

JORGE LOBO

DIREITOS DOS ACIONISTAS

Fechamento desta edição: 27 de agosto de 2010



LOBO & DE RIZZO ADVOGADOS
L11327



Edição 2011



© 2011, Elsevier Editora Ltda.

Todos os direitos reservados e protegidos pela Lei nº 9.610, de 19/02/1998.
Nenhuma parte deste livro, sem autorização prévia por escrito da editora, poderá ser reproduzida ou transmitida, sejam quais forem os meios empregados: eletrônicos, mecânicos, fotográficos, gravação ou quaisquer outros.

Copidesque: Livia Maria Giorgio
Revisão Gráfica: Emília Maria de Brito
Editoração Eletrônica: Tony Rodrigues

Elsevier Editora Ltda.
Conhecimento sem Fronteiras
Rua Sete de Setembro, 111 — 16º andar
20050-006 — Rio de Janeiro — RJ

Rua Quintana, 753 — 8º andar
04569-011 — Brooklin — São Paulo — SP

Serviço de Atendimento ao Cliente
0800 026 53 40
sac@elsevier.com.br

ISBN: 978-85-352-4164-8

Nota: Muito zelo e técnica foram empregados na edição desta obra. No entanto, podem ocorrer erros de digitação, impressão ou dúvida conceitual. Em qualquer das hipóteses, solicitamos a comunicação à nossa Central de Atendimento, para que possamos esclarecer ou encaminhar a questão.
Nem a editora nem o autor assumem qualquer responsabilidade por eventuais danos ou perdas a pessoas ou bens, originados do uso desta publicação.

Cip-Brasil. Catalogação-na-fonte
Sindicato Nacional dos Editores de Livros, RJ

L783d

Lobo, Jorge Joaquim
Direitos dos acionistas / Jorge Lobo. - Rio de Janeiro : Elsevier, 2011.

Apêndice
Inclui bibliografia
ISBN 978-85-352-4164-8

1. Acionistas - Estatuto legal, leis, etc. - Brasil. 2. Sociedades por ações -
Legislação - Brasil. I. Título.

10-3986.

CDU: 347.7(81)

Capítulo 4

Poder-Dever do Acionista Controlador

- § 1º
- O Controle na Legislação e na Doutrina

168. O CONTROLE SEGUNDO BERLE E MEANS

Os economistas norte-americanos Adolfo Berle Jr. e Gardiner C. Means, no livro "A Moderna Sociedade Anônima e Propriedade Privada"¹, publicado em 1932, examinam, profundamente, o processo de concentração capitalista nos Estados Unidos da América; as implicações da sociedade anônima sobre a teoria econômica; a transformação da propriedade, em particular a separação da propriedade do controle no sistema da sociedade anônima; a evolução do controle societário; a divergência de interesses entre propriedade e controle e outros temas de igual relevância.

No Capítulo VI do Livro Segundo, dedicado à "reorganização dos direitos: propriedade legal relativa e controle", os eméritos pesquisadores destacam, de início, que, no interior das corporações empresariais, atuam empregados, administradores e pessoas, ou grupos de pessoas, controladoras, as quais, em termos práticos, têm poder absoluto sobre a companhia e as atividades sociais.

A elaboração teórica desse fenômeno – o controle da sociedade anônima por uma ou mais pessoas físicas ou jurídicas ou grupos de pessoas – fez surgir a "doutrina do acionista dominante", que veio a desaguar no reconhecimento judicial da instituição do "controle" e na constatação de que o controle se materializa na eleição e reeleição dos administradores e no poder (do controlador) de "dizer aos diretores o que basicamente eles devem ou não fazer".

A seguir, com respaldo em julgados de diversos tribunais do país, asseveraram que os controladores exercem sobre os administradores uma "influência desmedida" e que eles podem "influenciar o rumo da política e das atividades da companhia" (conforme decisão de um tribunal de Nova York de 1918),

1. São Paulo, Nova Cultural, 1987, 2. ed.

devendo, todavia, advertem, com ênfase, “exercer sua influência honestamente”, “com suprema boa-fé”, pois estão sujeitos às “obrigações fiduciárias impostas aos próprios diretores”, eis que, consoante declarou o juiz Cardozo, os controladores são “governados pelas mesmas regras de conduta aplicadas à administração formal”² e têm relações fiduciárias com a companhia, a minoria, diretores e funcionários.

