santos, Costa Leite, Nilson Naves e Eduardo Ribeiro.

O referido é verdade. Dou fé.

Brasília, 14 de setembro de 1993

COMENTÁRIO

A decisão transcrita acima representa uma parcial revisão de conceitos estabelecidos em quase 20 anos de vigência da lei das sociedades anônimas. Jurisprudência, doutrina e CVM sempre foram praticamente unânimes ao afirmar a impossibilidade de estender a oferta pública aos minoritários detentores de ações preferenciais. A razão sempre invocada e de uma lógica aparentemente irrefutável é que sendo o sobrepreço pago pelo controle a contrapartida da aquisição do poder de dirigir os negócios sociais, esse só seria devido àqueles detentores de ações com direito a voto.

Com o referido acórdão o STJ pareceu pôr em dúvida tais conceitos. Especifica-

mente no caso de aquisição de controle de instituição financeira, aquisição esta destinada a posterior incorporação, decidiu-se que o valor do sobrepreço pago aos controladores e aos minoritários detentores de ações ordinárias deveria também ter sido pago aos detentores de ações preferenciais. Duas são portanto as peculiaridades do caso em análise. Em primeiro lugar, o fato de tratar-se de instituição financeira em que misturado e talvez incindível do valor do controle encontrava-se o valor objetivo e mensurável da carta patente. Em segundo lugar o fato de no momento da aquisição já se saber que ela seria seguida de uma incorporação.

Importa verificar se essas duas peculiaridades justificam uma exceção à regra antiga que porém deve ser mantida inalterada ou se na verdade traduzem uma incoerência global daquela máxima, justificando uma revisão total dos conceitos.

Em termos por assim dizer de “política decisória” dos tribunais, o fato de o acórdão ter invocado como razões expressas essas duas peculiaridades nada nos pode informar *a priori*. Como é sabido, as decisões pioneiras apresentam via de regra uma característica comum, que os italianos chamam de *timore della breccia*. Trata-se isto é de uma preocupação de que hipóteses outras, não previstas naquele momento, possam ser influenciadas por decisão cujos resultados práticos e aceitação social ainda se quer observar. Para evitar essa possibilidade utiliza-se técnica, de emprego freqüente na *common law* para escapar à força vinculante dos precedentes, chamada de *distinction on the facts*. Particulariza-se o caso, fazendo diferenças da *fattispecie* analisada relativamente à hipótese genérica, de modo a que o fundamento fático das decisões decorra diretamente das características particulares do caso, impedindo-se assim se aplicação analógica a hipótese semelhantes.

1. Ação preferencial: “debênture de risco” ou “ação ordinária sem voto”

Como já salientado acima, a principal consideração à base da negativa de pagamento de sobrepreço às preferenciais está em sua natureza.

Na época de elaboração e discussão da lei societária de 1976, a ação preferencial chegou a ter negada sua representatividade patrimonial com relação à empresa. Afirmou-se que os preferencialistas, pelo seu interesse econômico aproximar-se-iam na verdade muito mais dos debenturistas do que dos demais acionistas da empresa. Segundo essa corrente, o acionista minoritário detentor de ações preferenciais interessar-se-ia primordialmente pela rentabilidade e não pelo patrimônio da empresa. Ao interesse típico do debenturista acrescentaria apenas o interesse pela sorte da empresa, a co-participação no risco empresarial.¹

Essa afirmação, se do ponto de vista econômico é bastante discutível, do ponto de vista jurídico não se sustenta em absoluto, ao menos à luz do direito positivo brasileiro.² Tanto na legislação anterior (Dec.-lei 2.627, art. 78) como na legislação atual (Lei 6.404, art. 109) inclui-se o direito à participação no acervo social em

caso de liquidação como direito essencial de qualquer acionista, não passível de modificação sequer pelo estatuto. Por outro lado, o art. 111 da vigente lei ao referir-se às ações preferenciais, manda observar expressamente o disposto no art. 109 (direitos essenciais).

