

DOCTRINA

ALIENAÇÃO E AQUISIÇÃO DE CONTROLE

LUIZ LEONARDO CANTIDIANO

O tema é extenso e apresenta diversas controvérsias, muitas das quais vêm sendo submetidas à apreciação da CVM e do Poder Judiciário.

Cabe mencionar, de início, que procurarei abordar, separadamente, a alienação do controle, diretamente ajustada entre as partes envolvidas, da oferta pública para a aquisição do controle, que é coisa diversa.

À vista da definição legal do que seja o acionista controlador, temos que dá-se, a alienação do controle, quando uma pessoa, ou um grupo de pessoas, vinculadas por acordo de votos ou sob controle comum, transfere o poder de controle mediante a venda ou permuta do conjunto de ações de sua propriedade que lhe assegura, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da Assembléia Geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia.

Deparamo-nos, aqui, com uma primeira dificuldade: como caracterizar, naquelas situações em que o controle da companhia, face à grande dispersão de suas ações e em conseqüência do absenteísmo dos seus acionistas, é minoritário, a titularidade de ações que assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações sociais?

Não obstante a dificuldade prática de se conceituar o que seria aquela titularidade, em caráter permanente, do controle minoritário, a Res. 401, de 22.12.76, procura solucionar a questão para as companhias abertas, estabelecendo, em seu inc. IV, que: "considera-se acionista controlador a pessoa ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de acionistas ou sob controle comum que é titular de ações que lhe asseguram a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas três últimas Assembléias Gerais da companhia".

Saliente-se que Bulhões Pedreira, em parecer de dezembro de 1982, sustenta que a fonte do poder do controle é o *bloco de controle* como coisa coletiva, e não as ações que o compõem, consideradas singularmente, nem os direitos de voto por elas conferidos — considerados isoladamente. Daí porque, assinala, detém o poder de controle quem é titular do bloco de controle, e adquire o controle quem se torna titular desse bloco.

Ainda segundo a opinião de Bulhões Pedreira, a aquisição do bloco do controle pode ser originária ou derivada. É derivada quando a pessoa o adquire — como universalidade — de quem já o possuía como coisa coletiva. É originária quando não existia no patrimônio do controlador.

Dentre alguns exemplos de aquisição originária, Bulhões Pedreira menciona os seguintes:

— um acionista que possuía ações em número insuficiente para assegurar o controle da companhia, adquire quantidade adicional de ações que, também

consideradas separadamente, não atribuem o controle, mas que, agregadas às anteriormente possuídas pelo adquirente, formam o bloco de controle;

— a subscrição de aumento de capital também pode der origem à aquisição original de um bloco de controle;

— a aquisição do bloco de controle pode, inclusive, ocorrer sem aquisição adicional de ações: como o controle é poder de fato e a formação do bloco de controle depende tanto do número de ações possuídas pelo acionista quanto das condições de pulverização das demais ações do capital da companhia, o acionista pode adquirir, até involuntariamente, o controle se a companhia resgata ou reembolsa ações de outros acionistas, ou se o bloco de controle possuído por outro sócio é desfeito mediante repartição da propriedade das ações entre diversas pessoas.

Daí porque, sustenta aquele ilustre jurista, alienação do controle significa, portanto, alienação do bloco de controle, não sendo possível, assim, a alienação de controle sem prévia existência do bloco de controle e sem a transferência da titularidade das ações integrantes do bloco de controle.

Outra questão a salientar diz respeito à alienação do controle exercido, em conjunto, por mais de uma pessoa, seja em virtude de acordo de votos, seja porque tais pessoas se encontram sob controle comum.

No que toca à primeira hipótese, em que cada um dos alienantes, isoladamente, não possui ações que representem o controle acionário, parece não haver dúvida séria quanto à alienação de controle se, entre os vendedores, há um acordo expresso de exercício do direito de voto, que lhes assegurava, de modo permanente, a maioria de que fala a lei. O mesmo ocorre quando duas ou mais pessoas jurídicas, que se encontram sob controle comum, transferem ações que, consideradas em conjunto, representam dita maioria.