Por fim, tratam do controle através do exercício do direito de voto no âmbito das assembleias-gerais de acionistas e reproduzem uma decisão de 1919 da Corte de Nova York do teor seguinte:

Eles (os controladores) mantêm uma relação de confiança entre si e com a companhia, e são responsabilizados e restringidos pelas obrigações fiduciárias. Quando alguns acionistas se constituem ou são constituídos pela lei em administradores dos interesses ou dos negócios da companhia ocupam a mesma posição relativamente a todos os acionistas, e a lei exige deles suprema boa-fé. Ao tomar uma decisão na companhia – segundo os estatutos – os acionistas decidem pela companhia e uns pelos outros, e não podem usar seu poder de má-fé ou em função de vantagens ou objetivos individuais³.

Trinta e seis anos após, no prefácio à edição revista de 1968, Berle lembra que o divórcio entre a propriedade das ações e o controle da empresa, já detectado em 1932, se acentuara; destaca o indiscutível predomínio do poder de decisão dos administradores das companhias; chama a atenção para a postura passiva dos acionistas e afirma que “a empresa de ‘propriedade industrial’ está, portanto, desaparecendo” em “marcha contínua em direção ao ‘capitalismo coletivo’, que chamamos”, complementa, “de sistema de incorporação acionária”⁴.

Means, a seu turno, no prólogo à edição de 1968, destaca que o tempo confirmou as tendências “de concentração crescente da riqueza, de dispersão crescente da propriedade das ações e de separação crescente entre propriedade e controle”⁵.

169. O CONTROLE SEGUNDO A LEGISLAÇÃO E A DOCTRINA ESTRANGEIRAS

169.1. O controle segundo a legislação estrangeira

De fato, falar em controle é falar de “influência dominante” do acionista controlador nas assembleias-gerais de acionistas e sobre os administradores

2. Ob. cit., p. 197.

3. *Idem*, p. 200.

4. *Ibidem*, p. 5.

5. *Ibidem*, p. 4.

da companhia, conforme deixam patente as leis alemãs de 1937 e de 1965 e sueca de 1944 sobre sociedade por ações⁶ e o art. 2.359 do Código Civil italiano, com a redação da Lei nº 216, de 07/06/1974, e do Decreto Legislativo nº 127, de 09/04/1991.

169.2. O controle segundo a doutrina estrangeira

Ensinam os doutos, como, por exemplo, na França, Claude Champaud, em "Le pouvoir de concentration de la société par actions"⁷, ao abordar as "definições formais e substanciais" do controle, que "controlar uma sociedade, significa exercer sobre ela uma influência preponderante"⁸.

170. O CONTROLE SEGUNDO A LEGISLAÇÃO E A DOCTRINA BRASILEIRAS

170.1. O controle segundo a legislação brasileira

O Código Civil, no art. 1.098, I, ministra a noção de controladora através do conceito de sociedade controlada, *verbis*: "Art. 1.098: É controlada: I – a sociedade de cujo capital outra sociedade possua a maioria dos votos nas deliberações dos quotistas ou da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores".

A LSA, no art. 116, alíneas *a* e *b*, esclarece:

Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

- a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e
- b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Ainda a LSA, no art. 243, § 2º, reafirma: "Considera-se controlada a sociedade na qual a controladora, diretamente ou através de outras controladas, é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores".

6. *Apud* Calixto Salomão Filho, nota 12 do livro *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, de Fábio Konder Comparato, cit., p. 81 e s.

7. Paris, Sirey, 1962.

8. *Ob. cit.*, p. 152, nº 171.