As duas características acionárias típicas, quais sejam, a existência de um crédito condicionado contra a sociedade a ser exercido se e quando houver liquidação e o direito à participação nos lucros sociais estão presentes também na ação preferencial.³

A tão propalada substituição de uma vantagem política (o voto) por uma vantagem patrimonial (a preferência na distribuição de dividendos) permaneceu uma mera realidade teórica. Poucas são as companhias que adotam a prática do dividendo fixo. Quanto às que adotam o dividendo mínimo, a vantagem dos preferencialistas é meramente temporal em relação aos detentores de ações ordinárias. É verdade que em épocas de inflação alta, e tendo em vista o inexplicável não reconhecimento judicial da obrigatoriedade de pagamento de correção monetária entre a data da AGO que determinou a distribuição de lucros e o seu efetivo pagamento, há vantagens patrimoniais efetivas aos preferencialistas. Ocorre, no entanto, que os mesmos motivos que levavam à disparada dos preços provocavam profundas crises nas empresas. Tais crises, aliadas à prática perversa e institucionalizada do planejamento fiscal, fazem com que a apuração de elevados lucros contábeis e a conseqüente distribuição de dividendos, ao menos em montante significativo, não possa ser considerada um hábito entre as empresas brasileiras.⁴

1. Cf. a opinião de Mário H. Simonsen relatada por A. Wald, “Em defesa das ações preferenciais” in *RDM* 78/20 e ss. (abr.-jun./90).

2. Na Itália ainda hoje se discute em doutrina se é ou não sócio o titular das *azioni di risparmio*. Autores do porte de P. Spada consideram o direito de voto iminente à condição de sócio, negando-lhes aos titulares daquelas ações essa condição — v. “Le azioni di risparmio” in *Rivista di diritto civile*, v.11/597 e ss., 1974; outros do porte de F. Galgano, invertendo a perspectiva, afirmam que exatamente a existência de tal tipo de ação demonstra que a sociedade pode ser exercitada com participações exclusivamente de risco — v. F. Galgano, *Diritto commerciale, Le società*, 4.^a ed., Bologna, Zanichelli, 1992, p. 387.

3. Cf. A. Lamy Filho, J. L. Bulhões Pedreira, *A lei das SA. — pressupostos, elaboração e aplicação*, Rio, Renovar, 1992, p. 168.

4. Cf. M. Carvalhosa, *Comentários à lei das sociedades anônimas*, S. Paulo, Saraiva, 1977, pp. 32 e ss.

De todo modo, representando a distribuição preferencial de dividendos uma real vantagem apenas em situações de inflação alta, ou seja tratando-se de uma vantagem meramente conjuntural, não pode ser oposta a uma vantagem estrutural como é o direito de voto. Desse modo, se a ação preferencial a algo se assemelha juridicamente é a uma “ação ordinária sem voto”, como aliás já tem sido afirmado em doutrina.⁵

Dessas características legais pode-se depreender, com segurança, que a estrutura legal das preferenciais não decorre — aliás não poderia ser de outra forma — de uma verificação anterior e acurada de quais os interesses típicos dos investidores de mercado para posteriormente determinar a conformação interna da companhia. Entendeu-se à época da promulgação da lei ser necessário garantir o controle das empresas nacionais ao empresariado nacional, permitindo a detenção da maioria do poder de voto com pouco emprego de capital. Para isso era necessário excluir grande parte dos acionistas do colegiado votante. Seguiu-se portanto o caminho inverso: da definição de um interesse empresarial-econômico chegou-se à definição do interesse “típico” do investidor de mercado.

Daí o exagero de afirmar que o interesse do preferencialista é um mero interesse na rentabilidade da empresa, colocando a ação preferencial dentro de uma linha evolutiva que tende a eliminar a distinção entre títulos de renda fixa e instrumentos de participação em capital de risco.⁶ Nessa orientação o preferencialista surge como um *sleeping partner*, interessado apenas pelos lucros e excluindo de qualquer co-participação na definição dos interesses da sociedade a médio e longo prazo.

5. Cf. M. Carvalhosa, *Comentários*, loc. cit.

6. Cf. nesse sentido A. Wald, *Em defesa das ações preferenciais*, cit., p. 21.

Contra esse tipo de exagero, decorrente da necessidade de defesa de interesses pressupostos *iustopolíticos*, a decisão transcrita representa, como se verá a seguir, um passo muito relevante.

2. Cessão da organização empresarial X cessão do controle

A decisão em análise é importantíssima e talvez pioneira em se tratando de jurisprudência brasileira no reconhecimento da diferença entre cessão do controle e cessão da organização empresarial. Essa diferença, identificada na doutrina já a algum tempo,⁷ passa agora a ter reconhecimento jurisprudencial.