A dificuldade surge quando, embora evidente o vínculo existente entre os alienantes, inexistente qualquer acordo de votos a comprovar o exercício conjunto do poder de controle.

Parece-me que, em tais situações, é de se admitir a existência de acordo tácito de votos entre os alienantes, para configurar a cessão do controle acionário, se presentes aspectos característicos desta operação específica.

É de se mencionar, a esse propósito, que a CVM, no bem lançado Parecer SJU-86/82, admite ter havido, no caso então sob seu exame, a alienação do controle por pessoas que, embora não sendo signatárias de acordo de votos, estavam vinculadas, inclusive por laços familiares. No citado caso, em que a venda se deu num só instrumento, com a fixação de um ágio representativo da mais valia típica da cessão de controle, foi definitivo, para a conclusão a que a CVM chegou, o fato de os alienantes das ações terem assumido, perante a compradora, a garantia de ativo e passivo, obrigação esta típica de negócios de transferência de controle.

Outra questão a ser colocada está relacionada à transferência do controle indireto de uma companhia, através da venda do controle de sua controladora. Aí também parece ser indiscutível que, mediante a operação de transferência do controle acionário da sociedade *holding*, o que se pretende é a alienação do controle da sociedade que esta controlava.

Também a esse respeito a CVM, no aludido Parecer SJU-086/82, já se manifestou. Segundo entende aquela autarquia, é de se aplicar a teoria da pene-

tração da personalidade jurídica quando, através da venda do controle da sociedade *holding*, se dá, ainda que de forma indireta, a transferência o controle da companhia aberta que a *holding* controla.

Feita a análise introdutória do tema ora discutido, passemos a examinar as regras legais aplicáveis à operação de transferência de controle da companhia.

Quando da reforma da Lei das Sociedades Anônimas, o Projeto Lamy/Bulhões Pedreira continha dois dispositivos diversos, os arts. 255 e 256, aplicável, o 1.º, às sociedades comuns abertas, e, o 2.º, às companhias abertas que dependem de autorização do governo para funcionar.

No então art. 255, os autores daquele projeto, considerando que toda economia de mercado atribui valor econômico ao controle da companhia, independentemente do valor das ações que o asseguram, e, ainda, que a transferência do controle, qualquer que seja o preço da negociação das ações, não acarreta, em princípio, agravo a direito do minoritário, apenas era exigida, tão logo contratada a alienação do controle, a divulgação, dentro de no máximo 24 horas, à CVM, à Bolsa de Valores em que eram negociadas as ações de emissão da companhia que teve seu controle transferido e, pela imprensa, a todo o mercado, com a indicação do nome do adquirente.

De outro lado, no então art. 256, os autores 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.

Ademais disso, previa o projeto da nova legislação, em seu art. 257, que a compra, por companhia aberta, do controle de outra sociedade, está sujeita à aprovação dos acionistas da compradora, em assembléia geral, se constituir investimento relevante para a compradora, ou se o preço de aquisição exceder de uma vez e meia os critérios usuais de avaliação das ações, assegurado, aos acionistas dissidentes da eventual aprovação da compra, o direito de recesso.

O Congresso Nacional, ao votar aquele projeto, entre outras alterações, modificou, por inteiro, o antigo art. 255, atual 254. Com efeito, através da chamada Emenda Lehmann, a lei passou a estabelecer que a alienação do controle da sociedade aberta comum depende de prévia autorização da CVM.

Estabelece, ainda, dito dispositivo, que a CVM, ao apreciar o pedido de autorização, deve zelar para que seja assegurado tratamento igualitário aos acionistas minoritários mediante simultânea oferta pública para aquisição de ações, sendo que, se o número de ações ofertadas, incluindo as dos controladores, ultra-

passar o máximo previsto na oferta, será obrigatório o rateio, na forma prevista no instrumento da oferta pública.

O CMN, a quem a lei deferiu poderes para estabelecer normas a serem observadas na oferta pública decorrente da alienação do controle da companhia comum, pela Res. 401, definiu que, para os efeitos do disposto no citado art. 254 da lei de anônimas, acionista minoritário é o titular de ações ordinárias.