170.2. O controle segundo a doutrina brasileira

170.2.1. A opinião de Fábio Konder Comparato

Fábio Konder Comparato, em seu magnífico

O Poder de Controle na Sociedade Anônima”, ao discorrer sobre a organização do poder de controle, declara: “Não se pode, a nosso ver, recusar a distinção básica entre controle interno e externo. No primeiro caso, o titular do controle atua dentro da companhia (*ab intus*), lançando mão dos mecanismos de poder próprios da estrutura societária, notadamente a deliberação em assembleia. No segundo, o controle pertence a uma ou mais pessoas, físicas ou jurídicas, que não compõem quaisquer órgãos da sociedade, mas agem de fora (*ab extra*),

acentuando que a distinção é importante para “definir os deveres e responsabilidades do controlador”⁹.

A seguir, vale-se, como ponto de partida de sua brilhante tese, da classificação do controle interno de Berle e Means, para concluir nestes termos: “levando-se, pois, em consideração o critério fundamental da separação entre propriedade acionária e poder de controle empresarial, temos que o controle interno apresenta quatro modalidades típicas, a saber, conforme o grau crescente em que se manifesta essa separação, controle totalitário, majoritário, minoritário e gerencial”¹⁰.

No Capítulo IV da Parte I, ao debruçar-se sobre a “qualificação jurídica do controle”, o Prof. Fábio Konder Comparato abjura o “essencialismo” das definições, fixa-se na “nova realidade social oriunda da revolução industrial”, observa que “controle sobre a sociedade e controle sobre a empresa não se dissociam, mas representam um só e mesmo poder”¹¹ e aduz:

A noção de “influência dominante” é amplíssima e parece corresponder à própria noção de poder de controle, em sua mais vasta generalidade, abarcando, portanto, não só o controle interno (em todas as suas modalidades), como o externo. Todavia, a expressão, mais alusiva do que descritiva, carece de precisão, constituindo simples diretriz ou indicação para o intérprete na análise dos elementos de fato¹².

170.2.2. A opinião de Alfredo Lamy Filho

Alfredo Lamy Filho, a seu turno, doutrina:

9. ob. cit., p. 48.

10. *Idem*, p. 79.

11. *Ibidem*, p. 121.

12. *Ibidem*, p. 81.

Bastam essas noções para evidenciar que o poder empresarial se traduz em termos de controle da empresa. Tal poder empresarial – que se não confunde com o direito de propriedade, pois se caracteriza como gestão de bens alheios – é exercido não apenas sobre a “célula econômica” (que reúne os elementos necessários à produção) ou sobre a “célula social”, composta dos elementos humanos necessários à dinamização dos elementos materiais da “célula econômica” (e que integram a empresa, na linguagem de Despax) mas, a rigor, sobre a vida e os bens de toda a sociedade, que existe em “simbiose permanente com a empresa”. Daí por que esse poder empresarial, sob pena de ameaçar a sociedade dentro da qual vive e para a qual vive, deva ser disciplinado e balizado pelo interesse público de que participa¹³.

170.2.3. A opinião de Modesto Carvalhosa

Modesto Carvalhosa ensina: “A Lei nº 6.404, de 1976, fundamenta-se, no que respeita à estrutura do poder e às relações entre acionistas e a companhia, na figura do controlador (...)”¹⁴.

O poder sobre a companhia torna-se personalizado. Dá-se a esse grupo uma série de prerrogativas de mando que são auto-homologadas pela assembleia-geral, que, em última instância, é constituída pelos próprios controladores (...)”¹⁵.

Aos controladores cabe exercer a estratégia de poder, sem necessidade de *aporte* substancial de investimento no capital da sociedade (...)”¹⁶.

A figura do controlador, tal como definida em nossa lei, tem inspiração nitidamente institucional e se filia à teoria de Rathenau da empresa em si (*unternehmen an sich*), já exposta anteriormente. De acordo com essa escola institucionalista, o que importa perseguir na companhia é a consecução do objeto *empresarial* que constitui o seu conteúdo, não tendo prevalência o seu fim último, qual seja, o de maximização de lucros, voltado, evidentemente, para o interesse dos acionistas. Sendo a atividade empresarial transformada em fim, cabe aos órgãos da administração o predomínio sobre a companhia e, assim sobre a assembleia-geral, daí decorrendo a *hegemonia* do grupo de controle, que se torna, dessa forma, intérprete do interesse social¹⁷.