O acórdão, citando F. K. Comparato, afirma que há cessão da empresa no caso de alienação seguida de incorporação. Diz o acórdão que “tudo se passa como se a sociedade incorporadora houvesse adquirido a totalidade do acervo empresarial da incorporada, pagando a esta o preço dessa aquisição”.

Nesse caso admite o acórdão, ainda citando a doutrina, “ser antijurídico que esse preço total da aquisição da empresa (e não o preço de aquisição do controle, simplesmente) seja distribuído aos acionistas da incorporada desproporcionalmente à sua participação no acervo empresarial”.

É necessário indagar, no entanto, se apenas no caso de transferência do acervo empresarial, com desaparecimento da

7. A expressão “cessão da organização empresarial” foi introduzida por F. K. Comparato, *O poder de controle na sociedade anônima*, Rio, Forense, 1983, p. 250, que a utiliza indiferenciadamente da expressão cessão da empresa e sempre no sentido de alienação seguida de incorporação. Como se tentará demonstrar abaixo, cessão da organização empresarial pode ocorrer em maior número de casos, e não exclusivamente naqueles em que há desaparecimento posterior da personalidade jurídica.

personalidade jurídica, esse tipo de prejuízo pode ocorrer. O simples dado formal, relativo à permanência ou não da personalidade jurídica, não pode ser considerado relevante, como de resto demonstram as tendências atuais de relativização do conceito de personalidade jurídica.⁸

Inserir a sociedade em uma outra estrutura empresarial, ainda que com manutenção da personalidade jurídica, faz supor uma possível alteração da perspectiva de lucro do acionista. Quando essa inserção é acompanhada de uma mudança do direcionamento empresarial, essa perspectiva é ainda mais presente. E os preferencialistas, muito mais que os próprios detentores de ações ordinárias, são capitalistas por excelência. Não é possível alterar a organização empresarial à qual aderiram em função de determinada expectativa de lucro sem atingir gravemente seus interesses. Nesse sentido, eles são titulares não apenas do acervo empresarial, mas também da organização empre-

sarial tanto quanto os demais acionistas com direito a voto, devendo receber o co-respectivo pelo seu valor quando da alienação de controle.

Mas em que casos pode-se dizer que ocorre uma cessão da organização empresarial. Para que isso ocorra é necessário que seja possível identificar, por parte do cessionário, a intenção de alterar substancialmente o direcionamento empresarial, de modo a alterar ou deslocar o centro de coordenação da influência recíproca entre os atos societários.⁹

Na verdade, o legislador já previu a maioria dos casos de alteração da organização empresarial nas hipóteses legais que justificam o direito de recesso (art. 136 c/c art. 137, *caput* da lei das sociedades anônimas): alteração do objeto, participação em grupo de direito, fusão, incorporação etc.¹⁰

Mas não todos. Existem hipóteses de cessão da organização empresarial não previstas entre os casos de direito de retirada. Bom exemplo é a inserção da sociedade em grupo de fato, que pela verticalização ou integração de atividade, reduza a empresa a uma mera engrenagem de uma organização maior, direcionadora única das atividades das sociedades componentes do grupo. Note-se nesse caso que o acionista minoritário preferencialista sequer dispõe de proteção posterior através do direito de retirada.

3. Valor do controle

O aspecto talvez mais interessante da decisão transcrita é o relativo ao valor do controle e sua respectiva titularidade no momento da alienação.

9. É a essa coordenação que dá-se o nome de organização na teoria societária — v. P. Ferro Luzzi, *I contratti associativi*, Milano, Giuffrè, 1976, p. 179.

10. Como se verá na letra c o direito de recesso não serve, no entanto, de substituto eficiente à oferta pública aos minoritários.

8. Na doutrina italiana chega-se a considerar a discussão a respeito da personalidade jurídica encerrada para os comercialistas já a partir da metade dos anos 60, com a publicação dos trabalhos de F. Galgano e F. D'Alessandro (respectivamente "Struttura logica e contenuto normativo del concetto di persona giuridica" in *Rivista di diritto civile*, v.1, 1965, e "Persone giuridiche e analisi del linguaggio" in *Studi Ascarelli*, Milano, 1963, p. 92), não podendo mais a personalidade jurídica representar uma "una premessa per il discorso operativo del giurista" — v. C. Angelici, "Recenti decisioni in tema di interesse sociale e personalità giuridica" in *Giurisprudenza commerciale*, 1977, I, p. 948. Na Alemanha o mesmo ocorreu já nos anos 50, com a publicação do clássico trabalho de W. Müller — Fricenfels, "Zur Lehre vom Sogenannten "Durchgriff" bei juristischen Personen im Privatrecht" in *Archiv für die civilistische Praxis*, 1957, p. 522; no Brasil essa tendência crítica é representada principalmente por J. L. Correa de Oliveira, *A dupla crise da personalidade jurídica*, S. Paulo, Saraiva, 1979.