Abstraido o fato de que, como assinala Modesto Carvalhosa, aquela restrição de interpretação, criada por norma regulamentar, de caráter hierárquico inferior à lei, se afigura ilegal, a matéria, discutida nos tribunais, inclusive o TFR, ficou pacífica: nas alienações de controle da sociedade aberta comum, a oferta pública que se segue à transferência do controle é endereçada apenas aos acionistas da companhia que sejam titulares de ações ordinárias.

Ressalte-se que, de acordo com o que prevê a Res. 401 do CMN, o negócio de transferência do controle da sociedade comum deve ser contratado com a previsão de que, enquanto não apresentada a oferta pública, ele fica suspenso, ou, então, resolvido, caso a oferta não se concretize.

Algumas questões foram discutidas a respeito daquela exigência, a saber:

a) Se a companhia aberta comum é controlada por uma *holding* fechada, e esta tem o seu controle alienado, deve ser observada a regra do art. 254 da Lei?

Após inúmeras discussões, a CVM, por decisão de seu colegiado, fundada no Parecer antes citado, concluiu que dita regra é aplicável não só na alienação direta do controle, mas também quando ocorre a alienação indireta, sob o fundamento de que é irrefutável, do ponto de vista econômico, que a alienação do poder de comando da sociedade controladora atinge, por via indireta, a transferência do controle da companhia controlada.

Ademais disso, entendeu a CVM ser cabível, na hipótese, a desconsideração da personalidade jurídica da *holding*, sustentando que devem ser reputados ineficazes os atos praticados com a interposição da pessoa jurídica, cujos efeitos tendam a frustrar a incidência de determinada norma legal.

Contra tal conclusão se insurgiu, *data venia* sem qualquer razão, Bulhões Pedreira, para quem não é alienação do controle de companhia aberta a venda ou permuta do bloco de controle de outra sociedade, que é controladora da companhia aberta, nem de qualquer outra sociedade que seja controladora indireta da companhia aberta, já que, no seu entender, se a lei pretendesse abranger o controle indireto na obrigação de oferta pública que instituiu, teria regulado tanto a alienação de controle da companhia aberta quanto a alienação do controle da sociedade controladora da companhia aberta.

O argumento, *data venia*, não me convence. Com efeito, como a lei não fixou qualquer limitação ou restrição à aplicação do princípio contido no art. 254, não cabe ao intérprete e/ou ao aplicador da lei fazê-lo. Tivesse o legislador se referido apenas à transferência do controle direto da companhia aberta, aí sim não me restaria qualquer dúvida de que, conscientemente, o legislador teria excluído da abrangência da norma a transferência do controle indireto.

b) Admitida a obrigatoriedade de oferta pública nas operações de transferência indireta do controle da sociedade comum, como deve ser calculado o preço a ser pago aos minoritários, o qual, por força do que prevê a Res. 401 do CMN, deve ser idêntico ao que o alienante do controle houver recebido?

Se a *holding*, que teve seu controle transferido, é pura, e só tem em seus ativos as ações que compõem o bloco de controle da companhia aberta, nenhuma dificuldade existe. O mesmo preço pago ao alienante do controle deve ser estendido aos acionistas minoritários.

Se, no entanto, a *holding*, além de deter as ações de controle da companhia aberta, tem outros bens em seus ativos, sobre os quais os minoritários da companhia aberta controlada não têm qualquer direito, há que se fazer um expurgo, no preço pago pelo adquirente do controle, daquilo que representa o valor dos demais bens da *holding*, de modo a que, aos minoritários da companhia aberta, seja estendido o preço que corresponda apenas ao valor das ações de seu controle.

c) Quando o preço de aquisição é fixado para pagamento a prazo, a CVM admite que, na oferta pública a ser endereçada aos minoritários, o ofertante também efetue o pagamento a prazo, nas mesmas condições que prevalecerão para o alienante do controle, ou que o preço seja pago à vista, com desconto dos juros;

d) Nas operações em que o alienante do controle garante ativo e passivo da sociedade que teve seu poder de comando transferido, a CVM admite que do preço a ser pago aos minoritários seja feito um desconto, entre 10 e 20%, correspondente àquela garantia, que o minoritário não dá.

