

Dco.

# REVISTA DE DIREITO MERCANTIL

industrial, econômico  
e financeiro

---

106



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

Ano XXXVI (Nova Série)  
abril-junho/1997

 **MALHEIROS  
EDITORES**

# REVISTA DE DIREITO MERCANTIL

industrial, econômico e financeiro

Nova Série - Ano XXXVI — n. 106 — abril-junho de 1997

## FUNDADORES

1ª FASE: WALDEMAR FERREIRA

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

SUPERVISOR GERAL: PROF. WALDIRIO BULGARELLI

COMITÊ DE REDAÇÃO: MAURO RODRIGUES PENTEADO,  
HAROLDO MALHEIROS DUCLERC VERÇOSA,  
JOSÉ ALEXANDRE TAVARES GUERREIRO, ANTONIO MARTIN

### *REVISTA DE DIREITO MERCANTIL*

publicação trimestral de  
MALHEIROS EDITORES LTDA.

Rua Paes de Araújo, 29, conjunto 171

CEP: 04531-940

São Paulo, SP - Brasil - Tels. 822-9205

820-9718 - 820-5549 - Fax. 829-2495

Diretor Responsável: Álvaro Malheiros  
Diretora: Suzana Fleury Malheiros  
Supervisão Gráfica: Vânia Lúcia Amato

Assinaturas e comercialização:  
CATAVENTO DISTRIBUIDORA DE  
LIVROS S.A.

Rua Conselheiro Ramalho, 928

CEP 01325-000

São Paulo, SP - Brasil

Tel. 289-0811 - Fax. 251-3756

Composição: EDITORA FRASE LTDA.  
Impressão: GRÁFICA E EDITORA FCA  
(FUNDAÇÃO DE CIÊNCIAS APLICADAS)

## SUMÁRIO

### **DOCTRINA**

A TEORIA DA APARÊNCIA E O DIREITO BANCÁRIO .....	7
— Arnaldo Wald	
ACORDO DE ACIONISTAS .....	20
— Modesto Carvalhosa	
SEGURO DE DANO MORAL RESULTANTE DE ACIDENTE COM VEÍCULO AUTOMOTOR .....	25
— Rachel Sztajn	
ATUAÇÃO ESTATAL E ILÍCITO ANTITRUSTE .....	35
— Calixto Salomão Filho	
RESPONSABILIDADE DO CONTROLADOR, DOS SÓCIOS E DOS ADMINIS- TRADORES DE EMPRESAS DE CONSÓRCIOS, SUA APRECIÇÃO À LUZ DO DIREITO DO CONSUMIDOR .....	48
— Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa	
ASSEMBLÉIA DE COTISTAS NA SOCIEDADE LIMITADA — Aplicação da legislação societária .....	53
— João Luiz Coelho da Rocha	
A INTRODUÇÃO NO NOSSO ORDENAMENTO JURÍDICO DO REQUISITO DA ATIVIDADE INVENTIVA COMO CONDIÇÃO LEGAL PARA A CON- CESSÃO DE UMA PATENTE DE INVENÇÃO .....	58
— Gustavo José Ferreira Barbosa	
DA OBRIGATORIEDADE POR PARTE DO ADQUIRENTE DO CONTROLE DE SOCIEDADE POR AÇÕES DE CAPITAL ABERTO DE FAZER SIMULTÂNEA OFERTA PÚBLICA, EM IGUAIS CONDIÇÕES, AOS ACIONISTAS MINORI- TÁRIOS — ART. 254 DA LEI 6.404/76 E RESOLUÇÃO CMN 401/76 — É EFETIVO MECANISMO DE PROTEÇÃO AOS MINORITÁRIOS? .....	83
— Roberta Nioac Prado	
A EXAUSTÃO DO DIREITO DE MARCAS NA UNIÃO EUROPÉIA E O MER- COSUL .....	107
— Karin Grau-Kuntz e Newton Silveira	
<b>ATUALIDADES</b>	
CÓDIGO E NORMAS DE CONDUTA DO SISTEMA FINANCEIRO PORTU- GUÊS E COMUNITÁRIO .....	127
— Armindo Saraiva Matias	
CONVENÇÃO DE ARBITRAGEM: CLÁUSULA COMPROMISSÓRIA ES- TABELÉCIDA ANTES DO ADVENTO DA LEI NOVA. DIREITO APLI- CÁVEL .....	149
— Vera Helena de Mello Franco	

A DESINTERMEDIÇÃO NA OFERTA DE CRÉDITO E O SISTEMA FINAN- CEIRO NACIONAL: EXAME DO TEMA E POSSÍVEIS CONCLUSÕES ....	154
— Cassio M. C. Penteado Jr.	
O ICMS E OS SERVIÇOS DE TRANSMISSÃO DE ENERGIA ELÉTRICA. NÃO- INCIDÊNCIA .....	164
— João Luiz Coelho da Rocha	
CONCEITO DE PREPOSTO .....	169
— Sérgio Sérvulo da Cunha	
AS CENTRAIS DE RISCO E O SIGILO BANCÁRIO .....	174
— Carlos Alberto Hagstrom	
ANOTAÇÕES SOBRE A LEGITIMAÇÃO PARA REQUERER A APURAÇÃO DE HAVERES .....	178
— José Alfredo Ferrari Sabino	
 <b>MERCOSUL</b>	
MERCOSUL — NORMAS DE IMPLANTAÇÃO — FORÇA VINCULANTE...	185
— José Alfredo Borges	
 <b>DOCUMENTOS</b>	
THE CLAYTON ACT — CONTROLE DE CONCENTRAÇÃO DE EMPRESAS ..	197

## COLABORAM NESTE NÚMERO

---

**ARMINDO SARAIVA MATIAS**

Professor na Universidade Autónoma de Lisboa.

**ARNOLDO WALD**

Advogado. Professor da Universidade Estadual do Rio de Janeiro. Ex-Procurador Geral do Estado da Guanabara. Ex-Presidente da CVM.

**CALIXTO SALOMÃO FILHO**

Livre-Docente e Professor de Direito Comercial da Faculdade de Direito da USP.

**CARLOS ALBERTO HAGSTROM**

Ex-Procurador do Banco Central. Advogado em Brasília.

**CASSIO M. C. PENTEADO JR.**

Advogado em São Paulo. Professor da FMU/SP.

**GUSTAVO JOSÉ FERREIRA BARBOSA**

Advogado no Rio de Janeiro.

**HAROLDO MALHEIROS DUCLERC VERÇOSA**

Advogado. Mestre e Doutor em Direito Comercial pela USP. Professor de Direito Comercial da Faculdade de Direito da USP. Ex-Procurador do Banco Central do Brasil.

**JOÃO LUIZ COELHO DA ROCHA**

Advogado no Rio de Janeiro.

**JOSÉ ALFREDO BORGES**

Professor da Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais. Procurador da Fazenda do Estado de Minas Gerais. Advogado em Belo Horizonte.

**JOSÉ ALFREDO FERRARI SABINO**

Procurador do Estado e Advogado no Rio de Janeiro.

**KARIN GRAU-KUNTZ**

Pequisadora no Max-Planck-Institut fuer auslaendisches und internationales Patent, Urheberund Wettbewerbsrecht (Muenchen). Mestranda na Faculdade de Direito de Munique (Ludwig-Maximilians-Universitaet).

**NEWTON SILVEIRA**

Doutor em Direito Comercial e Mestre em Direito Civil pela Faculdade de Direito da USP. Secretário Geral Adjunto do IIDA-Instituto Interamericano de Direito do Autor. Advogado e Procurador junto ao Instituto Nacional da Propriedade Industrial.

**RACHEL SZTAIN**

Livre-Docente e Professora Doutora de Direito Comercial da Faculdade de Direito da USP.

**ROBERTA NIOAC PRADO**

Advogada. Pós-graduanda em Direito Comercial na Faculdade de Direito da USP.

**SÉRGIO SÉRVULO DA CUNHA**

Advogado.

**VERA HELENA DE MELLO FRANCO**

Professora Assistente Doutora da Faculdade de Direito da USP. Advogada em São Paulo.

**MODESTO CARVALHOSA**

Advogado em São Paulo

## DA OBRIGATORIEDADE POR PARTE DO ADQUIRENTE DO CONTROLE DE SOCIEDADE POR AÇÕES DE CAPITAL ABERTO DE FAZER SIMULTÂNEA OFERTA PÚBLICA, EM IGUAIS CONDIÇÕES, AOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS — ART. 254 DA LEI 6.404/76 E RESOLUÇÃO CMN 401/76 — É EFETIVO MECANISMO DE PROTEÇÃO AOS MINORITÁRIOS?

ROBERTA NIOAC PRADO

*1. Introdução. 2. Do surgimento do art. 254 da Lei 6.404/76. 3. A Resolução 401/76 do Conselho Monetário Nacional. 4. Da efetiva proteção aos acionistas minoritários: 4.1 Da não extensão aos preferencialistas sem direito de voto e da dúvida quanto aos possuidores de voto restrito — 4.2 Da não extensão às companhias fechadas — 4.3 Transferência indireta de controle — 4.4 Acordo de acionistas. 5. Alguns julgados da Comissão de Valores Mobiliários envolvendo alienação de controle de companhias abertas. 6. Direito comparado: 6.1 Direito americano — 6.2 Direito francês. 7. Conclusão. 8. Bibliografia.*

### **1. Introdução**

O presente trabalho tem por escopo analisar se a obrigatoriedade, por parte do adquirente do controle acionário de sociedade por ações de capital aberto, de fazer simultânea oferta pública aos acionistas minoritários, detentores de ações votantes, em igualdade de tratamento — preço e condições — conforme o disposto no art. 254 da Lei 6.404/76, regulamentado pela Resolução 401/76, é mecanismo efetivo de proteção aos minoritários.

Antes de adentrarmos a questão propriamente dita, é mister se faça uma diferenciação entre este tipo de oferta pública prevista no art. 254 da Lei das Sociedades

por Ações com a oferta pública constante do art. 257 da mesma lei.

A primeira tem como pressuposto legal a alienação do bloco de controle de companhia aberta. Seu caráter é obrigatório, ou seja, conforme dispõe a Resolução 401/76, em seu item I, é condição da alienação de controle que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública aos minoritários, devendo constar inclusive do instrumento de alienação cláusula, suspensiva ou resolutiva, neste sentido.

O intuito desta oferta pública é o de assegurar tratamento igualitário aos minoritários e controladores, estendendo aos primeiros as mesmas condições de aliena-

ção de suas ações contratadas com o detentor do poder de controle da companhia.

Esta disposição está embasada pelo fato de que, ao menos em princípio, o poder de controle possui valor superior ao da soma de cada ação se individualmente considerada e, ainda, de que este valor deve pertencer a todos os acionistas portadores de ações de mesma classe, e não apenas aos que formaram o bloco de controle.

Já a oferta pública constante do art. 257 da Lei 6.404/76 é equivalente ao *take over* previsto na legislação americana. Seu pressuposto legal é o apelo ao público que faz aquele que deseja adquirir o controle de determinada companhia aberta, como meio de atingir seu objetivo.

A pessoa ou grupo de pessoas, físicas ou jurídicas, que tenciona adquirir o controle de sociedade por ações de capital aberto pode valer-se desta forma ou de qualquer outra não vedada por lei, donde concluímos não possuir este tipo de oferta caráter obrigatório.