Para entendê-lo, algumas premissas específicas devem ser esclarecidas. Na década de 70 tornaram-se comuns as aquisições de controle de bancos destinadas a posterior incorporação do banco adquirido. O objetivo do adquirente era aumentar sua rede de agências. Assim sendo, fundamental para ele era além da rede física de agências suas respectivas cartas-patente.

Em função desse objetivo, o valor de transferência do banco era calculado com base nas avaliações de patrimônio líquido da instituição financeira acrescidas do valor das cartas patentes. Esse último valor consistia no valor atribuído ao controle. No momento da incorporação, como os valores de troca entre ações eram feitos com base exclusivamente no patrimônio líquido das duas instituições e como o patrimônio líquido da incorporadora incluía o valor das ações detidas pelo seu custo de aquisição, o que ocorria era que os preferencialistas minoritários da empresa incorporada que não se retirassem antes da incorporação (e não o faziam porque o valor da retirada também não incluía os imateriais) acabavam não só por não receber o valor proporcional da negociação das cartas, como por pagar uma parte do valor da aquisição, já que sofriam prejuízo efetivo no valor de troca das ações ao ver incluído no valor da incorporadora o custo da aquisição do controle.¹¹

É essa prática que justifica a existência do art. 255 da Lei das S/A. Com ele procurou-se evitar o locupletamento ilícito dos controladores sobre os minoritários. É esse artigo o fundamento direto da decisão do STJ. Com efeito, não parece hoje haver dúvidas que os intangíveis devem ser rateados também entre os preferencialistas. O § 1.º do referido artigo fala em rateio “por todos os acionis-

tas” o que não permitiria excluir os preferencialistas. Tal direito é, no entanto, atribuído aos preferencialistas apenas no momento da incorporação (quando da troca das ações) e não no momento da aquisição do controle.¹²

Nesse aspecto, a decisão comentada representa um avanço. O direito à compensação pecuniária pelos imateriais é reconhecido, via oferta pública, já no momento da alienação de controle.

Essa interpretação parece correta, por vários motivos. Em primeiro lugar porque o próprio art. 255, § 1.º da lei das sociedades faculta a compensação patrimonial em qualquer dos momentos: alienação do controle ou incorporação. Ademais, os intangíveis, sobretudo no caso das instituições financeiras, coincidem exatamente com o valor atribuído ao controle. Assim, se o art. 255, § 1.º fala em tratamento equânime dos minoritários através alternativamente de: a) simultânea oferta pública para aquisição de suas ações ou b) rateio dos intangíveis, e na primeira hipótese o preço da oferta é calculado exatamente considerando o valor do controle como sendo o valor dos intangíveis, não parece haver justificativa para a extensão das condições aos minoritários apenas em um caso e não no outro.

A não ser, em presença do já mencionado *timore della breccia*. E a brecha no caso está na indagação da razão da proteção dos preferencialistas nesses casos. É em função dela que se podem admitir analogias.

O motivo parece simples. A deturpação constatada no caso das alienações de controle de instituições financeiras revela um problema muito mais amplo, que uma vez entendido deve levar à proteção dos minoritários preferencialistas no momento da alienação de controle e em todos os casos de cessão da organização

11. V. J. L.. Bulhões Pedreira, “Alienação de controle e incorporação de instituição financeira”, in *A lei das S/A.*, cit., p. 736.

12. Cf. J. L.. Bulhões Pedreira, *Alienação de controle*, cit., p. 764.

empresarial. Toda a vez que na compra do controle, está implícita pelas afirmações prestadas à autoridade administrativa ou pela própria identidade do controlador a intenção de dispor da organização empresarial, destinando-a a fim diverso do até então perseguido — e não apenas nos casos de aquisição seguida de incorporação — o prejuízo é eminente para qualquer minoritário. Iminente talvez em especial para o preferencialista.