Uma última palavra, quanto à transferência do controle da sociedade comum, se impõe. O Congresso, ao introduzir na lei a Emenda Lehmann, pretendeu proteger os direitos do minoritário da companhia aberta no momento em que o poder da sociedade é substituído.

É preciso mencionar, a esse respeito, que o minoritário da companhia aberta, se discorda da transferência do controle, inclusive porque não conhece ou não confia no novo controlador, tem os mecanismos de mercado para se desfazer de suas ações, é bem verdade que, certamente, por um preço inferior àquele que seria obtido na oferta pública.

Problema maior ocorre, no entanto, na companhia fechada, em que o acionista minoritário, se discordar da venda do controle, porque impedido de se socorrer dos mecanismos do mercado, fica impedido de se desfazer das suas ações. Parece que ele, acionista da companhia fechada, mereceria muito mais a proteção da lei.

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, remunerando-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.

Uma primeira crítica, a se fazer, decorre do fato de a lei ter designado, para zelar, em tais situações, pelo direito dos acionistas minoritários, o órgão público incumbido de aprovar as alterações estatutárias da companhia especial, tais como o Banco Central do Brasil, o DNPM, o DAC, e não a CVM. Com efeito, como a norma é dirigida às companhias abertas, o correto seria conceder dita atribuição à CVM, seja porque tal autarquia é o órgão especializado para fiscalizar o cumprimento da legislação societária e defender os interesses dos investidores, seja porque ficaria centralizada, numa só autarquia, aquela atribuição, com o que não se correria o risco de haver decisões contraditórias na aplicação do dispositivo.

Feitas essas considerações iniciais, parece não consistir dificuldade maior a interpretação do aludido dispositivo.

Com efeito, ali se diz, de início, e de modo claro e direto, que a alienação do controle da companhia aberta especial está sujeita à prévia autorização do Poder Público. A menção, no *caput* do art. 255, a ações ordinárias que, por força de lei, sejam nominativas ou endossáveis, constitui um cuidado do legislador em bem delimitar a característica da sociedade a que o citado dispositivo é aplicável. Considerando-se que tal regra se originou de operações irregulares de transferência do controle de instituições financeiras, o legislador, ao fixar a abrangência da norma, não se satisfaz em afirmar que ela é aplicável às sociedades que dependam de autorização do governo para funcionar. Disse mais, deixando claro que a regra se aplica a sociedades abertas, autorizadas a funcionar pelo Poder Público, e que tenham as suas ações ordinárias, por força de lei, sob a forma nominativa ou endossável.

Diz, ainda, a lei, no parágrafo primeiro do art. 255, que:

- a) a autoridade competente para autorizar a alienação do controle deve zelar para que seja assegurado tratamento equitativo aos acionistas minoritários;
- b) que esse tratamento equitativo será assegurado mediante um dos dois modos seguintes:

I — simultânea oferta pública para a aquisição das ações dos acionistas minoritários ou

II — rateio, por todos os acionistas, dos intangíveis da companhia, inclusive autorização para funcionar.

Dúvida não há de que a lei prevê duas técnicas, duas modalidades diversas, através das quais o governo deve assegurar tratamento equitativo aos acionistas minoritários: a primeira delas é a simultânea oferta pública para aquisição das ações dos acionistas minoritários, e a segunda o rateio, por todos os acionistas, dos intangíveis da companhia.

Segundo entendemos, a primeira hipótese, da oferta pública aos acionistas minoritários, é aplicável quando o adquirente do controle tem em mira a conti-

nuação da sociedade, mantendo íntegro o seu acervo, a sua organização e o seu objeto social.

Em tal situação, o adquirente do controle, tão logo ultime, junto ao alienante, a operação de transferência do controle, estenderá, mediante oferta pública, aos demais acionistas, titulares de ações da mesma espécie ou classe daquelas detidas pelo alienante do controle, o tratamento eqüitativo que a lei impõe. E, havendo aceitantes em número maior do que aquele que o ofertante se dispõe a adquirir, será feita uma divisão *pro rata*, de modo a que cada acionista aceitante concorra ao preço na proporção de sua participação na quantidade total da espécie ou classe de ações objeto do negócio.