Logo, o objetivo desta disposição legal, de caráter facultativo, é o de proporcionar aos interessados em adquirir controle de companhia que esteja pulverizado no mercado uma opção distinta daquela em que há necessidade de contratação direta com os controladores de fato e, ainda, de simultaneamente garantir os investidores contra ofertas inidôneas, proporcionando-lhes um maior acesso às informações referentes à transação.

Ao traçar um paralelo entre estes dois tipos de oferta pública, assim manifestou-se José Alexandre Tavares Guerreiro:<sup>1</sup> "Trata-se, ao nosso ver, de modalidade especial de oferta pública, cujo objetivo se diferencia substancialmente daquela regulada no art. 257 da referida lei. Não se tem em mira, aqui, a aquisição de controle, mas a proteção patrimonial dos acionistas minoritários,

1. Em "Alienação de controle de companhia aberta: o papel das instituições financeiras", *RDM*, ano XVII, 30/116, São Paulo, Ed. RT, SP, 1978.

que não sejam parte no negócio traslativo do controle e que devem ter a oportunidade de transferir suas ações pelo mesmo preço e nas mesmas condições aplicáveis ao alienante do controle. Em suma, a oferta pública de que cuida o art. 254 constitui instrumento para assegurar aos minoritários o tratamento igualitário desejado e imposto pelo legislador".

Neste sentido, assim também manifestou-se a CVM, quanto a oferta pública contida no art. 254:<sup>2</sup>

"a) seu *pressuposto legal* é a existência de uma alienação de controle de companhia aberta;

"b) tem *caráter obrigatório*, isto é, ocorrendo o pressuposto legal, o adquirente do controle tem, compulsoriamente, de fazer oferta ao público;

"c) tem por *objetivo* assegurar aos minoritários *tratamento igualitário* em relação ao tratamento dado ao controlador;

"d) a *filosofia* que embasa a regulação é o reconhecimento do princípio de que o valor do controle pertence a todos os acionistas" (grifos deles).

E, no que diz respeito à oferta pública constante do art. 257:

"a) seu *pressuposto legal* é o recurso ao *apelo público*, como meio para atingir o objetivo;

"b) tem *caráter voluntário*, não sendo vedados outros meios para a consecução do fim colimado;

"c) objetiva a *obtenção do controle* de uma companhia aberta;

"d) a *filosofia* que embasa a regulação do instituto é a *garantia* do investidor contra ofertas inidôneas e quanto ao *acesso às informações* necessárias à sua tomada de decisão" (grifos deles).

2. Estudos da Superintendência Jurídica da CVM, pp. 32-33, publicado em agosto de 1979, sob o título: "Oferta pública de aquisição de controle — Arts. 257 e seguintes da Lei 6.404/76".

Não abordarei nesta monografia a oferta pública de aquisição de controle constante do art. 257 da Lei das Sociedades por ações, versando este trabalho apenas o que for referente à oferta pública que visa a dar tratamento igualitário aos acionistas minoritários quando da alienação de controle de companhia aberta, suas características, extensão e efetiva proteção.

## 2. Do surgimento do art. 254 da Lei 6.404/76

O art. 254 da Lei 6.404/76, atualmente em vigor, não constava do projeto inicial da referida lei. Ele surge em meio a uma onda de fusões e incorporações de instituições financeiras incentivadas pelo Governo Federal, entre os anos de 1967 e 1973.

Isto se dava em razão da política que vinha sendo adotada no país desde os anos 50, conforme se explica a seguir: "A partir da década de 50, a política adotada pelo Governo Federal, de limitar a expansão das agências bancárias e estimular a concentração dos bancos comerciais (reduzindo seu número e criando instituições de maior porte), teve como consequência o aumento do valor dos blocos de controle dos bancos comerciais: impedidos de expandir suas redes de agências pela obtenção de novas autorizações outorgadas pela autoridade administrativa, os bancos passaram a buscar seu crescimento através de fusões e, mais comumente, da incorporação de outros bancos".<sup>3</sup>

Essas aquisições intentavam, pois, a expansão de instituições financeiras mediante a incorporação de outros bancos, para posterior utilização de suas cartas-patentes. Nessa transação considerava-se como prin-

cipal valor da negociação a quantidade de autorizações para abrir agências bancárias, as referidas cartas-patentes, que possuísem os bancos a serem incorporados. Nesse contexto, confundia-se o valor do poder de controle com o valor dos intangíveis da companhia.

Como consequência, os minoritários acabavam por ficar de mãos atadas frente aos novos controladores, que praticamente nada pagavam por suas ações, uma vez que no preço da aquisição do bloco de controle da empresa incluía-se o valor de tais intangíveis que não eram repassados aos minoritários quando da substituição de suas ações por novas ações da incorporadora, eis que o valor dos mesmos já havia sido pago aos controladores da incorporada.

À época as fusões e incorporações eram reguladas pelo Decreto 2.627/40, legislação, esta, que disciplinava as sociedades por ações. Referida norma legal, entretanto, mais voltada para a proteção dos credores das empresas, não dispunha de muitos mecanismos de proteção aos minoritários e, sendo assim, não regulava, por exemplo, as cessões de controle, as quais vinham reiteradamente gerando operações danosas ao mercado e aos investidores.

Assim como atualmente, naquela época a concentração empresarial fundava-se no fato de que a grande maioria das empresas brasileiras eram controladas por detentores de ao menos 50% mais uma ação votante, ou seja, controle majoritário. Desta forma, os procedimentos que visavam à concentração eram quase na totalidade das vezes precedidos de negociações privadas entre o antigo controlador majoritário e o interessado em adquiri-lo.<sup>4</sup>

3. José Luiz Bulhões Pedreira, em parecer exarado para o Unibanco — União de Bancos Brasileiros S/A, *Alienação de Controle para Incorporação de Banco Comercial. Interpretação dos Artigos 254 e 255 da Lei das Sociedades por Ações*, p. 21, 11 de janeiro de 1982.

4. Na síntese do breve histórico aqui apresentado foram consultadas as seguintes obras: Modesto Carvalhosa, *A Nova Lei das Sociedades Anônimas — seu modelo econômico*, Ed. Paz e Terra, 1976, pp. 118 e ss; Guilherme Döring Cunha Pereira, *Alienação do Poder de Controle Acionário*, ed. Saraiva, 1995, pp. 149 e ss., bem como as informações obtidas em entrevista com o Dr. Washington Leopoldi, à época Consultor Jurídico da Bovespa, e que partici-

O caso que se tornou mais conhecido e que gerou maior indignação no mercado foi o que envolveu uma transação de incorporação de instituição financeira da qual a Santa Casa de Misericórdia de São Paulo era acionista minoritária.

O grupo controlador do banco que visava a incorporar referida instituição financeira, de posse de informação privilegiada, dirigiu-se à Santa Casa e, em negociação direta, fora do pregão, comprou suas ações por preço relativamente superior ao da cotação em Bolsa.

Na semana seguinte alienou à instituição financeira incorporadora o bloco de controle juntamente com as demais ações adquiridas, por preço 12 vezes superior ao pago, preço, esse, previamente contratado e não divulgado ao mercado, causando, assim, patente prejuízo aos investidores que ingenuamente haviam alienado suas ações, em razão de desconhecerem os verdadeiros interesses em jogo.

Visando a superar distorções como esta, membros do Legislativo e a Bovespa (Bolsa de Valores de São Paulo) apresentaram reiterados projetos de lei.<sup>5</sup>

O primeiro deles foi proposto em 1972 por Herbert Levy, então deputado federal. Ocorre que o projeto apresentado à Câmara não dispunha qual deveria ser o mecanismo utilizado para alcançar-se a referida proteção aos minoritários quando a empresa tivesse seu controle alienado. Seu texto era o que segue: "Na transferência de controle acionário, por venda, os acionistas minoritários nas sociedades anônimas de capital aberto receberão por suas ações preço igual ao estabelecido para as ações do grupo ou grupos majoritários".<sup>6</sup>

pou de todo o trâmite legal de aprovação do projeto de lei que inseriu o vigente art. 254 na atual Lei das Sociedades por Ações.

5. Consultar ainda, além dos textos já referidos, *Oferta Pública de Aquisição de Ações*, Modesto Carvalhosa, Rio de Janeiro, ed. IBMEC, 1979, pp. 113 e ss.

6. Cit. em Modesto Carvalhosa, ob. cit. p. 114.

Com a intenção de preencher essa lacuna, no ano de 1973 apresentou a Bovespa à Câmara novo projeto que previa como mecanismo para assegurar o tratamento igualitário aos minoritários a oferta pública de aquisição das ações destes, em igualdade de condições, quando da alienação onerosa de controle acionário.

No ano de 1974 o então Presidente da República, General Ernesto Geisel, declarou publicamente a sua intenção de remodelar, no sentido de fortalecer, o mercado de capitais, sendo que uma das prerrogativas para que se alcançasse referido fim seria a inserção na nova legislação de mecanismos de proteção efetiva aos minoritários.

A exposição de motivos CDE-14, de 25 de junho de 1974, elaborada pelos Ministros da Fazenda e do Planejamento e enviada ao Presidente da República, não continha outra filosofia senão a de proteger os minoritários frente aos controladores, dispo do seguinte: "A lei estabelecerá mecanismos que impeçam que cada ação do majoritário possua um valor potencial muito superior ao de cada ação do minoritário".

Dentro deste contexto veio a público o então Ministro da Economia, Mário Henrique Simonsen, e declarou que, conforme as diretrizes do Governo, um dos mecanismos que seriam adotados na nova legislação iria prever uma forma de se estender aos minoritários os benefícios auferidos pelos controladores quando da alienação de controle de companhia aberta. Esta era a clara ideologia do II PND, que, ao estabelecer a filosofia a ser adotada para a nova Lei das Sociedades por Ações, determinou que se deveria: "(...) evitar que cada ação do majoritário possua valor de mercado superior a cada ação do minoritário".<sup>7</sup>

Tudo conspirava no sentido de que o Governo já estava decidido a introduzir na legislação encomendada aos juristas José

7. Texto citado contido na p. 119 da publicação oficial.

Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho o mecanismo da oferta pública na alienação de controle acionário, como forma de proteção aos minoritários detentores de ações votantes.

Ocorre que, sem maiores explicações, em 2 de agosto de 1976 o Presidente da República encaminhou ao Congresso Nacional a exposição de motivos da nova lei, atual 6.404/76, consubstanciada na Mensagem 204, cuja orientação era completamente diversa da adotada e divulgada até então pelo Governo e por seus assessores.

Em seu item "d" referida mensagem declarava que, uma vez que os controladores possuíam responsabilidades próprias definidas na lei, das quais os minoritários não partilhavam, seria incoerente que não se atribuisse um valor econômico ao bloco acionário que garantisse o poder de controle da companhia, bem como seria da mesma forma incoerente estender aos minoritários esses benefícios econômicos.

Houve uma grande pressão sobre o Governo advinda das Câmaras Legislativas, que não acataram essa orientação contida na Mensagem 204, que foi liderada em especial pelos deputados Cunha Bueno, Alberto Hoffman e Herbert Levy — que já havia apresentado aquele primeiro projeto de lei que visava à proteção aos minoritários — e duas novas emendas foram propostas.