Ao empolgarem praticamente sozinhos o reduzido colégio votante, os controladores têm o domínio absoluto da companhia e, por outro lado, a responsabilidade também total sobre a realização de seus objetivos empresariais, (...)”¹⁸.

Os controladores tornam-se os árbitros do bem comum no âmbito de suas atribuições de levar a companhia a cumprir a sua função empresarial a serviço do Estado e da comunidade, vale dizer, do interesse público¹⁹.

13. “O Acionista Controlador na Nova Lei de S.A.”, in *Temas de S.A.*, Rio de Janeiro, Renovar, 2007, p. 152/153.

14. Ob. cit., 4. ed., v. 2, p. 476.

15. Ob. e v. cit., p. 477.

16. *Idem*, p. 482

17. *Ibidem*, p. 483.

18. *Ibidem*, p. 485.

19. *Ibidem*, p. 486.

A assembleia-geral, como órgão soberano da sociedade anônima, fica destituída desses poderes, na medida em que passa a ser hegemonicamente constituída dos próprios controladores. Torna-se, em consequência, a assembleia-geral órgão auto-homologatório da vontade dos controladores e dos atos dos administradores (...)²⁰.

A propósito da noção de controle, o eminente comentarista da LSA, o maior entre nós, pontifica:

Controle societário pode ser entendido como o poder de dirigir as atividades sociais. Essa noção tem um sentido material ou substancial e não apenas formal. Assim, o controle é o poder efetivo de direção dos negócios sociais. Não se trata de um poder potencial, eventual, simbólico ou diferido. É controlador aquele que exerce, na realidade, o poder. Internamente, mediante o prevailecimento dos votos. Externamente, por outros fatores extrassocietários. Controlar uma companhia, portanto, é o poder de impor a vontade nos atos sociais e, via de consequência, de dirigir o processo empresarial que é o seu objeto. Há um sentido dinâmico nesse poder que transcende o caráter meramente patrimonial de disponibilidade dos bens, próprio do direito das coisas. A noção de controle está evidentemente ligada aos negócios societários e ao procedimento empresarial que decorre da consecução do seu objeto. Ainda que o controlador não possa dispor dos bens como um proprietário, todas as decisões societárias e a atividade empresarial dependem de sua vontade, manifestada de forma permanente. Essa noção de controle ajusta-se à corrente institucionalista da empresa em si (*Unternehmen an sich*), que entende ser a companhia a técnica que permite governar a empresa. E essa técnica determina o procedimento da nomeação das pessoas que governam a empresa. É ainda essa mesma técnica que exprime a possibilidade dos controladores de dirigir os negócios sociais como padrões absolutos. E o faz permitindo que os órgãos sociais estejam a serviço do exercício desse mesmo controle (...)²¹.

171. O CONTROLE SOB OS ASPECTOS SOCIOLÓGICO, ECONÔMICO E JURÍDICO

A meu ver, o (poder de) controle na LSA deve ser examinado sob tríplice aspecto: o sociológico (como se apresenta o controle das companhias, em especial das abertas, na sociedade brasileira), econômico (o controle tem um valor pecuniário, que lhe é inerente e inseparável, e, portanto, integra o preço das ações ordinárias pertencentes ao titular do controle, ou o (valor do) controle é um bem social, que deve ser partilhado entre os acionistas da companhia) e jurídico (com destaque para a divisão entre controle originário e derivado,

20. *Ibidem*, p. 487.

21. *Ibidem*, p. 489/490.

controle de direito e de fato e controle direto e indireto e a imputação de responsabilidade pelo exercício abusivo do poder de controle nesses casos).

Antes, porém, é mister recordar que, desde os gregos, mais de cinco séculos antes de Cristo, já se vinculava o exercício do poder ao caráter do homem, como se lê na “Ética a Nicômaco”, de Aristóteles, quando cita Bianti, legislador grego, nascido em 570 a.C., que declarou: “É o cargo que permite conhecer o homem”.