Saliente-se que, persistindo íntegra a sociedade, nenhum dano é causado aos acionistas não destinatários da oferta e/ou àqueles que, na divisão *pro rata*, venham a deixar de alienar algumas de suas ações.

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 acervo 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”.

Nessa hipótese, de aquisição do controle da companhia especial como primeira etapa do conjunto de operações, em que vai ser extinta a companhia controlada, a oferta pública será, obrigatoriamente destinada a todos os demais acionistas da companhia, excluído o controlador, que já recebeu o seu preço, incluindo o valor patrimonial, o valor atribuído ao poder de controle e o valor dos intangíveis, inclusive a autorização para funcionar.

Pode no entanto o adquirente do controle, nessa hipótese, de aquisição do controle como técnica de aquisição da empresa, optar por pagar, numa primeira etapa, ao alienante, apenas os valores patrimonial e de controle, deixando o valor dos intangíveis para ser rateado, num segundo momento, entre todos os acionistas, controladores e não controladores.

Note-se que, seja qual for a opção do adquirente, o acionista minoritário apenas deixará de receber a parcela do preço correspondente ao valor atribuído ao poder de controle, já que, indiscutivelmente, ele faz jus a receber o valor patrimonial de suas ações, acrescido do valor dos intangíveis.

O § 2.º do art. 255 estabelece que, nos casos em que a operação de cessão do controle representa apenas uma etapa da operação de cessão da empresa, o tratamento equitativo há de ser examinado no conjunto das operações.

Pois bem, apesar da clareza do texto legal ora sob nosso exame — instituído, como esclarece a Exposição justificativa do projeto Lamy/Bulhões Pedreira, porque o critério de considerar o valor dos intangíveis como pertencente ao acionista controlador conflita com os fundamentos do direito societário — há casos, ainda submetidos ao criterioso exame do Poder Judiciário, em que se pretendeu, nas operações de cessão da empresa via transferência do controle acionário, excluir do direito de participar dos intangíveis os titulares de ações preferenciais.

A fundamentar tão absurda e iníqua exegese, sustenta-se que, consoante o que dispõe a Res. 401 do CMN, a oferta pública deve ser dirigida apenas aos demais acionistas da companhia, titulares de ações com direito de voto.

Nenhuma razão assiste, *data venia*, a quem defende tal posição.

Em primeiro lugar, e abstraída a ilegalidade existente na restrição de interpretação de dispositivo de lei através de regulamento, é preciso deixar claro que a Res. 401 foi baixada à vista do que prevê o § 3.º do art. 254 da Lei de anônimas, deferindo ao CMN o poder de regulamentar o procedimento a ser observado nas ofertas públicas endereçadas aos acionistas da sociedade comum. Portanto, aquela Resolução é aplicável, tão-somente, às sociedades abertas comuns, nas quais nenhuma relevância tem, na fixação do preço de transferência do controle, o valor dos intangíveis da sociedade.

Em segundo lugar, não contém, o art. 255, qualquer previsão que condicione, o procedimento ali estabelecido, aplicável apenas às sociedades que dependem de autorização governamental para funcionar, a qualquer regulamento, pelo que a regra estabelecida no art. 255 da Lei é auto-executável.

Ademais disso, como explicita o inc. XXI da própria Res. 401, a alienação do controle da companhia aberta que dependa de autorização do governo para funcionar, obedecerá ao disposto no art. 255 da Lei de S/A, aplicando-se, subsidiariamente, as normas desta Resolução. Ora, aplicar subsidiariamente as normas da Resolução, não pode, sob nenhum pretexto, significar qualquer alteração do princípio estabelecido na lei de hierarquia superior. Com efeito, o que se pretendeu, naquele inciso, foi deixar claro que, nos casos do art. 255, aplica-se o procedimento estabelecido na Resolução, no que se refere às informações que devem ser prestadas, formalidades a serem observadas no instrumento de oferta e prazos para sua apreciação.