Entretanto, de todas, a que vingou foi a emenda n. 26, de autoria do então senador Otto Lehman, conhecida como "emenda Lehman", que, contra a vontade dos autores do projeto de lei, e por pressão dos líderes do Legislativo, foi votada pelo Congresso Nacional, sancionada pelo Presidente da República, passando a vigor no corpo legal da atual Lei das Sociedades por Ações no art. 254.<sup>8</sup>

8. Com a seguinte redação:

"Art. 254. A alienação do controle da companhia aberta dependerá de prévia autorização da Comissão de Valores Mobiliários.

Antes de adentrar o tema propriamente dito, qual seja, da efetiva proteção que este dispositivo proporciona ou não aos minoritários, se faz necessária uma breve consideração a respeito do entendimento que se deva dar quanto à extensão do "poder de controle" contido no dispositivo supramencionado.

O poder de controle de uma companhia, de maneira geral, pode manifestar-se de várias formas. A CVM, em Estudo,<sup>9</sup> elencou algumas das formas em que se manifesta o controle nas sociedades, quais sejam: "O exercício do controle na sociedade pode originar-se quer da participação no capital, quer da efetiva direção da companhia, de vez que não se exige seja o administrador acionista. O poder de controle pode ainda se manifestar em várias outras situações fáticas como, por exemplo, na hipótese de credores de vultosas quantias exercerem influência na própria administração da vida societária".

Esta última manifestação pela CVM elencada, além de se dar "de fato", é ainda externa à sociedade.

O prof. Fábio Konder Comparato<sup>10</sup> faz, brilhantemente, distinção entre o controle interno — aquele em que seu titular atua dentro da sociedade, e através dos

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

"§ 2º. Se o número de ações ofertadas, incluindo as dos controladores ou majoritários, ultrapassar o máximo previsto na oferta, será obrigatório o rateio, na forma prevista no instrumento da oferta pública.

"§ 3º. Compete ao Conselho Monetário Nacional estabelecer normas a serem observadas na oferta pública relativa à alienação do controle de companhia aberta."

9. Estudos da Superintendência Jurídica da CVM, p. 2, publicado em agosto de 1979, com o título: "Oferta pública de aquisição de controle — art. 257 e seguintes da Lei 6.404/76".

10. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, 2ª ed., Ed. RT, SP, 1977, pp. 33 e ss.

próprios mecanismos societários, por exemplo, nas decisões assembleares — e o externo — exercido por pessoa ou grupo não integrante da sociedade ou de qualquer órgão seu. Sempre ressaltando, entretanto, que o sentido fundamental do poder de controle é o da dominação soberana, não importando se exercido de fato ou de direito, interna ou externamente à sociedade.

Para nós, por ora, interessa apenas o conceito de poder de controle contido na Resolução 401/76 do Conselho Monetário Nacional, o qual analisaremos a seguir.

### 3. A Resolução 401/76 do Conselho Monetário Nacional

A Resolução 401/76 do Conselho Monetário Nacional, em seus itens II, III e IV, acabou, ao regular a disposição contida no art. 254 da Lei 6.404/76, por conceituar o poder de controle para efeito da aplicação de referido artigo, sendo ele:

1) aquele definido pelo art. 116 da Lei 6.404/76 (item II);

2) aquele que nasce de acordo de acionistas (art. 118 da Lei 6.404/76) (item III);

3) e, por último, o controle minoritário, "exercido por pessoa ou 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 assembleias gerais da companhia" (item IV).

Nesta última hipótese a resolução contempla o poder de controle exercido de fato, desde que este tenha se manifestado pelo prazo de três anos consecutivos.

É interessante observar, entretanto, que, muito embora a Resolução 401/76 não tenha estendido a aplicação do art. 254 a alguns casos de alienação de controle, por exemplo ao delimitar que deva ser o mesmo dirigido apenas aos acionistas mi-

noritários detentores de ações votantes, excluindo, pois, os preferencialistas sem direito de voto, e talvez os com voto restrito, entendeu por bem estender as hipóteses de controle previstas no art. 116 da Lei das Sociedades por Ações, que definem o controle para efeito de aplicação daquela lei.

Neste sentido os profs. Calixto Salomão Filho e Mário Stella Richter, em estudo publicado na *Revista de Direito Mercantil*, ao tratarem da oferta pública prevista no art. 254, assim entenderam o escopo da Resolução 401/76:<sup>11</sup> "A regulamentação da oferta pública de aquisição de controle deve também ser analisada dentro de seu contexto juspolítico. Como é sabido, a Res. 401 surgiu em meio a grande controvérsia com relação à conveniência de impor oferta pública aos adquirentes de controle. Ao conturbado processo de aprovação legislativa do art. 254, *caput* e § 1º que acabou prevendo a obrigatoriedade da oferta pública, de acordo com a Emenda Lehmann e contrariamente ao Projeto do Executivo, seguindo-se a sua regulamentação administrativa. Através dela procurou-se restringir ao máximo o alcance do referido artigo".

E, mais adiante: "(...) A própria Res. 401 amplia a *fattispecie* 'controle' prevista na lei societária, nela incluindo o caso de sócio não majoritário que exercitou o poder majoritário de voto nas últimas três Assembleias em função da ausência dos acionistas (n. IV)".

Desta forma, conforme veremos mais adiante, esta disposição legal, que possuía, ao menos em princípio, o escopo de proteger minoritários quando houvesse alienação de controle de sociedade de capital aberto, acabou por criar uma série de problemas e por protegê-los muito restritamente.

11. "Interesse social e poderes dos administradores na alienação de controle", *RDM* 89/68, ano XXXII, 1993.

#### 4. Da efetiva proteção aos acionistas minoritários

##### 4.1. Da não extensão aos preferencialistas sem direito de voto e da dúvida quanto aos possuidores de voto restrito

Muito embora a própria Resolução 401/76 tenha expressamente determinado que a extensão da oferta pública deve-se dar apenas às ações com direito de voto de propriedade dos demais acionistas, excluindo, pois, os preferencialistas sem direito de voto e deixando uma dúvida quanto aos de voto restrito, é interessante que se faça uma análise das justificativas que embasam esta exclusão, bem como da posição de alguns juristas e doutrinadores frente a esta disposição legal.

Em princípio, o que fundamentalmente justifica a disposição legal contida no art. 254 da lei em questão é o fato de que o bloco de ações que proporciona a seus detentores o exercício do poder de controle possui valor superior àquele individual de cada ação.

Ainda que quanto à natureza jurídica do controle societário haja uma profunda e extensa discussão doutrinária, é pacífico tanto na doutrina como na jurisprudência que esse *plus* de valor contido no bloco de controle existe e é incluído no preço quando de sua alienação.

Os próprios redatores da Lei 6.404/76, os profs. Alfredo Lamy Filho e Bulhões Pedreira, ao tratarem do poder de controle na exposição de motivos daquela lei, a já citada Mensagem 204, assim entenderam: "Toda economia de mercado atribui valor econômico ao controle da companhia, independentemente do valor das ações que o asseguram; o valor das ações resulta dos direitos, que conferem, de participação do poder de determinar o destino da empresa, escolher seus administradores e definir suas políticas".

Neste sentido também posicionou-se, entre outros autores, o prof. Mauro Rodrigues Pentado:<sup>12</sup> "O poder de controle acionário, é escusado dizer, tem significativo valor econômico, que é melhormente verificado quando de sua alienação. Antes da promulgação da Lei 6.404/76 esse valor era auferido apenas pelo titular do poder de controle e a solução continuaria a mesma, caso vingasse o texto do Projeto do referido diploma legal".

Conforme veremos mais adiante, houve uma grande discrepância no que diz respeito ao entendimento de doutrinadores ao analisar a emenda Lehman, que acabou por consolidar-se no art. 254 da Lei das Sociedades por Ações.

Alguns entenderam que não caberia aplicar esse mecanismo de proteção aos minoritários preferencialistas, uma vez que não possuíam eles qualquer relação com o controle da companhia, não tendo, pois, qualquer direito, patrimonial ou não, quando houvesse alienação do controle da sociedade da qual fossem acionistas.

Neste sentido, defendem estes a posição de que o *plus* que se paga pelo bloco de controle refere-se exclusivamente ao desalojamento de uma administração que dá a possibilidade que surge aos novos controladores de conduzirem os negócios da companhia de forma a gerar mais lucros. Esta filosofia está embasada pela Escola de Chicago, hoje dominante nos Estados Unidos, cuja linha mais liberal superou a da Escola de Harvard, entendendo que o próprio mercado se protege de eventuais abusos e se acomoda via preço.

Outros autores, entretanto, entenderam que para efeito de proteção de minoritários seria claro que se deveria estender a oferta aos preferencialistas, mesmo porque os minoritários ordinários não possuem o poder de controle. Ou seja, ou protege-se o

12. "Apontamentos sobre a alienação do controle de companhias abertas", RDM 76/17, ano XXVIII, 1989.

minoritário *lato sensu*, aquele que não tem como vetar as decisões da maioria, ou a lei não alcança seu objetivo, qual seja, de efetiva proteção.

Esta corrente funda-se no princípio de que o que se deve proteger é o direito de saída, em justas condições, dos minoritários quando mudam as bases de controle da empresa. O que deve ser considerado, pois, é permitir que o acionista saia do quadro societário uma vez que não concorde com a nova administração, recebendo por suas ações o valor real das mesmas, incluídos aí as perspectivas de lucro, o valor dos intangíveis e tudo o que estiver agregado ao valor que significar possuir o controle da empresa.

Outros autores, ainda, entendem que, quando há uma alienação de controle e os adquirentes pagam por esse bloco um valor mais elevado, estão incluídos neste valor não só o poder de direcionar a companhia como, também, intangíveis e outros ativos que pertencem não só aos controladores mas também a todos aqueles que participam da sociedade, portanto a todos os minoritários, votantes ou não.

Neste sentido, entendem que a capacidade que a empresa possui de produzir lucros é preexistente às novas diretrizes que vierem a ser tomadas pelos novos controladores; logo, este valor deve ser dividido entre todos os acionistas, independentemente de possuírem voto ou não.

Há ainda uma última posição a ser considerada, que se refere ao que será feito da companhia após a mudança do controle. Sendo a mesma extinta após a alienação, por exemplo ao ser incorporada a outra empresa, ocorrerá uma agregação dos valores de ambas que possibilitará a geração de maiores lucros, e, neste sentido, entendem alguns, seria correto que esse valor a mais fosse distribuído entre todos os seus acionistas.

Podemos perceber, conforme já exposto no item 2, *supra*, que todo o cerne da

questão diz respeito à confusão que pode ocorrer quando há uma alienação de controle entre o que deve ser considerado para efeitos patrimoniais como "valor de controle", "valor de intangível", e, ainda, se a confiança depositada nos controladores alienantes, pelos minoritários, deve ser considerada para efeito de proteção. Ou seja, se, havendo troca de controladores e os minoritários não confiarem na nova administração, se deve proporcionar-lhes algum mecanismo de saída da empresa.

A seguir transcreverei trechos de textos e pareceres exarados por doutrinadores e juristas, em sentidos diversos.

De acordo com a primeira corrente doutrinária, assim manifestou-se o prof. Arnoldo Wald:<sup>13</sup> "(...) o legislador se refere sempre aos acionistas majoritários, e minoritários que só podem ser os titulares das ações com voto, pois os preferenciais sem direito de voto não podem ser caracterizados como tendo uma posição política na sociedade".