Não é a toa que quase todas as hipóteses relativas à disposição da organização empresarial estão relacionadas no art. 137 como justificadoras do recesso. Infelizmente são quase todas e não todas. O direito de retirada, no entanto, não substitui a proteção oferecida pelo pagamento do sobrepreço nas ofertas públicas.

Em primeiro lugar porque, segundo a jurisprudência e doutrina majoritárias, o valor da retirada não inclui os imateriais.¹³

Mas ainda que o direito de retirada se exercesse pelo valor correto, incluindo os valores imateriais, não seria um substituto perfeito da extensão da oferta pública aos preferencialistas. Deixar a proteção dos minoritários centrada exclusivamente no direito de retirada implicaria uma grave distorção: a sociedade e não o adquirente do controle seria onerada diretamente. Esse ônus excessivo imposto à companhia seria incoerente com os princípios da preservação da empresa e da preservação do capital social, que devem presidir a aplicação da lei.

No caso em análise parece ademais injusto onerar a companhia por uma obrigação que incumbia ao controlador, já que a contraprestação (aquisição do controle) a ela tinha favorecido.

Assim sendo, para que o tratamento equânime previsto no art. 255 seja obtido faz-se necessário que em qualquer caso em que haja alienação da organização empresarial, sempre no sentido acima

referido, a oferta pública atinja também os minoritários preferencialistas.

Um privilégio as ações votantes não pode se justificar jamais quando o valor do controle se confunde com o valor dos intangíveis da companhia. Com relação aos intangíveis não há meio termo: ou se nega, como se faz com relação à apuração de haveres, que eles possam ser incluídos entre os ativos da companhia¹⁴ e consequentemente possam ser divididos entre todos os acionistas, incluindo os minoritários de qualquer espécie ou então se atribui a todos. O voto não representa qualquer diferença qualitativa em relação aos bens do ativo, materiais ou imateriais.

Poder-se-ia, no máximo e para certos fins específicos, discutir se o controle, na medida em que identifica o empresário, atribui ao controlador alguma ligação especial e pessoal à clientela, que faz com que a ele se liguem alguns direitos e responsabilidades a ela inerentes.¹⁵ Nunca, no entanto, permitiria qualquer diferenciação entre minoritários.

A limitação do sobrepreço pago pelo controle aos acionistas ordinários justifica-se apenas quando este é direta contraprestação do voto. Ou seja, quando o comprador está pagando a mais meramente pelo interesse em eliminar o risco de empregar capitais sob gestão alheia (no sentido da gestão empresarial e não administrativa). Nesse caso o sobrepreço é pura contraprestação do voto. Ora isso ocorre exatamente naqueles casos em que ao novo controlador, não interessa dispor ou redirecionar a organização societária, mas sim mantê-la funcionando e operante,

14. Cf. H. Estrella, ob. e loc. cit.

15. A referência que aqui se faz é obviamente ao problema da não concorrência após a venda da companhia, que incumbindo só ao controlador poderia fazer supor que só a ele a contraprestação seria devida — cf. a respeito do problema F. K. Comparato, *O poder de controle*, cit., p. 230.

13. Cf. H. Estrella, *Apuração dos haveres de sócio*, Rio, Forense, 1992, p. 197.

maximizando tanto quanto possível os lucros. Interessante é notar que nesses casos, normalmente, as avaliações realizadas para venda do controle não se fazem levando em conta diretamente o valor do patrimônio líquido somado aos valores imateriais, mas sim a perspectiva de rentabilidade da empresa, já que o interesse do adquirente não é dispor da organização mas sim o lucro que ela pode gerar. Não há portanto valores imateriais que sejam sonegados aos preferencialistas.

4. A objetivação do controle

As considerações acima sugerem ulterior reflexão. À primeira vista, o sobrepreço pago nas alienações, rigorosamente entendido, é devido apenas ao controlador. O controle, na medida em que representa poder, não é diferente apenas do ponto de vista quantitativo mas também e sobretudo do ponto de vista qualitativo do voto individual.

Assim sendo, a equiparação realizada pela Res. BCB 401 de 22.12.76 representa um passo no sentido da objetivação do controle. Com esse termo procura-se expressar o fato de que o controle passa a não mais ser entendido como parte exclusivamente do patrimônio do controlador. Solução interessante, apesar de muito criticada na doutrina, é a que considera o controle como um *corporate asset*, uma parte do patrimônio da empresa.¹⁶ O inconveniente de ordem prática lembrado, qual seja, o fato de que isso implicaria indiretamente que o controlador se beneficiasse daquilo que está pagando, já que isso incrementaria o valor de suas ações e dos lucros a serem recebidos,¹⁷ poderia na verdade ser visto sob outra ótica.