A fonte do direito assegurado ao acionista minoritário, nos casos de transferência do controle da sociedade especial, é o art. 255 da lei, que não pode ser modificado pelo regulamento.

Examinado corretamente o art. 255, vê-se que ele exige da autoridade pública zelar para que seja assegurado aos acionistas minoritários tratamento equitativo.

Na nossa Lei de S/A, o vocábulo minoritário não tem apenas uma conotação aritmética, em contraposição a majoritário, significando menor parte, ou menor número de votos.

Com efeito, em nossa lei, a noção de acionista minoritário representa um atributo que é mais qualitativo do que quantitativo, um *status*, cujo referencial necessário é o poder de controle e não apenas o direito de voto.

Um exame atento da lei demonstra, de modo insofismável, que, salvo quando mencionado no § 4.º do art. 161, a expressão acionista minoritário tem sempre um significado: compreende e abrange todos os sócios ou acionistas que não participam do poder de controle, sejam eles titulares de ações ordinárias e/ou preferenciais.

É o que passamos a demonstrar:

a) no art. 117, § 1.º, *a* e *c*, quando a lei considera abuso de poder de controle prejudicar a participação dos acionistas minoritários nos lucros ou no acervo da companhia, ela está procurando proteger, por óbvio, todos os acionistas não controladores, já que todos os acionistas, por força do disposto no art. 109, I e II, da própria lei, têm direito inalienável de participar dos lucros e do acervo;

b) na liquidação da companhia, ao prever, no art. 215, condições especiais para partilha do ativo remanescente, a lei, no § 2.º daquele dispositivo, esclarece que, provado, pelo acionista dissidente, que as condições especiais de partilha visaram a favorecer a maioria, se ela já tiver sido consumada, os acionistas majoritários indenizarão os minoritários pelos prejuízos apurados. Obviamente, todos os acionistas não controladores, e não apenas os titulares de ações votantes têm direito a pleitear tal indenização.

Acresce, ainda, que a Instrução CVM-3/78, que trata do cancelamento do registro de companhia aberta, expressamente afirma que entende-se por acionistas minoritários os titulares de ações em circulação no mercado, sendo que estas serão todas as ações emitidas pela companhia, exceto as de propriedade do acionista controlador e as em tesouraria.

Por último, temos a opinião do Dr. Alfredo Lamy Filho em Parecer de 82, para deixar claro que, para os efeitos do art. 255 da Lei, acionista minoritário é todo acionista não controlador.

Diz o Prof. Lamy: "A primeira questão que, naturalmente, se põe no exame do texto, é a que o "minoritário" a que ele se refere, não é o mesmo "minoritário" do art. 254, co-partícipe (pelo menos em potencial) do poder de controle: aqui, como se trata de intangíveis que pertencem, igualmente, a todos os sócios, a "maioria" referencial é a totalidade dos acionistas. E o próprio texto se incumbe de espancar as dúvidas, ao falar em "rateio" "por todos os acionistas, dos intangíveis da companhia, inclusive autorização para funcionar".

Idêntico é o ensinamento de Bulhões Pedreira, em parecer da mesma época: "o tratamento equitativo de todos os acionistas, com o reconhecimento do direito de participação dos acionistas minoritários no valor dos intangíveis da companhia, somente é assegurado se o valor do patrimônio líquido compreende todos

os elementos — tangíveis e intangíveis do patrimônio, e é dividido por todas as ações do capital social”.

Demonstrado o inequívoco direito que tem, todo acionista não controlador da companhia especial, seja qual for a espécie de ação de que é titular, de participar do rateio dos intangíveis da sociedade na hipótese de cessão da empresa através da cessão do seu controle, cumpre ressaltar que o pagamento ao acionista minoritário deve ser feito na mesma época e com a mesma moeda que for utilizada para pagar o cedente do controle, sem o que não se terá o tratamento equitativo assegurado em lei.

Examinemos, agora, a oferta pública para aquisição de ações, o *take over* do Direito americano, regulada nos arts. 257 a 263 da Lei 6.404/76.

Aqui, temos uma técnica, um mecanismo específico de mercado para que, independentemente de qualquer negociação com o controlador da companhia, e, até mesmo contra a sua vontade, o pretendente venha a deter o poder da sociedade, através aquisição original do controle.