E, após citar uma série de jurisprudências e de manifestações doutrinárias, conclui o autor: "A apresentação cansativa de exaustivas citações que acabamos de fazer com a única finalidade de comprovar o consenso que existe entre a lei, a jurisprudência e a doutrina na matéria, para comprovar que se reconhece de modo manso e pacífico que as ações preferenciais não se incluem na oferta pública de aquisição de controle e que o art. 255 oferece uma alternativa mais benéfica para o adquirente do controle acionário, ao permitir a substituição da oferta pública pelo rateio (...). "Na realidade, o privilégio econômico dado à ação preferencial não deixa de ser uma forma de compensação pelo fato de não participar do poder político representado pelo controle da empresa. (...) Não há assim qualquer dúvida possível quanto ao fato de não se considerar as ações prefe-

13. "Do descabimento da oferta pública de compra em relação às ações preferenciais", *RDM* 45/9, ano XXI, 1982.

*renciais, sem direito de voto, como participando do controle da companhia, que é definido, na atual lei societária” (grifei).*

Adotando a segunda corrente doutrinária, Néelson Cândido Motta assim manifestou-se:<sup>14</sup> “Os abalos e os efeitos que poderiam derivar das inovações ampliadas pela emenda Lehman (convertida no atual art. 254) foram amortecidos e controlados pelo Conselho Monetário Nacional, através da Resolução 401/76, mediante a utilização exorbitante — ainda que moderadora — do poder regulamentar, exercido no caso com o evidente propósito de limitar e circunscrever a órbita de atuação daquela norma legal. Visando restringir — talvez até para viabilizar — nos negócios de alienação de controle de sociedades abertas comuns a regra de tratamento igualitário aos sócios não controladores, a Resolução 401 desfigurou e distorceu o verdadeiro sentido da expressão ‘acionistas minoritários’, que, para o efeito da oferta pública prevista no art. 254, passou a abranger apenas as ações com direito de voto. Registre-se, a propósito, que, ao referir-se às ações dos controladores ou majoritários, o § 2º do art. 254 remarcou a sinonímia entre as duas expressões e, portanto, deixou claro que, correlativamente, não de ser também entendidas como sinônimas, na interpretação gramatical da lei, as expressões ‘não controladores’ e ‘minoritários’. *Admitir que as ações preferenciais, porque não votam, tenham menos direitos — salvo os direitos políticos — do que as ações ordinárias equivale a reconhecer que o direito de voto possa ser causa de desigualdade entre acionistas, quer em relação ao patrimônio da sociedade, quer em relação ao tratamento que a lei manda dispensar a todos, indistintamente, nos casos de alienação de controle de companhia aberta (...).* O ato administrativo que pretenda converter o di-

reito de voto numa qualificação privilegiada (para efeito de acesso aos procedimentos legais de proteção da minoria) corre o risco de ser averbado de arbitrário, injurídico e ilegal” (grifei).

Por derradeiro, o autor Luiz Leonardo Cantidiano faz a diferenciação quanto à proteção que se deva dar aos minoritários no que diz respeito ao intuito da alienação do controle. Para ele, se a alienação implicar apenas novos administradores, não sofreriam, em tese, quaisquer minoritários, algum tipo de prejuízo, descabendo, portanto, a extensão da oferta pública a qualquer deles, ordinários ou preferenciais. Mas, na hipótese de o novo controlador visar à extinção da companhia, aí, sim, a oferta deveria ser estendida para todos os minoritários, pois todos eles estariam em situação na qual poderiam sofrer prejuízos; vejamos:<sup>15</sup> “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 da classe do acionista controlador”* (grifei).

Resta ainda uma lacuna, legal e doutrinária, no que diz respeito às ações preferenciais com voto restrito.

Neste caso, seria, no meu entender, necessário que se procedesse a um exame caso a caso. Dependendo das restrições de voto que possuíssem as ações preferenciais, caberia ou não a extensão da oferta. Isto na hipótese de considerarmos a corrente que entende que a oferta pública deve estender-se apenas àqueles que possuem ações votantes, por serem os únicos com relação direta de controle.

14. “Alienação de controle de instituições financeiras. Acionistas minoritários. Notas para uma interpretação sistemática da Lei das S/A”, *RDM* 46/41, ano XXI, 1982.

15. “Alienação e aquisição de controle”, *RDM* 59/62, ano XXIV, 1985.

Nesta esteira de raciocínio poderíamos concluir que em uma companhia na qual o direito de voto dos preferencialistas se restringisse, por exemplo, à escolha da auditoria contábil da empresa, como mecanismo de controlar as informações aos mesmos oferecidas, não deteriam estes qualquer parcela do controle administrativo propriamente dito e tampouco teriam influência na gestão da empresa, não devendo, portanto, ser a oferta estendida aos mesmos.

Faz-se necessária, por fim, uma breve referência a acórdão proferido em 14 de setembro de 1993 pelo STJ.<sup>16</sup>

Versou referida ação sobre uma alienação de controle acionário de instituição financeira que visava a posterior incorporação. Entenderam os Ministros julgadores que já no início do processo de incorporação das empresas, ou seja, quando da transferência do controle, estariam não só as ações ordinárias como também as ações preferenciais sujeitas à oferta pública de aquisição.

Tal decisão fundamentou-se no art. 255 da Lei 6.404/76, que, muito embora seja semelhante ao art. 254, cuida especificamente das companhias abertas que dependam da autorização do Governo para funcionar.

De qualquer forma, o acórdão em questão é bastante inovador na jurisprudência brasileira, vez que esta, amparada pela doutrina majoritária e pela CVM, sempre manifestou-se no sentido de que seria impossível se estender a oferta pública aos preferencialistas no momento da transferência do controle.

Para determinar a extensão da oferta aos acionistas detentores de ações preferenciais o acórdão levou em consideração, basicamente, os fatos de que, em primeiro lugar, a posterior incorporação da institui-

ção financeira era sabida, e, por conseguinte, no valor do controle encontrava-se inserido o valor de sua carta-patente, valor, este, que, indiscutivelmente, fazia parte do acervo da companhia e pertencia a todos os seus acionistas, independentemente de classe.

Em que pesem essas razões específicas — *in casu*, a extinção da empresa e de sua personalidade jurídica no momento da incorporação — criou o acórdão, sem dúvida, um precedente para que se vislumbre a possibilidade de se estender a oferta pública aos preferencialistas mesmo que não se trate de companhia que dependa do Governo para funcionar, e ainda, não obrigatoriamente a mudança no poder de controle implique posterior extinção da empresa. Neste sentido assim pronunciou-se o prof. Calixto Salomão Filho ao comentar o v. acórdão:<sup>17</sup> “Inserir a sociedade em uma outra estrutura empresarial, ainda que com a 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 empresarial, tanto quanto os demais acionistas com direito de voto, devendo receber o co-respectivo pelo seu valor quando da alienação de controle*” (grifei).

E, mais adiante: “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 alie-

16. STJ, REsp 34.834-5-PR 3ª T., rel. Min. Waldemar Zveiter, v. u., RDM 95/91-96, ano XXXIII, 1994, com comentário do prof. Calixto Salomão Filho.

17. Em comentário ao acórdão supracitado, p. 99.

nação 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".<sup>18</sup>

#### 4.2. *Da não extensão às companhias fechadas*

Diante de todas as delimitações de aplicação do art. 254 da lei, não se pode concluir com tranquilidade que seu escopo principal seja o de efetivamente proteger minoritários.

Se o legislador de fato visava a proteger os minoritários, por que não estendeu este dispositivo às companhias fechadas, nas quais a saída do minoritário do quadro societário das empresas é bem mais complicadas?

É bem verdade que o estatuto social da companhia fechada pode fazer previsão expressa nesse sentido, mas também é verdade que o estatuto social da companhia aberta também pode. E me parece não haver dúvida de que pela simples razão de não contarem os acionistas de companhia fechada com o expediente de se retirarem da companhia via Bolsa de Valores sua saída do quadro societário da empresa torna-se bem mais complexa, necessitando estes, ao menos em tese, de mais proteção neste sentido.

Na mesma esteira deste entendimento vários autores manifestaram-se a respeito. Vejamos o que disse o prof. Mauro Rodrigues Penteado:<sup>19</sup> "(...) para as companhias

fechadas, a operação circunscreve-se a um negócio privado entre cedente e cessionário, sem beneficiar os acionistas minoritários, ao passo que nas companhias abertas é exigida a realização de oferta pública de aquisição de ações, de sorte a propiciar aos acionistas não controladores tratamento igualitário ao recebido pelo detentor do controle (art. 254). Essa forma dicotômica — que soa injustificável, uma vez que nas companhias fechadas os acionistas minoritários encontram maiores dificuldades para vender as suas ações, a preços equitativos — (...)"

E, ainda, o prof. Luiz Leonardo Canti-diano:<sup>20</sup> "Problema maior ocorre, no entanto, na companhia fechada, em que o acionista minoritário, se discordar da venda do controle, fica impedido de se desfazer das suas ações. Parece que ele, acionista da companhia fechada, mereceria muito mais a proteção da lei".

Não podemos culpar a Resolução 401/76 no que diz respeito à não extensão da oferta aos minoritários de companhia fechada, uma vez que não possui o Conselho Monetário Nacional, ao editar normas regulamentares a serem aplicadas pela Comissão de Valores Mobiliários, competência para legislar sobre companhias fechadas. Entretanto, no meu entender, a Emenda Lehman, ao invés de ter sido tão tópica e casuística, deveria ter feito referência expressa neste sentido, vez que a Lei das Sociedades por Ações regula tanto as companhias fechadas como as abertas.

#### 4.3 *Transferência indireta de controle*

Outra questão que gerou dúvidas e controvérsias diz respeito aos casos de alienação indireta de controle.

Imaginemos o seguinte caso.

A sociedade "A", de capital aberto, é controlada pela sociedade "B", que detém

18. *Idem*, p. 103.

19. "Apontamentos sobre a alienação do controle de companhias abertas", *RDM* 76/17, ano XXVIII, 1989.

20. "Alienação e aquisição de controle", *RDM* 59/60, ano XXIV, 1985.

51% de suas ações votantes. "B", por sua vez, tem como sócios "X", possuidor de 51% das ações votantes, e "Y", detentor de 49% de suas ações votantes.

Em um determinado momento "X" aliena todas as suas ações a "Z", que passa a ser o controlador de "B". Devemos entender que houve alienação de controle, devendo o adquirente "Z" estender a oferta pública de aquisição de ações aos minoritários de "A"?

Entendeu a CVM no Parecer 86/82, que sim. Neste sentido também manifestou-se Luiz Leonardo Cantidiano:<sup>21</sup> "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".

E prossegue o mesmo autor: "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, conclui que dita regra é aplicável não só na alienação direta do controle, mas também quando ocorre 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".

#### 4.4 Acordo de acionistas

Em relação às mudanças de controle que se derem internamente a acordos de acionistas, o entendimento da Comissão de Valores Mobiliários foi o de que não caberia extensão da oferta se a sociedade per-

manecesse controlada pelo acordo. Ou seja, não considerou o controlador como sendo um ou outro signatário do acordo, e sim o acordo como um todo.

Imaginemos o seguinte caso: a companhia "A" é controlada por acordo de acionistas no qual são signatários três sócios, "X", "Y" e "Z", sendo que cada qual possui 20% do seu capital votante, estando os 40% restantes pulverizados no mercado.