E, muitas vezes, aliás vezes sem conta, hoje como ontem, aqui como alhures, o homem deixa-se corromper pelo poder, consoante destacou Pitt, político inglês, em discurso na Câmara dos Lordes, em 1770: “O poder ilimitado corrompe a mente dos que o possuem”, e o historiador inglês Dalberg: “O poder tende a corromper, e o poder absoluto corrompe absolutamente. Os grandes homens são quase sempre ruins”.

A literatura universal discorre não apenas sobre o poder que corrompe, mas, com igual intensidade, sobre o abuso do poder, conforme testemunho de Burke, político inglês: “Quanto maior o poder, mais perigoso é o abuso”, e afirmou Crescenzo, escritor italiano: “O poder não satisfaz, ou melhor, é como a droga e exige sempre doses maiores”.

O poder, outrossim, está, as mais das vezes, ligado ao dinheiro, como anotou Bismarck, célebre político alemão: “Quem toma conta da bolsa tem o poder”.

Poderíamos, ainda, lembrar, com base em fatos e situações corriqueiras, que se apregoa que o “poder inebria”, o “poder seduz”, o “poder deslumbra”, mas, também, o “poder cega”, o “poder obscurece”, tal qual “escraviza”, pois, não há dúvida, o “poder escraviza” aqueles que o detêm.

A propósito, o filósofo e lógico Bertrand Russell, no livro “O Poder, uma nova análise social”, destaca “que certos desejos humanos são essencialmente ilimitados e incapazes de completa satisfação”²² e que,

entre os inumeráveis desejos do homem, os principais são os de poder e glória. Eles não são idênticos, conquanto intimamente afins: o Primeiro-Ministro tem mais poder que glória; o Rei tem mais glória que poder. Via de regra, porém, o meio mais fácil de obter glória é conseguindo o poder; assim o é sobretudo quanto a homens que são diligentes em relação a fatos públicos. O desejo de glória, portanto, incita, em geral, às mesmas ações incitadas pelo desejo de poder, e os dois motivos podem ser considerados com um único, para a maioria dos objetivos práticos²³.

E prossegue:

22. Rio de Janeiro, Zahar, 1979, p. 7.

23. *loc. cit.*

Os economistas ortodoxos, como também Marx, que respeitante a isso concordam entre si, estavam enganados ao supor que o interesse econômico possa ser tomado como o motivo fundamental nas ciências sociais. O desejo de possuir bens, quando separado do poder e da glória, é finito, e pode ser plenamente satisfeito mediante moderada competência. Os desejos realmente caros não são ditados pelo amor ao conforto material. Bens como um eleitorado subserviente pela corrupção, ou uma coleção particular de obras-primas antigas escolhidas por entendidos, são buscados pelo poder ou pela glória, e não como proporcionando ambientes agradáveis em que ficar. Quando está garantido um moderado grau de conforto, tanto os indivíduos como as comunidades vão em busca mais de poder que de riqueza: podem procurar riqueza como meio para o poder, ou podem renunciar a certo aumento de riqueza como para obter aumento de poder, mas num caso como no outro a sua motivação fundamental não é econômica²⁴.

Ao abordar a situação do administrador das corporações americanas, Russell diz:

O aumento de grandes organizações econômicas produziu um novo tipo de indivíduo poderoso: o "executivo", tal como é chamado nos Estados Unidos. O "executivo" típico impressiona os demais como homem de decisões rápidas, pronta penetração no caráter alheio e vontade férrea; ele deve ter um queixo robusto, lábios firmemente apertados, e uma fala seca e incisiva. Deve ser capaz de inspirar respeito aos colegas executivos e confiança aos subordinados, que não são de modo algum pessoas sem importância. Deve combinar as qualidades do grande general com as do grande diplomata: intransigência na batalha, mas a capacidade de hábil concessão de negociação. É mediante essas qualidades que esses homens obtêm o controle de importantes organizações econômicas²⁵.