16. Essa tese é defendida por A. Berle — G. Means no clássico *The modern corporation and private property*. Transaction Publishers, New Brunswick, London, pp. 216-217.

17. As críticas são de F. K. Comparato, *O poder de controle*, cit., p. 234.

Prevalendo a interpretação sugerida pelos professores norte-americanos, estar-se-ia compelindo o adquirente a fazer, na prática, um aporte de capital forçado à sociedade. Isso seria na verdade uma maneira muito interessante de tornar o mercado secundário útil em via direta para a capitalização das empresas e o fortalecimento da empresa privada nacional, objetivos aliás expressos na própria exposição de motivos da lei das sociedades. Dessa forma o mercado secundário deixaria de ter, como hoje ocorre, utilidade apenas indireta para a capitalização de empresas, na medida em que garante a liquidez necessária das ações, estimulando e tornando possíveis as emissões primárias.

O problema é que tal solução, ainda que potencialmente defensável *de lege ferenda* (com as ressalvas que se farão no item seguinte) não é sustentável *de lege lata*. Tanto a lei das sociedades (arts. 254 e 255) como a Res. 401 são claras ao atribuir o sobrepreço ao controlador e por extensão aos acionistas minoritários detentores de ações com direito a voto (Res. 401, n.I).

Uma extensão só é possível e defensável quando, como visto retro, a objetivação do poder de controle chega a ponto de fazê-lo confundir-se com valores imateriais da empresa e quando há interesse do novo controlador em adquirir a própria organização empresarial, dela dispondo a seu bel-prazer. O acórdão comentado, chega bastante próximo a tal solução ao trazer a obrigação de divisão dos valores imateriais expressamente prevista em lei para as instituições financeiras para o momento da alienação, alterando a prática até então adotada de meramente exigir a sua consideração no patrimônio da empresa incorporada quando da incorporação.

Como já visto, considera-se que essa solução não é aplicável exclusivamente caso a aquisição seja direcionada a posterior incorporação (cessão da empresa),

mas também em outros casos de disposição da organização empresarial (cessão da organização empresarial, no sentido supra definido). De outro lado, não parece haver motivo sistemático para a aplicação dessa solução apenas a instituições financeiras. A não inclusão dos preferencialistas na oferta pública no caso de alienação que contenha os dois requisitos descritos acima (coincidência controle — valores imateriais e alienação da organização empresarial), parece ser totalmente contrária aos objetivos que guiaram a própria elaboração do art. 255 (ainda que repita-se, ele faça referência expressa apenas às alienações de controle de instituições financeiras), qualquer que seja a atividade da companhia aberta. O fato de ser instituição financeira torna essa distorção apenas mais aparente.

5. Análise econômica das soluções prospectadas

Soluções e decisões que envolvam companhias abertas requerem sempre a análise de suas potenciais conseqüências sobre o mercado de capitais como um todo. Importantíssima é portanto a análise econômica das possíveis soluções jurídicas.

A primeira das soluções a ser analisada é a até hoje adotada, ou seja, a negativa peremptória, em qualquer caso, da extensão da oferta pública aos acionistas minoritários preferencialistas. Essa solução implica um excepcional barateamento do movimento concentracionístico. Ainda que todos os detentores de ações ordinárias se interessem pela alienação de suas ações, é possível ao potencial adquirente conseguir o controle majoritário da empresa pagando no máximo 33% do valor real total do patrimônio da sociedade.¹⁸ As conseqüências

18. Fala-se em valor real total porque se admite, por hipótese que o valor do sobrepreço pago pelo controle equivalha aos imateriais *pro rata* da sociedade. A porcentagem de 33%

econômicas sobre o mercado dessa solução jurídica são diretas.