Cada qual, individualmente, não controla a companhia, mas, em razão do acordo, juntos detêm 60% das ações votantes da companhia, ou seja, o controle da mesma. Entretanto, se "Y" alienar a "Z" a sua participação, este último, independentemente de qualquer acordo de acionistas, poderá passar a ser o controlador da empresa.

Se, entretanto, mesmo em razão desta alienação, os termos do acordo permanecerem em vigor, ou seja, o controle não passar a ser exercido apenas por "Z", que sozinho o detém, e sim por todos os signatários do acordo, conforme já vinham exercendo-o antes desta alienação, entendeu a CVM que não houve troca de controle e que não seria necessário "Z" fazer oferta pública a todos os minoritários votantes.

#### 5. Alguns julgados da Comissão de Valores Mobiliários envolvendo alienação de controle de companhias abertas

Parecer CVM/SJU-58/78, Ementa: "Somente a alienação de controle através de venda ou permuta de ações cujo(s) titular(es) esteja(m) no efetivo exercício do controle enseja oferta pública aos minoritários, nos termos da Resolução 401/76".

Ocorreu, no caso em questão, o seguinte: uma pessoa física, embora não possuísse a maioria do capital social votante, 50% mais uma ação votante, exercia de fato o controle da empresa. Houve uma série de acontecimentos, vindo este controlador, de fato, a adquirir novo bloco de ações que

21. Ob. cit., p. 60.

lhe permitiam continuar exercendo o controle daquela companhia, porém de direito, ou seja, com 50% mais uma ação do capital votante.

"A", então, controlava de fato uma companhia. Referida companhia possuía como controladora, de direito, uma sociedade limitada que era detentora da maioria de seu capital votante, muito embora não usasse de seu poder para controlá-la.

Essa sociedade limitada foi em um determinado momento extinta, tendo sido seu acervo distribuído de acordo com os quinhões possuídos por seus sócios.

"B", então, que era controlador desta sociedade limitada, passou a ser o maior acionista da companhia. Neste momento "B" alienou o bloco de ações que possuía para "A", controlador de fato da companhia, que passou a ter também o controle de direito, majoritário, da companhia.

No caso, houve duas trocas de controle: a primeira quando da extinção da sociedade limitada que tinha o controle da companhia, muito embora não o exercesse, na qual o controle passou a ser de seu sócio majoritário "B"; e a segunda quando "B" alienou sua participação para "A", sócio controlador de fato da companhia.

Entendeu a CVM, aliás com muita propriedade ao meu ver, que, mesmo ocorrendo todas estas mudanças, "A" sempre esteve no controle, apenas que em um primeiro momento de fato, e em seguida de fato e de direito. Portanto não caberia, nesse caso, a aplicação do art. 254 da Lei 6.404/76 e da Resolução CMN 401/76. Houve um investidor que reclamou dessa transação à CVM mas esta declarou, em parecer, que ele não teria direito à extensão da oferta.

Desta mesma forma entendeu a CVM recentemente ao manifestar-se sobre a privatização da Vale do Rio Doce.

A Vale é uma empresa estatal, controlada pelo Governo Federal, que detém 75% de suas ações votantes, estando os outros 25% pulverizados no mercado.

A privatização desta empresa está esquematizada da seguinte forma: em um primeiro momento o Governo Federal alienará 45% de suas ações a uma *holding*, que passará, então, a controlar de fato a estatal, mantendo o primeiro, em mãos, os 30% restantes das ações votantes.

Em um segundo momento o Governo alienará novo bloco de ações à mesma *holding*, que passará, então, a deter o controle majoritário, ou seja, 50% mais uma ação votante pelo menos.

Entendeu a CVM, naquele mesma esteira de raciocínio, que o momento de se estender a oferta pública aos minoritários votantes será quando da compra do primeiro bloco de ações, qual seja, 45% destas, e quando da segunda compra não, uma vez que não haverá troca de controle naquele momento, eis que a *holding* já estará exercendo o controle de fato da companhia.

Parecer CVM/SJU-09/83, Ementa: "O instrumento de oferta pública para aquisição de ações emitidas por companhia aberta, cujo objetivo é estender aos acionistas minoritários as mesmas condições da aquisição do controle da companhia, deve atender aos dispositivos da Lei 6.404/76, de 15 de novembro de 1976, e da Resolução 401, de 22 de dezembro de 1976 do Conselho Monetário Nacional. É de se proceder à verificação do cálculo do preço pago aos minoritários, para que estes recebam tratamento igualitário".

Este parecer refere-se ao contrato de cessão e transferência de ações que compunham o controle acionário da Banylsa Tecelagem do Brasil S/A, firmado na data de 15 de março de 1982.

A alienação de controle foi contratada sob condição suspensiva de que o adquirente estendesse a oferta pública de aquisição a todos os detentores de ações ordinárias da empresa.

O que me pareceu interessante neste parecer é o fato de que através dele visou a CVM a proteger o mercado como um todo através da regra de tratamento igualitário

constante do art. 254 da Lei das Sociedades por Ações, e não os minoritários propriamente ditos.

No instrumento de alienação de controle ficou acordado entre o alienante e o adquirente que o preço a ser pago pelas ações seria o de Cr\$ 1,442 por ação.

Entretanto, os controladores receberiam uma parte deste valor à vista e o restante em 3 lotes de 20 promissórias, vencendo a última 6 meses após o primeiro recebimento. Os minoritários, por sua vez, receberiam o valor integral à vista.

Entendeu a CVM que isto não estaria correto, e que, portanto, se deveria efetuar cálculo deflacionando as parcelas a serem recebidas pelos minoritários, para que se chegasse ao valor exato que desembolsariam os adquirentes.

Questionou a CVM, pois, o tratamento igualitário, valendo-se do princípio contido no dispositivo legal, qual seja, de que o tratamento igualitário significa que tanto os minoritários quanto os controladores devem receber o mesmo preço, e nas mesmas condições, não devendo ocorrer vantagem para nenhum dos lados.

Parecer CVM/SJU-79/83, Ementa: "A inexistência do pagamento de ágio na venda do bloco de controle não afasta a obrigatoriedade do igual tratamento aos minoritários, previsto no art. 254 da Lei 6.404/76, mediante o lançamento de oferta pública, pelo mesmo preço obtido pelos controladores cedentes".

Neste parecer manifestou-se a CVM no sentido de analisar os princípios que levaram o legislador a determinar a obrigatoriedade da oferta pública aos minoritários quando houver transferência de controle de companhia.

Ou seja, tendo em vista que o controle possui valor econômico que pode ser destacado das ações que o asseguram, buscou o legislador, através deste dispositivo, garantir as mesmas vantagens aos minoritários que auferissem os controladores.

Por disposição legal cabe à CVM autorizar a negociação, zelando pelo tratamento igualitário dos minoritários, que devem receber valor idêntico aos controladores, não importando, para efeitos legais, se esse valor é maior ou menor que o patrimonial ou de Bolsa.

No caso concreto há um controle interno minoritário exercido em conjunto. Os 40% das ações com direito de voto transacionados representam nesta companhia o controle, devendo, pois, ser enquadrada no item IV da Resolução 401/76, que contempla a alienação de controle exercida por minoria.

Há ainda outro ponto importante que diz respeito ao fato de estar a companhia deficitária e o preço das ações envolvidas na negociação não ter alcançado nem 5% do valor patrimonial das mesmas. Entretanto, o fato de não haver um ágio de controle, que implica sobrepreço pago em relação ao valor das ações, não retira a obrigatoriedade da oferta pública, segundo o que entendeu a CVM.

Isto porque entendeu a CVM que o direito dos minoritários de alienarem suas ações nas mesmas condições que os controladores é direito conferido expressamente por lei, ainda que se trate de companhia deficitária, e que, *in casu*, a oferta pública justifica-se inclusive pela perda de liquidez das ações no mercado.

Ou seja, ainda que o controle tenha sido alienado sem ágio, era vantajoso para todos os minoritários alienarem suas ações devido à falta de liquidez destas no mercado, em razão de estar a companhia deficitária e suas ações sem liquidez.

Parecer CVM/SJU-63/83, Ementa: "A oferta pública de compra de ações dos acionistas minoritários deve ser feita, de acordo com a lei societária, simultaneamente à compra das ações dos acionistas controladores. Toda vez que decorrer um prazo entre a contratação da compra e a efetivação do pagamento, a época adequada para a extensão da oferta pública de compra das

ações dos minoritários é a da contratação, e não a do pagamento”.

Referido parecer versa sobre situação bastante similar ao que acontece atualmente no caso referente à privatização da Vale do Rio Doce, conforme visto no primeiro parecer aqui citado. Vejamos o que ocorreu *in casu*.

A empresa interessada em adquirir o controle da outra empresa fez oferta pública a todos os acionistas detentores de ações ordinárias nos seguintes termos: adquiriria  $\frac{1}{4}$  da totalidade das ações votantes da companhia, de todos os interessados em aliená-las, minoritários ou não — essa seria a forma de rateio —, e os  $\frac{3}{4}$  restantes seriam adquiridos em três anos, por preço previamente estabelecido.

Entendeu a CVM que sempre que houver lapso de tempo entre a contratação e a efetivação do pagamento, como ocorre *in casu*, deve a oferta pública ser realizada no momento em que há a transferência jurídica do controle, ou seja, no momento da contratação, e não do pagamento.

A transferência de controle desta empresa envolveu acordo de acionistas. Firmaram os antigos controladores, com os novos controladores, acordo de acionistas que transferia o poder dos primeiros aos segundos, muito embora estes últimos só fossem adquirir a maioria das ações votante em dois anos, quando comprassem os  $\frac{3}{4}$  restantes.

Isto significa que, muito embora os adquirentes só fossem ter o controle respaldados pela propriedade legítima da maioria das ações votantes, ou seja, controle majoritário de direito que iria ser adquirido dois anos após terem iniciado as negociações, o controle foi de fato aos mesmos transferido no momento em que firmaram acordo de acionistas com os alienantes, no momento inicial das negociações, quando adquiriram  $\frac{1}{4}$  de todas as ações votantes da companhia, e neste momento é que deveriam ter realizado a oferta pública, e não ao final da operação, como fizeram.

## 6. Direito comparado

### 6.1 Direito americano

No Direito americano não há disposição legal expressa no sentido de obrigar os adquirentes de controle societário a realizar oferta pública em iguais condições aos minoritários.

Em que pese a ter parte da doutrina e da jurisprudência americanas se posicionado no sentido de que quando houver alienação de controle da companhia aberta deva-se proteger, ou ao menos se considerar, os interesses dos minoritários, as disposições legais expressas são apenas em sentido amplo e conceitual, e encontram-se contidas nas normas de *disclosure* e *insider trading* (informação privilegiada) — art. 16(b) do *Securities Exchange Act* de 1934 (SEA) e a conhecida regra 10b(5), promulgada pela *Securities Exchange Commission*.