Por derradeiro, ao enfrentar a questão da dicotomia propriedade-poder, declara:

Numa grande empresa moderna, propriedade e poder de modo algum necessariamente se combinam. Essa questão, no que se refere aos Estados Unidos, é tratada com grande autoridade num livro muito importante, *The Modern Corporation and Private Property*, de Berle e Means (1932). Argumentam os autores que, conquanto a propriedade seja centrífuga, o poder econômico é centrípeto; após muito cuidadosa e exaustiva investigação, chegam à conclusão que dois mil indivíduos controlam metade da indústria dos Estados Unidos. Consideram o executivo moderno como o análogo de reis e papas de antigamente; ao ver dos autores, aprende-se mais sobre as motivações deles estudando homens como Alexandre o Grande do que considerando-os sucessores dos comerciantes mencionados nas páginas de Adam

24. Ob. cit., p. 9.

25. *Idem*, p. 30.

Smith. A concentração de poder nessas vastas organizações econômicas é análoga – segundo argumentam – à da Igreja medieval ou do Estado Nacional, e é de molde a capacitar as empresas a competir com os Estados em igualdade de condições²⁶.

No final do século passado, J. Kenneth Galbraith, na monografia “Anatomia do Poder”, identifica três fontes de poder: a personalidade (“é sabido que os homens mais célebres da História pelo seu poder pessoal – Moisés, Confúcio, Aristóteles, Platão, Jesus, o Profeta, Marx, Ghandi – deveram pouco ou nada à sua força”²⁷), a propriedade (“sua posse dá acesso ao exercício do poder mais comum que existe: submeter a vontade de uma pessoa a outra através de aquisição franca e direta”²⁸) e a organização (“a organização, a terceira das fontes do poder, normalmente aparece associada à propriedade, e, em mais ou menor grau, à personalidade”²⁹), destacando, escudado na obra “Power Without Property”, de Berle, que, “na grande empresa moderna, é a administração – e não os proprietários, isto é, os acionistas – que surge como a detentora decisiva do poder”³⁰.

Ao versar o tema “poder de controle na LSA”, levarei em conta esses ensinamentos, pois todos foram incorporados, expressa ou implicitamente, aos arts. 116 e 117, bem como terei presente as lições de Berle e Means, Claude Champaud, Fábio Konder Comparato, Alfredo Lamy Filho e Modesto Carvalhosa, na esperança de concretizar o pensamento de J. D. Nasio, psicanalista francês, professor da Universidade de Paris: “Busquemos bem dizer o que já foi dito, e teremos a chance, talvez, de dizer algo novo”³¹.

171.1. O poder de controle sob o aspecto sociológico

O excelente professor e brilhante advogado Calixto Salomão Filho, coautor da 4ª edição de “O Poder de Controle na Sociedade Anônima”, de Fábio Konder Comparato, em nota sobre a “macrocompanhia de capital aberto” na “realidade brasileira”³², pontifica:

26. *Ibidem*, p. 80.

27. São Paulo, Pioneira, 1986, 2. ed. p. 41.

28. Ob. cit., p. 49.

29. *Idem*, p. 57.

30. *Ibidem*, p. 50.

31. *Introdução às obras de Freud, Ferenczi, Groddeck, Klein, Winnicott, Dolto, Lacan*, Rio de Janeiro, Jorge Zahar, 1994, p. 8.

32. A propósito, leia-se o artigo “O mito “controle gerencial” – alguns dados empíricos” e a pesquisa de Nelson Eizirick, publicada na *RDM* nº 66, p. 104 e 105, sobre a “estrutura do controle acionário no Brasil (companhias abertas)”.

No Brasil, é extrema a concentração acionária. De acordo com dados constantes no *White Paper on Corporate Governance in Latin America*, emitido pela Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (ODCE) em 2003, mais da metade (51%) das ações das 459 sociedades abertas pesquisadas estão nas mãos de um único acionista, sendo que 65% das ações estão detidas pelos três maiores acionistas. Como indicado no estudo, esses números provavelmente subestimam a real concentração acionária existente no Brasil. Primeiro porque as empresas da amostra tendem a ser menos concentradas que as empresas menores e segundo porque muitas vezes os três maiores acionistas pertencem ao mesmo grupo econômico³³.