Parece claro, em primeiro lugar, que tal mecanismo só pode ser adotado em relação às sociedades abertas nas quais, face à pulverização de seu capital votante, o controle exercido seja minoritário.

Os estudiosos costumam apontar, como vantagens dessa técnica de mercado para aquisição do controle da companhia visada, as seguintes:

a) o pretendente à aquisição do controle não se subordina às exigências que, normalmente, o alienante do controle, numa negociação direta, faz, como o ágio no preço ou outras compensações, tais como a sua manutenção, por determinado período, como administrador da sociedade e/ou a venda ao alienante de controle, a preços inferiores aos de mercado, de bens que integram o ativo social;

b) em comparação com a compra paulatina, em mercado, de ações da companhia visada, a oferta pública apresenta, como vantagem, o fato de, em primeiro lugar, o pretendente à aquisição ter certeza quanto ao valor da operação — o que não ocorreria se a compra se desse ao longo do tempo, e, pois, sujeita às flutuações do mercado. Além disso, o *take over* é mais vantajoso do que a compra parcelada no mercado na medida em que, se ele fracassar, o pretendente não dispensará qualquer recurso, ao contrário do que aconteceria na outra hipótese, em que, após longo período de compras parceladas em Bolsa, e a preços diferenciados, a aquisição do controle poderia frustrar-se.

As principais regras aplicáveis ao instituto são as seguintes:

a) a oferta pública só pode ser feita com a participação de instituição financeira que garanta o cumprimento das obrigações assumidas pelo ofertante;

b) a oferta, que é dirigida para aquisição do controle, apenas deve ter por objeto ações com direito a voto em número suficiente para assegurar a tomada do poder, e será irrevogável;

c) se o ofertante já for titular de ações votantes de emissão da companhia visada, a oferta poderá ter por objeto o número de ações faltantes para lhe assegurar o controle;

d) se a oferta contiver permuta, total ou parcial, de valores mobiliários, a oferta somente poderá ser realizada após prévio registro na CVM, isto porque, além da proposta para compra de ações, representativas, no seu conjunto, do controle da companhia visada, estará havendo oferta à venda de valores mobiliá-

rios. Assim, dentro do princípio que exige ampla informação quando da oferta à venda de ações, é necessário que se faça o registro prévio da operação na CVM.

O instrumento de oferta de compra, firmado pelo ofertante e pela instituição financeira garantidora do pagamento, será publicado na imprensa e deverá indicar:

- a) o número mínimo de ações que o ofertante se propõe a adquirir e, se for o caso, o número máximo;
- b) o preço e as condições de pagamento;
- c) a subordinação da oferta ao número mínimo de aceitantes e a forma de rateio entre os aceitantes se o número deles ultrapassar o máximo fixado;
- d) o procedimento a ser adotado pelos aceitantes para manifestar a aceitação e efetivar a transferência das ações;
- e) o prazo de validade da oferta, que não poderá ser inferior a 20 dias;
- f) informações sobre o ofertante.

A oferta de compra deve ser comunicada à CVM dentro de 24 horas da primeira publicação do respectivo instrumento.

Se a oferta for de permuta, o projeto de instrumento deve ser submetido à CVM com o pedido de registro prévio da oferta e deverá conter, além das informações acima referidas, outras sobre os valores mobiliários oferecidos em permuta e as companhias emissoras de tais valores.

Publicado o instrumento de oferta, a aceitação deverá ser feita nas instituições financeiras nele indicadas, devendo os aceitantes firmar ordens irrevogáveis de venda ou permuta, nas bases propostas. Ressalve-se, no entanto, que, em surgindo oferta pública concorrente, são tornadas nulas as ordens de venda já firmadas em aceitação à oferta anterior.