Sendo assim, em princípio, são os controladores livres para alienar suas ações desde que não firmem nem prejudiquem interesses dos minoritários, tampouco valham-se de fraude ou de meios fraudulentos ou, ainda, de informação privilegiada, e, finalmente, conduzam a operação dentro das regras de informação (*disclosure*) e transparência e conforme os princípios gerais de lealdade e boa-fé.<sup>22</sup>

É nesta esteira de entendimento que vêm reiteradamente decidindo os Tribunais americanos, conforme se observa em trecho a seguir transcrito, extraído de sentença proferida no caso *Zetlin v. Hanson Holdings, Inc.* “(...) it has long been settled law that, absent looting of corporation assets, conversion of a corporate opportunity, fraud or other acts of bad faith, a

22. Quanto à evolução da doutrina e jurisprudência no Direito americano v. também: *Alienação do Poder de Controle Acionário*, Guilherme Döring Cunha Pereira, ed. Saraiva, 1995, pp. 120 e ss., e “A oferta pública, a igualdade dos acionistas e o Direito Comparado”, Arnoldo Wald, *RDM* 43/15-18, 1981.

controlling shareholder is free to sell, and a purchaser is free to buy, that controlling interest at a premium price". E, mais adiante: "The premium is the added amount an investor is willing to pay for the privilege of directly influencing the corporation's affairs".<sup>23</sup>

Doutrinariamente, a questão da oferta pública no Direito americano surgiu no ano de 1965, quando o célebre jurista americano William D. Andrews escreveu o artigo "The stockholder's right to equal opportunity in the sale of shares".<sup>24</sup>

Defendia o autor a tese de que todos os acionistas detentores de ações de mesma espécie e classe deveriam possuir a mesma oportunidade de aliená-las. Ainda nessa época a doutrina dominante, sintetizada pelo autor, entendia que o poder de controle pertencia à companhia, e não aos controladores propriamente ditos. E que todos os benefícios econômicos auferidos pelos controladores, quando da alienação do controle desta, deveriam ser estendidos aos minoritários.

Neste sentido, assim manifestou-se:<sup>25</sup> "I propose to consider the sale-of-con-

23. Trecho de decisão proferida em 1979 pela *Court of Appeals* de Nova York, no caso *Zellin v. Hanson Holdings, Inc.* 48 NY 2d 684, 421 NYS 2d 877, 397 N.E. 2d 387, in Cary e Eisenberg, *Corporations, Cases and Materials*, Nova York, ed. The Foundation Press, 1988, p. 656.

24. Publicado na *Harvard Law Review* 78/505-563, 1965. Neste mesmo entendimento v. também "Toward undistorted choice an equal treatment in corporate takeovers", Lucian Arye Bebchuk, *Harvard Law Review* 98/695-1808, 1985.

25. Esse entendimento vem sendo especialmente desenvolvido com maior profundidade desde a publicação da obra de Berle e Means, em 1932, *Sociedade por Ações e Propriedade Privada*, que faz clara distinção entre a propriedade e o poder. Por esta razão, entenderam referidos autores que a alienação do controle implicava a alienação de bem da sociedade, e que, portanto, quem deveria receber o ágio contido no bloco de controle deveria ser a sociedade, e não os controladores. No Brasil a evolução dessa consciência jurídica de proteção dos minoritários foi objeto de aprofundado estudo do prof. Fábio Konder Comparato, ob. cit., pp. 217 e ss.

trol problem from the point of view of the proposition that a controlling stockholder should not be free to sell, at least to an outsider, except pursuant to a purchase offer made equally available to other stockholders; or, put in the affirmative, that one of the rights of the minority stockholders is to have an equal opportunity with all other stockholders to participate ratably in any sale of shares pursuant to a favorable offer for the purchase of controlling shares in their corporation"<sup>26</sup> (grifei).

Dez anos antes, em 1955, a sentença proferida no caso *Perlman v. Feldman*, inovando a jurisprudência, determinou que o *premium* recebido pelos controladores/administradores quando da alienação do controle da *Newport Steel Corporation* para a *Wilport Company* deveria ser estendido a todos os minoritários da *Newport*.<sup>27</sup>

Basearam seu entendimento na tese desenvolvida por Berle e Means no sentido de que a alienação de controle de uma empresa era na verdade a alienação de um bem social, e que, portanto, o valor do ágio pago pelo bloco de controle era de propriedade de todos os acionistas da empresa. Referida sentença fundou-se, ainda, no princípio de que, sendo os controladores administradores de bens alheios, fiduciários pois, não podiam apropriar-se desse ágio em prejuízo nem da sociedade nem dos minoritários. *In casu*, entenderam os julgadores (vencedores) que houve prejuízo a ambos, companhia e minoritários.

Vale ressaltar, entretanto, que esta é uma das poucas, se não a única decisão proferida por Corte superior americana neste sentido. Ou seja, de resolver a lide determinando a extensão do benefício auferido pelos administradores aos minoritários.

26. William D. Andrews, in ob. cit., p. 506.

27. *Perlman et al., Plaintiffs-Appellants, v. C. Russell Feldmann, Newport Steel Corporation*, 219 F.2d 173; 50 A.L.R. 2d 1134, argued in 1954, decided in 1955.

É importante ainda que se coloque que esse acórdão contou com o voto vencido do v. Juiz Swan, que assim se manifestou: "The power to control the management of a corporate, that is, to elect directors to manage its affairs, is an inseparable incident to the ownership of a majority stock, (...) Concededly a majority or dominant shareholder is ordinarily privileged to sell his stock at the best price obtainable from the purchaser. In so doing he acts on his own behalf, not as an agent of the corporation. If he knows or has reason to believe that the purchaser intends to exercise to the detriment of the corporation the power of management acquired by the purchase, such knowledge or reasonable suspicion will *terminate the dominant shareholders's privilege to sell and will create a duty not to transfer the power of management to such purchaser*" (grifei).<sup>28</sup>

Isso significa que, no entender do ilustre Juiz Swan, pode e deve o controlador buscar obter na alienação de seu bloco acionário o melhor preço e o maior ágio possível, sem que isso necessariamente implique perda ou dever de dividir essa soma com os minoritários. E, ainda, que o dever de fidúcia se dá no sentido de não poder o controlador alienar o controle quando tiver conhecimento ou suspeita de que os adquirentes o usarão em detrimento da companhia e/ou dos minoritários.

Atualmente, conforme já dito anteriormente, as alienações de controle fundamentam-se nas normas de *disclosure* e *insider trading*, mencionadas no início deste item. É a jurisprudência vem decidindo reiteradamente no sentido de que os controladores são livres para alienar com ágio o bloco de ações que possuem desde que não pratiquem atos fraudulentos e dentro dos princípios de boa-fé, conforme sentença proferida no já citado caso *Zetlin v. Hanson Holdings, Inc.*<sup>29</sup>

28. In acórdão cit.

29. V. ainda: *Barnes v. Brown*, 80 NY 527; *Levy v. American Beverage Corp.*, 265 App Div 208; *Essex Universal Corp. v. Yates*, 305 F2d 572

É claro que qualquer sistema legal, por mais adequado que seja, permite que dúvidas e controvérsias, bem como fraudes e manipulações, surjam. Nos Estados Unidos vários autores vêm manifestando discordância quanto às lacunas advindas desse tipo de sistema fundado quase que exclusivamente em princípios. A norma de *full and fair disclosure* muitas vezes resta insuficiente, especialmente quando há intenção por parte dos envolvidos em fraudá-la.<sup>30</sup>

Atualmente, o que vem ocorrendo, em resposta a esse tipo de sistema, é a adoção nos contratos societários de cláusulas específicas de proteção das partes, que prevêm, por exemplo, a saída dos acionistas que por razões estratégicas não queiram permanecer sócios da empresa em casos de alienação de controle. E notadamente desta forma as companhias têm resolvido as questões referentes à proteção de minoritários, controladores e administradores.

A seguir transcreverei, exemplificativamente, algumas cláusulas de *Tag-along*, *Drag-along* e *Look Back Provision* constantes em contratos de empresas americanas, para em seguida analisá-las:

"1. *Tag-along provision*: During, but only during, the period of time prior to the giving of any notice by either party of its election to exercise a PUT or a CALL, the following Tag-along provision shall be applicable.

"(a) Should 'A' corporation sell a portion of its interests 'B' S.A. to an unrelated person or entity that reduces the ownership of 'A' corporation and 'A' family members to below seventy-five percent (75%) of the

30. Neste sentido. v. artigo recentemente publicado: "Substance of securities litigation — Asymmetric information in mergers and the profits of deceit", E. C. Lashbrooke Jr., *Securities Law Review* v. 28/591-629, Nova York, ed. Clark Boardman Callaghan, 1996. V. também: "Bidder overpayment in takeovers", Bernard S. Block, *Securities Law Review*, v. 22/381-444, Nova York, ed. Clark Boardman Callaghan, 1990.

'B' S.A., then 'C' S.A. shall have the right to participate in and be included in such sale in the same relative proportion as 'A' corporation and at the same price and terms as are applicable to 'A' corporation. In the event 'A' corporation sells all or substantially all of its interest in the 'B' S.A. in an arm's length transaction with a non-related party, 'A' corporation may require "C" S.A. to join in such transaction and sell all of its interest in the 'B' S.A. under the same terms and provisions as are applicable to 'A' corporation.

"(b) Should the shareholders in 'A' corporation sell a controlling interest in 'A' corporation to an unrelated person or entity, "C" S.A. shall have the right to require that its *pro rata* portion (*i.e.*, if 'A' corporation shareholders sell 60% of 'A' corporation, 'C' S.A. may sell 60% of its interest in the "B" S.A.) be included in the sale at the same price and terms as are applicable to 'A' corporation, fairly allocated as to 'A' corporation's 'B' S.A. interest. If the shareholders in 'A' corporation sell all or substantially all of their interests in 'A' corporation to an unrelated person or entity, both 'A' corporation and 'C' S.A. shall have the right to require that 'C' S.A.'s entire price to be based solely upon the portion of the purchase price applicable to 'A' corporation's interest in the 'B' S.A., fairly allocated."

"2. *Tag-along*: 'Alfa' Brasil and 'Alfa' USA (Alfas) may freely dispose their quotas, without being blinded to the provisions set forth in Clause 4.3 above. If any of the 'Alfas' decide to transfer any of its quotas, without causing a sale of the control of the Company, to any person who is neither a colligated company or an affiliated of any of the 'Alfas', the other quotaholders may tag-along with such sale, in a *pro rata* basis, being the buying party obligated to acquire the quotas with any of the quotaholders may want to dispose, at the same price, terms and conditions as offered to the quotas of any of the 'Alfas'.

Estas duas cláusulas de *tag along* supratranscritas prevêem a seguinte situação: uma empresa "X" possui dois sócios, um majoritário e outro minoritário, que pasaremos a denominar, respectivamente, de "A" e "B".

Em determinadas situações, previamente previstas, como, por exemplo, no caso de "A" alienar sua participação acionária a terceiro, o sócio "B" terá o direito de também alienar a sua participação, em quantidade proporcional, nas mesmas condições que as oferecidas a "A". Esta previsão contratual é bastante similar ao nosso art. 254 da Lei 6.404/76.

Uma vez que nos Estados Unidos, diferentemente do que ocorre no Brasil, a grande maioria das ações colocadas no mercado são ordinárias, torna-se mais difícil que se estipulem cláusulas como estas em companhias abertas. Isto porque a empresa teria que dar publicidade ao contrato firmado entre os acionistas e, ao menos em tese, faria com que a captação de recursos no mercado se tornasse mais difícil, uma vez que haveria privilégios distintos para ações da mesma classe.