Como revela a doutrina com base na experiência prática é do regime mais ou menos “favorável” à aquisição de controle que depende a escolha entre expansão interna e externa: em presença de uma regulamentação favorável, a tendência natural será a de preferir a expansão externa, feita através de aquisição de outras empresas em detrimento da expansão interna, feita através de investimento e potencialização da própria atividade produtiva. Ora essa última forma é, ao menos à primeira vista, mais eficiente do ponto de vista econômico-concorrencial, já que importa em aumento da capacidade produtiva global.¹⁹

Um dos instrumentos possíveis para minimizar tais efeitos é o jurídico, com destaque especial para as regras societárias de defesa dos acionistas minoritários. Quanto mais presentes são os seus direitos, patrimoniais ou de fato, mais “inconveniente” se torna para o controlador a expansão externa em detrimento da expansão interna.²⁰

decorre do permissivo legal de 2/3 de ações preferenciais. A pior hipótese é, portanto, de que o adquirente tenha comprado todas as ações do controlador, tendo de fazer a oferta aos minoritários sem limite de quantidade — v. n. X, letra a da Res. 401 — podendo a oferta ser, e na prática sendo com freqüência, muito inferior a isso — v. n. X, letra b da mesma Resolução.

19. Cf. E. J. Mestmacker, *Europäisches Wettbewerbsrecht*, München, Beck, 1974, p. 110; U. Immenga, “Der Preis der Konzernierung” in *Festschrift für Böhm*, 1975, p. 253, v. tb. a respeito o trabalho comparatístico de C. Salomão Filho — M. Stella Richter, “Note in tema di offerte pubbliche d’acquisto, ruolo degli amministratori ed interesse sociale” in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, v. I/149, 1993.

20. Como revela U. Immenga, *Der Preis*, cit., p. 256, existe ainda um outro motivo, decorrente desse tipo de análise, para fortalecer os direitos das minorias, i.e. o fato de que exatamente nos casos em que a aquisição se faz

A segunda solução possível, aventada para discussão *de lege ferenda* no decorrer do comentário, é a atribuição do sobrepreço diretamente à companhia cujo controle está sendo adquirido. A vantagem aqui seria a utilização do mercado secundário para a capitalização direta das empresas, função que tradicionalmente não tem. A desvantagem, muito séria, seria o desestímulo ao mercado de aquisições na ponta vendedora. Para os detentores do controle a alienação tornaria-se bastante desinteressante e o mercado poderia deprimir-se por falta de oferta, com prejuízo para os próprios potenciais compradores²¹ e para o mercado como um todo.²²

em função da comparação dos “custos” (financeiro e jurídicos) da expansão externa em relação a expansão interna, é mais provável que o controlador venha a utilizar os recursos adquiridos “a baixos custos” a favor de seu interesse empresarial principal (que pode se localizar em outras atividades do grupo) e não no interesse precípua da empresa alvo da oferta pública e de seus minoritários.

21. Situação muito semelhante ocorreu com a recente reforma da lei do inquilinato que ao estabelecer regras de reajuste da locação favoráveis aos locatários (em especial o reajuste semestral) acabou gerando uma enorme falta de oferta de imóveis residenciais, com a consequência de que o aluguel dos poucos imóveis existentes para locação elevou-se bastante, com prejuízo para os próprios potenciais locatários.

22. É já por demais conhecida a discussão travada na doutrina americana e alemã a respeito dos efeitos do regime jurídico das ofertas públicas sobre a eficiência empresarial. Para uns um regime mais rígido em relação às ofertas

A terceira solução, mais defensável juridicamente, é a que propugna a extensão da oferta pública de aquisição de controle também aos minoritários preferencialistas. Na verdade todas as soluções que tendam a estender hipóteses de alienação de controle a preferencialistas, equivalem, ao menos do ponto de vista econômico e no que tange ao momento inicial (o da concentração) às propostas alterações na proporção de preferenciais. Como elas, visam a tornar mais difícil e mais cara econômica e juridicamente a aquisição. O problema do ponto de vista econômico, é exatamente determinar os limites de tal extensão, para que essa tendência não surta o efeito inverso, desestimulando o mercado de ações por regras excessivamente rígidas para os potenciais adquirentes.

A decisão do STJ parece ser um primeiro e importante passo no sentido da fixação equânime desses limites.

é recomendável na medida em que favorece os investimentos a longo prazo, não obrigando os administradores a produzir lucros a curto prazo para defender-se de potências *raiders*. Para outros isso é nocivo, na medida em que diminui a eficiência administrativa. A transposição desse tipo de análise para a realidade brasileira parece bastante arriscada tendo em vista a própria concentração do controle empresarial que faz com que as decisões do controlar não sejam influenciadas por receio de eventuais aquisições hostis — v. a respeito, com referências bibliográficas C. Salomão Filho — M. Stella Richter. “Interesse social e poderes dos administradores na alienação de controle” in *RDM* 89/75.