Até 10 dias antes do término do prazo de validade da oferta, é lícito ao ofertante melhorar, uma única vez, as condições de preço ou forma de pagamento, desde que em percentagem igual ou superior a 5%. Tal previsão, que limita a uma só vez a melhora nas condições da oferta, embora também adotada na França por lei de agosto de 1978, não nos parece a mais acertada. O melhor, segundo entendemos, é o sistema de livre leilão, adotado nos EUA, pelo qual é facultado ao ofertante melhorar, mais de uma vez, as condições de sua proposta original. Se a oferta pública é uma técnica de mercado, e se o mercado deve funcionar, sempre que possível, de forma livre, não vemos motivo que impeça a melhora, por mais de uma vez, das condições da oferta, até porque o beneficiário final é o investidor, que fica habilitado a vender suas ações em melhores condições.

Melhoradas as condições da oferta, as novas bases propostas se estendem, obrigatoriamente, aos acionistas que tiverem aceito a oferta original.

É admitida, pela legislação, a apresentação, durante a existência de uma oferta pública em curso, de oferta concorrente.

Aqui uma crítica ao legislador: ao contrário do que ocorre na França, em que se exige, para apresentação de oferta concorrente, um patamar mínimo para fixação do preço, à vista do que estiver vigorando na oferta original, a nossa lei nada estabelece. Assim, estando em curso uma oferta, é viável a apresentação de oferta concorrente em que o preço oferecido, ou a forma de pagamento proposta, praticamente é o mesmo da oferta inicial.

Apresentada a oferta concorrente é facultada, ao ofertante inicial, prorrogar o prazo de validade de sua oferta até fazê-lo coincidir com o da oferta concorrente.

Uma grande polêmica se instaurou entre nós, no final do ano de 1978, quando da apresentação, em nosso País, de uma oferta pública, logo seguida de oferta concorrente. Os fatos ocorridos foram os seguintes:

a) estava em curso uma oferta regularmente feita, quando um terceiro, sem a participação de qualquer instituição financeira, publicou, nos jornais, um aviso de que estava disposto a comprar as ações da companhia visada por preço superior;

b) embora a intervenção do concorrente fosse de todo irregular — o que motivou a expedição, pela CVM, de uma deliberação, advertindo-o a se enquadrar nas exigências previstas em lei — o ofertante inicial melhorou o seu preço;

c) logo a seguir, o concorrente, desta vez, observando todas as exigências legais, apresentou a sua oferta, só que oferecendo um preço aparentemente maior, que seria pago dentro de determinado prazo. Aí houve, segundo pensamos, um equívoco da CVM. Como o preço, descontado o prazo de seu pagamento, se à vista, era equivalente ao da oferta original, aquela autarquia deveria ter exigido, de acordo com o princípio da ampla divulgação de informação ao mercado, que tal aspecto fosse esclarecido aos acionistas da companhia visada, que ficaram com a impressão de que a 2.^a oferta era melhor do que a primeira;

d) a ofertante inicial, à vista do aparecimento da oferta concorrente, fez coincidir o prazo de validade de sua oferta, melhorando o seu preço;

e) logo a seguir a 2.^a ofertante melhorou o seu preço;

f) mais tarde, quando a ofertante inicial tentou, mais uma vez, melhorar seu preço novamente, a CVM a impediu, sob o argumento de que só é facultado ao ofertante melhorar seu preço uma só vez.

É preciso repensar a questão, visto que, em primeiro lugar, não existe qualquer dispositivo, aplicável à hipótese de surgimento de oferta concorrente, que limite, a uma só vez, a melhora de preço. Se na oferta isolada, em que há regra neste sentido, parece-nos equivocada a lei ao limitar o livre jogo de mercado, com muito maior razão o equívoco existe numa concorrência, em que, por definição, devem ser livres os participantes na fixação de seus preços e condições de pagamento. Não sendo assim, penalizado será, sempre, o ofertante inicial, vez que, só podendo melhorar seu preço uma única vez, mesmo após o aparecimento da oferta concorrente, a última palavra ficará sendo do 2.^o ofertante.

Findo o prazo da oferta, a instituição financeira intermediária comunicará o resultado à CVM e, através de publicação pela imprensa, aos aceitantes, sendo que, se o número de aceitantes ultrapassar o máximo estabelecido pelo ofertante, será obrigatório o rateio, na forma prevista no instrumento da oferta.

Rio, 30 de agosto de 1985.