Outra disposição bastante comum em contratos firmados por acionistas de empresas americanas são as *Drag-along*. Vejamos um exemplo desta cláusula:

(*Drag along*) Any of the 'Alfas' may decide to transfer their quotas, causing a sale of the control of Company, in whole or in part, to any person who is not either a colligated company or an affiliated of any of the 'Alfas'. In such case, the remaining quotaholders shall also sell their quotas, on a *pro rata* basis, to the same buyer, for the same prices and conditions as set forth by the terms of the sale, provided that this value is no lower than ... (*e.g.* the value of the company according to a Balance Sheet drawn up specially for this purpose)".

Diferentemente da cláusula de *Tag-along*, que dá o direito ao acionista minoritário de alienar sua participação acionária nas mesmas condições oferecidas ao con-

trolador, esta cláusula cria a obrigação do minoritário de aliená-la desde que o preço alcance o valor previamente estabelecido entre as partes.

Esta cláusula, na verdade, não visa exatamente à proteção do minoritário que não queira mais permanecer na empresa de sair, e sim tornar possível a alienação do controle a terceiro que não queira ter aquele minoritário como sócio. Logo, esta cláusula não é exatamente uma cláusula de saída, e sim uma cláusula que visa a facilitar a alienação de controle em determinados casos.

Por último, vejamos um exemplo de cláusula denominada de *Look-Back Provision*: "1. Look-Back Provision. If, during a two (2) years period following the notice of election to exercise a CALL by 'A' corporation, all or substantially all of the assets of the 'x' interprise, or all or substantially all of the interests in the 'x' interprise, or all or substantially all of the common capital stock of 'A' corporation, are sold in an arm's length transaction with a non-related party, or the ownership of the 'X' interprise or 'A' corporation becomes publicly held pursuant to a public offering then in such event 'C' S.A. shall be entitled to receive from either the 'X' interprise or 'A' corporation an amount equal to the excess of (1) the amount 'C' S.A. would have received pursuant to such sale or public offering had the CALL not been exercised by 'A' corporation over (2) the amount actually paid to 'C' S.A., pursuant to the exercise of the CALL including all amounts paid and be paid to 'C' S.A. pursuant to the Agreement on Non-Competition, Consulting and Technology entered into in connection with the exercise of the CALL".

No Direito americano temos as chamadas *PUT* and *CALL* em uma empresa. Valendo-se delas os acionistas fazem propostas de compra firme, *CALL*; ou de venda firme de ações, *PUT*.

A cláusula de *Look-Back Provision* só se aplica às *CALLS*. Isto porque em um *PUT*, a iniciativa de vender é do minoritá-

rio. Já em um *CALL*, o que ocorre é o seguinte: "A", acionista controlador da empresa "X", chama "B", acionista minoritário desta empresa, e se obriga a comprar as ações deste último pelo preço de, por exemplo, US\$ 10.00 o lote de 1.000.

Tendo em vista o que dispõe esta cláusula de *Look-Back Provision*, o que vai ocorrer é que, se, em um período de tempo inferior a dois anos, "A" vier a alienar a terceiro, por preço maior que US\$ 10.00, qualquer quantidade de ações, representando o controle ou não, "B" terá o direito de receber a diferença entre esses dois valores.

Esta também não é exatamente uma cláusula de saída de minoritário, sendo apenas mais um instrumento de proteção que pode ser utilizado pelos mesmos.

O intuito de acrescentar a este trabalho cláusulas contratuais como a supracolocada, é o de mostrar que em muitos casos é mais interessante que as partes contratem livremente, independentemente de qualquer obrigatoriedade de lei, o que lhes parecer mais adequado.

São tantas as possibilidades e situações que podem surgir que, ao meu ver, não tem a legislação condições de cobrir todas elas. Entendo, pois, que a solução adotada no Direito americano, qual seja, a de legislar fundando-se em princípios e deixar para a doutrina e jurisprudência a análise e decisão casuística, é mais apropriada à realidade. Mesmo porque, conforme pudemos perceber, o próprio mercado encontra formas de se proteger.

## 6.2 *Direito francês*

Conforme veremos mais adiante, no Direito francês, assim como no Direito brasileiro, há disposições legais expressas no sentido de tornar a oferta pública obrigatória nos casos de alienação de controle de sociedade aberta.

A regulamentação da oferta pública obrigatória no Direito francês se deu *post facto*, ou seja, resultou de alienações de controle que foram se dando ao longo do tempo vindo, efetivamente, a causar problemas a investidores e empresários.<sup>31</sup>

Em 28 de setembro de 1967 foi promulgada a *Ordinance* 67-833 que criou a Comissão das Operações de Bolsa — COB — *Commission des Opérations de Bourse*, à imagem e semelhança da SEC — *Securities and Exchange Commission*, americana.

Esta Comissão tinha o escopo de regular e controlar o mercado de valores mobiliários, criando normas de *disclosure* e de proteção dos investidores.

Em 1973 a *AFB — Association Française des Banques* — baixou pela primeira vez normas determinando que quando houvesse transferência de controle acionário de uma instituição financeira, com alienante identificado, os minoritários deveriam alienar suas ações, obrigatoriamente, junto com o bloco de controle, pelo mesmo preço e condições. Esta determinação foi bastante similar às cláusulas de *tag-along* previstas em alguns contratos americanos, analisadas no item *supra*.

Assim surgiu a primeira oferta pública obrigatória na França. Os minoritários, entretanto, permaneceram sem proteção quando o adquirente fizesse uma tomada hostil de controle, sem prévia contratação com os controladores.

Em 12 de julho de 1985 foi promulgada a Lei 85-705, que determinou que cada vez que um investidor, pessoa física ou jurídica, detivesse mais que 5%, 10%, 20%, 33,33% e 50% do capital da empresa deveria divulgar ao mercado esse fato, bem como se tinha a intenção de adquirir o controle de uma sociedade.<sup>32</sup>

31. V. *The Frenc Stock Exchange — A Practical Guide for Investors and Advisers*, Thierry Schoen, França, ed. Wiley & Sons, 1995.

32. No Brasil a Instrução 69/87, que disciplina a divulgação de informação na aquisição de ações com direito a voto de companhia aberta, dispõe que

Até então a maior preocupação dos agentes reguladores do mercado francês, inspirados no modelo americano, era a de divulgar informações ao mercado, e a regulamentação da oferta pública quando da transferência de controle acionário propriamente dita era ainda esparsa e pouco abrangente.

Em 1988 houve um movimento no mercado que criticou fortemente o fato de tomadas de controle hostis não serem reguladas pela lei e deixarem muitas vezes os minoritários e os antigos controladores da empresa em situação complicada.

Esse movimento teve como base uma transferência de controle que se operou no grupo LVMH — *Moet Hennessy Louis Vuitton* — no início de 1988, concluindo-se no final de 1989 quando a empresa *Arnault and Guinness*, após exercer o controle de fato da empresa em questão por mais de um ano, adquiriu novo bloco de ações no mercado que lhe proporcionou o controle majoritário, de direito, que lhe deu segurança para alterar em seguida uma série de acordos que havia firmado com os ex-controladores e que permaneceram em vigor durante o tempo que exerceram o controle da empresa apenas de fato, mas respaldados pelos antigos controladores.

Uma vez que esta tomada de controle foi-se dando aos poucos, via simultâneas compras de ações em Bolsa, e sem prévia contratação com os antigos controladores, não foram os novos controladores compelidos a realizar oferta pública de aquisição de ações, deixando os antigos e os minoritários em geral em situação muito pouco confortável.

Sendo assim, e tendo como pano de fundo a reação de controladores e investi-

todo aquele que adquirir, direta ou indiretamente, volume em ações ou de direitos de subscrever ações que corresponda a 10% ou mais do capital votante de companhia aberta deverá divulgar esse fato ao mercado — art. 1º e incisos. Neste sentido v. ainda "A divulgação de informações na aquisição do bloco substancial de valores mobiliários", Arnoldo Wald, *RDM* 42/9-16, 1981.

dores que exigiam maior proteção, nasceu a Lei 89-531, em 2 de agosto de 1989, dando competência ao Conselho das Bolsas de Valores para regular as ofertas públicas.

Pela primeira vez, em razão de lei, aquele que adquirisse mais de  $\frac{1}{3}$  das ações votantes de uma empresa, de qualquer modo, estaria obrigado a fazer oferta pública de compra dos  $\frac{2}{3}$  restantes pela chamada *garantie de cours*.

Esta lei que surgiu em 1989 reforçou, ainda, a obrigatoriedade dos acionistas de comunicar ao mercado, automaticamente, toda vez que detivessem aquelas porcentagens de capital, quais sejam, 5%, 10%, 20%, 33,33% e 50%, ampliando essa determinação também ao bloco de 66,66%, sob pena de perderem pelo prazo de dois anos seus direitos de voto caso não o fizessem.

A norma de se fazer oferta pública aos  $\frac{2}{3}$  de ações votantes por aquele que passasse a deter  $\frac{1}{3}$  desta classe de ações foi novamente alterada em maio de 1992 através de comunicação feita pela Comissão das Bolsas de Valores, que determinou que a oferta de compra deveria dirigir-se a todas as ações, votantes ou não, e não mais apenas aos  $\frac{2}{3}$  de ações ordinárias.

Atualmente a regulamentação expedida pela Comissão das Bolsas de Valores do dispositivo que determina a obrigatoriedade do adquirente do controle da sociedade aberta de fazer oferta pública aos demais acionistas da companhia, votantes ou não, já consolidado, encontra-se contida no regulamento 89-03.<sup>33</sup>

33. Capítulo 2 — "Les offers publiques d'achat ou d'échange de titres de capital — Procédure normale: "Art. 5-2-2. L'offre publique doit viser la totalité des titres de capital et des titres donnant accès au capital ou aux droits de vote de la société émettrice".

Capítulo 4 — "Les offers publiques d'achat ou d'échange de titres de capital — Le dépôt obligatoire d'un projet d'offre publique:

"Art. 5-4-1 — Lorsqu'une personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, vient à détenir plus du tiers des titres de capital ou plus de

Apenas como referência vale ressaltar, em breve comentário, o fato de que na Itália a questão da oferta pública é abordada de forma bastante similar à França. Em brilhante estudo, Mario Stella Richter Jr., analisando o poder de controle de uma maneira geral, dedicou alguns capítulos à oferta pública obrigatória.<sup>34</sup> Em suma, no ponto de vista do autor, é necessário que sempre que houver transferência de controle seja o minoritário protegido.

## 7. Conclusão

A filosofia da legislação brasileira no que diz respeito à oferta pública obrigatória contida no art. 254 da Lei 6.404/76, que, ao menos em tese, visa a proteger minoritários quando há troca de controle da companhia, situa-se entre as filosofias americana e francesa, conforme pudemos notar.

tiers des droits de vote d'une société française dont les titres sont inscrits à la cote officielle ou à la cote du second marché, elle est tenue, à son initiative, de informer immédiatement le Conseil et de déposer un projet d'offre publique visant la totalité des titres de capital et des titres donnant accès au capital ou aux droits de vote, et libellé à des conditions telles qu'il puisse être déclaré recevable par le Conseil.

"Le projet d'offre publique ne peut comporter aucune clause prévoyant la présentation nécessaire d'un nombre minimal de titres pour que l'offre ait une suite positive."

E, por fim: "Art. 6-bis — (...) Les conditions dans lesquelles le projet d'acquisition d'un bloc de titres conférant la majorité du capital ou des droits de vote d'une société inscrite à la cote officielle, à la cote du second marché ou dont les titres sont négociés sur le marché hors cote d'une bourse de valeurs, oblige le ou les acquéreus à acheter en bourse au cours ou au prix auquel la cession du bloc est réalisée, les titres qui leur sont alors présentés; (...)".

34. "Trasferimento del Controllo" e rapporti tra Soci, Milão, Dott. A. Giuffrè Editore, 1996. V., especialmente: capítulo 2, itens 7 — "Il "premio": promessa", e 14 — "Il premio come problema giuridico" (pp. 101 e 124), capítulo 3, itens 10 — "Le ragioni delle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie", e 11 — "Offerte pubbliche di acquisto obbligatorie ed 'eguaglianza' degli azionisti" (pp. 214 e 227); e, capítulo 4, item 3 — "'Trasferimento del controllo' e principio di eguaglianza" (p. 240).

A lei americana nada dispõe neste sentido, deixando nas mãos de empresários e investidores a opção de, dentro de um sistema jurídico fundado em normas de *disclosure* e *insider trading*, contratar, ou não, formas de oferta pública de compra de ações ou de obrigatoriedade de os minoritários venderem junto a sua participação acionária quando da alienação do controle da companhia.

Entretanto é interessante observar que as cláusulas de *Tag-along* e *Drag-along* constantes em alguns contratos de empresas americanas dizem respeito quase que exclusivamente às sociedades fechadas. Sua proteção circunscreve-se aos alienantes e aos adquirentes do controle e àqueles minoritários signatários do contrato que porventura não se interessarem em permanecer sócios de uma sociedade cujas bases administrativas e de controle se tenham alterado.

Em relação às companhias abertas prevalecem as normas de *disclosure* — transparência e divulgação de informações ao mercado — e, ainda, as normas de proibição de que negócios sejam realizados e benefícios financeiros auferidos em razão de informação privilegiada — *insider trading* —, restando nas mãos da doutrina e especialmente da jurisprudência a análise e decisão de cada caso.

Já, na França a história empresarial das mudanças de controle ocorridas ao longo do tempo que efetivamente causaram prejuízos a controladores e investidores fez com que o próprio mercado demandasse uma regulação mais específica e ampla, que atualmente obriga os adquirentes do controle a fazer oferta pública a todos os acionistas da empresa que tenha seu controle transferido.

Esta disposição, no meu entender, completamente radical, por um lado protege o mercado da forma mais ampla possível, uma vez que propicia a saída de todos aqueles que não quiserem mais permanecer em uma companhia cujo controle se te-

nha alterado. Por outro lado, entretanto, praticamente inviabiliza a mudança de controle, que por vezes é necessária, uma vez que exige do interessado em adquiri-lo um aporte muito alto de investimento.

Disso podem decorrer situações de difícil solução, vindo, inclusive, a prejudicar a empresa e, por consequência, os minoritários. Suponha-se que não haja nenhum interessado em adquirir o controle de companhia aberta que disponha de recursos suficientes para realizar a oferta pública obrigatória. Suponha-se ainda que a troca do controle seja necessária para que a companhia possa seguir operando com lucros no mercado. A inviabilização da troca, que seria necessária, tendo em vista a dissociação da legislação com a realidade, viria de encontro às necessidades latentes da empresa, e, portanto, prejudicaria todos os seus acionistas, inclusive os minoritários, que a legislação quis proteger.

No Brasil, também, no meu ver, a legislação é bastante falha. Se, por um lado, conforme pudemos perceber, não protege efetivamente minoritários, por outro, cria uma série de burocracias e dificuldades quando da alienação de controle, que na grande parte das vezes cai no vazio de fundamentos e princípios jurídicos.

No meu entender, ou a legislação não deve dispor nada a respeito, como ocorre nos Estados Unidos, deixando a solução nas mãos da liberdade de contratar dentro de um sistema jurídico muito mais fundado em princípios do que casuísta, ou regular a matéria de forma a efetivamente alcançar seus objetivos, no caso proteger investidores, empresários e a própria empresa.

Nesta segunda hipótese é necessário que a lei faça previsões específicas para cada situação distinta.

Em primeiro lugar, por todo o exposto no item 4.2, *supra*, que trata da não extensão da oferta pública na legislação brasileira às companhias fechadas, entendo que deveria a lei que cuida da matéria determi-

nar expressamente que a oferta pública se estendesse a estas companhias.

Em seguida seria necessário que se considerassem os diferentes objetivos dos adquirentes do poder de controle da companhia aberta.

Significando a alienação uma simples mudança de controlador, não entendo que deva haver oferta pública a nenhum acionista, seja ele ordinário ou preferencial.

Ao meu ver, neste caso, o valor que se agrega ao bloco de ações que determinam o controle da empresa diz respeito exclusivamente à possibilidade que esse bloco proporciona àqueles que o detém de alterar a administração, de forma a dinamizá-la e fazer com que a empresa gere maiores lucros, ou seja, o desalojamento e a implantação de uma nova administração, e tudo que disto decorre.

Os adquirentes do controle pagam um preço no qual está embutido o valor deste poder, e os alienantes recebem pelas ações e ainda pela propriedade do poder que estão perdendo, com tudo o que dele decorre, ou seja, maiores responsabilidades, deveres e benefícios.

Neste caso, pois, não caberia aos preferencialistas receber uma extensão deste valor, uma vez que nenhuma ligação possuem com o controle, e aos ordinários tampouco, eis que estes também não possuem efetivamente o controle, possuem apenas, e talvez, uma expectativa de obtê-lo.

Como forma de, nestes casos, proteger os minoritários, ordinários e preferenciais, de uma nova administração, talvez fosse o caso de se estudar uma previsão no sentido de proporcionar aos interessados o direito de recesso.

Referido direito, por um lado, onera a companhia, mas, por outro, facilita a troca de controle, uma vez que não aumenta a necessidade de maiores aportes de capital por parte dos adquirentes do controle.

Já, tratando-se de uma alienação de controle em que os adquirentes intencionem

extinguir a companhia em um segundo momento, por exemplo incorporando-a em outra empresa, aí, sim, entendo que devam estes estender a oferta a todos os minoritários, inclusive aos preferencialistas sem voto. Inclusive para dinamizar o processo e evitar uma segunda etapa de direito de recesso.

Isto porque, neste caso, no preço pago pelo controle estará embutido não apenas o valor de controlar a empresa, mas principalmente todo o seu ativo. Ativo, este, que muitas vezes não se reflete nem no valor de Bolsa e nem mesmo no patrimonial das ações individualmente consideradas, um dos quais podemos citar como exemplo o valor do intangível da empresa que será agregado na incorporadora.

Neste caso, é justo e correto que todos os acionistas recebam por esse valor, aplicando-se o princípio da teoria institucional da empresa, qual seja, de que todos os que colaboraram com a sua criação e existência são proprietários e participantes de todo o seu acervo.

Este entendimento, inclusive, vai ao encontro do que dispõe a nossa legislação societária em seu art. 109, II, que, ao tratar dos direitos essenciais dos acionistas, determina que todo acionista, e não apenas os controladores, tem o direito de participar do acervo da companhia em caso de liquidação desta.

Em suma, no meu entender, ao menos o art. 254 da Lei 6.404/76 e a legislação que o regulamenta necessitam de uma profunda revisão para que possam alcançar seu objetivo, qual seja, o de efetivamente proteger os investidores do mercado de capitais.

## 8. Bibliografia

ANDREWS, William D. "The stockholder's right to equal opportunity in the sale of shares". *Harvard Law Review* 78/505-563, 1965.

BEBCHUK, Lucian Arye. "Toward undistorted choice and equal treatment in corporate take-

overs". *Harvard Law Review* 98/1.695-1.808, 1985.

BLOCK, Bernard S. "Bidder overpayment in takeovers". *Securities Law Review*, Nova York, ed. Clark Boardman Callaghan, 22/381-444, 1990.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. "Alienação e aquisição de controle". *RDM* 59/56-67, ano XXIV, 1985.

CARVALHOSA, Modesto. *Oferta Pública de Aquisição de Ações*, Rio de Janeiro, ed. IBEMEC, 1979.

\_\_\_\_\_. *A Nova Lei das Sociedades Anônimas — Seu Modelo Econômico*, ed. Paz e Terra, 1976.

COMPARATO, Fábio Konder. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, Ed. RT, 2ª ed., São Paulo, 1977.

COSCAS, Gérard, FOSCHBACH, Thomas. *Code de la Bourse et des Sociétés Cotées — Commenté et Annoté*, 1ª ed., Paris, ed. Litec, 1995.

CVM — *Estudos da Superintendência Jurídica da CVM*. Publicado em 1979, sob o título: "Oferta pública de aquisição de controle — Arts. 257 e seguintes da Lei 6.404/76", pp. 1-245.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. "Alienação de controle de companhia aberta: o papel das instituições financeiras", *RDM* 30/115-119, ano XVII, 1978.

LAMY FILHO, Alfredo, e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S/A*, Rio de Janeiro, ed. Renovar, 1992.

LASHBROOKE JR., E. C. "Substance of securities litigation — Asymmetric information in mergers and the profits of deceit". *Securities Law Review*, 28/591-629. Nova York, ed. Clark Boardman Callaghan, 1996.

MOTTA, Néilson Cândido. "Alienação de controle de instituições financeiras. Acionistas minoritários. Notas para uma interpretação sistemática da Lei das S/A". *RDM* 46/33-50. Ano XXI, 1982.

"Pareceres" da Superintendência Jurídica da CVM 58/78, 86/82, 09/83, 79/83, 63/83.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Alienação de Controle para Incorporação de Banco Comercial. Interpretação dos Artigos 254 e 255 da Lei das Sociedades por Ações*. Parecer exarado a pedido do Unibanco — União de Bancos Brasileiros S/A, em 11 de janeiro de 1982.

PENTEADO, Mauro Rodrigues. "Apontamentos sobre a alienação do controle de companhias abertas". *RDM* 76/15-25. Ano XXVIII, 1989.

PEREIRA, Guilherme Döring Cunha. *Alienação do Poder de Controle Acionário*. São Paulo, ed. Saraiva, 1995.

POSER, Norman S. "Stock market manipulation and corporate control transaction", *Securities Law Review*, 1988, ed. Clark Boardman Callaghan, 20/379. Nova York, 1988.

SALOMÃO FILHO, Calixto. Comentário ao acórdão proferido pelo STJ, REsp 34.834-5-PR, 3ª T., rel. Min. Waldemar Zeiter, j. 14.9.93, v.u., *RDM* 95/91-104, ano XXXIII, 1994.

SALOMÃO FILHO, Calixto, e RICHTER JR., Mário Stella, "Interesse social e poderes dos administradores na alienação de controle". *RDM* 89/65-78, ano XXXII, 1983.

SCHOEN, Thierry. *The French Stock Exchange — A Practical Guide for investors and Advisers*, Nova York, ed. John Wiley & Sons, 1995.

RICHTER JR., Mário Stella. *Trasferimento del Controllo e Rapport tra Soci*, Milão, Ed. Dott. A. Giuffrè, 1996.

WALD, Arnoldo. "A divulgação de informações na aquisição do bloco substancial de valores mobiliários". *RDM* 42/9-16, ano XX, 1981.

\_\_\_\_\_. "A oferta pública, a igualdade dos acionistas e o Direito Comparado". *RDM* 43/15-18, ano XX, 1981.

\_\_\_\_\_. "Do descabimento da oferta pública de compra em relação às ações preferenciais". *RDM* 45/07-19, ano XXI, 1982.