Em nota de rodapé, recorda:

Pesquisa semelhante feita em outubro de 2001 por Mckinsey & Company e Korn/Ferry International entre 174 empresas brasileiras (públicas ou privadas, receita mínima de US\$ 250 milhões e conselho de administração) indicou que 61% das ações ordinárias pertence, em média, a um único acionista. Se forem considerados os três maiores acionistas, esse número alcança o percentual de 85% das ações ordinárias. A pesquisa realizada concluiu que, além da alta concentração do controle acionário, a estrutura de propriedade do controle nas empresas brasileiras: i) é caracterizada pelo controle familiar, compartilhado ou exercido por multinacionais; ii) os acionistas minoritários são pouco ativos e os seus interesses não são completamente reconhecidos; e iii) há alta sobreposição entre propriedade acionária e gestão executiva. Além disso, os conselhos de administração das empresas são compostos por conselheiros internos, representantes dos acionistas majoritários, e têm estruturas informais, com processos não definidos, e há pouca clareza na divisão dos papéis de conselho e executivo nas empresas familiares. Ressalta-se ainda que, apesar das empresas considerarem satisfatórios os níveis de transparência e comunicação com os investidores do mercado financeiro e minoritários, tais níveis, segundo estes últimos, são ainda insuficientes³⁴.

171.2. O controle sob o aspecto econômico

171.2.1. Interpretação literal e lógica do art. 254-A da LSA

Ex vi legis, o prêmio ou ágio, pago ao controlador, decorrente de mais-valia do bloco de controle, deve ser estendido exclusivamente aos minoritários na proporção de "80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle", ensinando Modesto Carvalhosa que "são também destinatários da oferta pública os titulares de ações preferenciais às quais o estatuto social não negue direito de voto, ou que tenham adquirido tal direito (art. 111, § 1º), ou às quais não foi atribuído nem o direito ao dividendo prioritário (art. 17, § 1º, *a*), nem o dividendo 10% maior do que o das ações

33. Ob. cit., p. 75.

34. Ob. cit., p. 75/76.

ordinárias (art. 17, § 1º, b)³⁵ e “os preferencialistas com voto restrito”³⁶, seja alienação de controle direta, indireta ou por etapas.

171.2.2. Interpretação realista da alienação de controle³⁷

Com esse título, desenvolvi e publiquei extenso e fundamentado estudo sobre o art. 254-A da LSA, que transcrevo integralmente a seguir.

I – O art. 254 da LSA

A – A CDE-14, de 1974, e o II PND

A Exposição de Motivos do Conselho de Desenvolvimento Econômico nº 14, de 25/06/1974, elaborada pelos Ministros da Fazenda, Mário Henrique Simonsen, e do Planejamento, João Paulo dos Reis Velloso, exortou o legislador, ao empenhar-se sobre a reforma do DL. nº 2.627, de 1940, a estabelecer “mecanismos que impeçam que cada ação do majoritário possua um valor potencial muito superior ao de cada ação do minoritário”, e o II Plano Nacional de Desenvolvimento, concebido pelo Governo Geisel³⁸, ao tratar da revisão da Lei das S.A., proclamou que deveria se “evitar que cada ação dos majoritários possua valor de mercado superior a cada ação do minoritário”, diretrizes que refletiam “a preocupação governamental de proteger os minoritários em face dos controladores”³⁹.

B – O Anteprojeto e o Projeto de LSA

O Anteprojeto de Lei das S.A., de autoria de Alfredo Lamy Filho e J. L. Bulhões Pedreira, e o Projeto de Lei das S.A., do Poder Executivo, todavia, ignoraram a CDE-14, de 1974, e o II PND, já que, segundo a Exposição de Motivos do Projeto de Lei das S.A., “garantir às ações dos minoritários valor econômico igual ao bloco de controle, seria incoerente, porque aos controladores a lei atribuiu deveres e criou responsabilidades”⁴⁰.

C – O art. 254 após a “Emenda Lehmann”

Após acirrados debates na Câmara dos Deputados em torno do art. 254 do Projeto, as Emendas nºs 201, 202 e 232, dos Deputados Alberto Hoffman, Herbert Levy e Cunha Bueno, que propugnavam a paridade, foram rejeitadas⁴¹, havendo, entretanto, o Senado, através de emenda do Senador Otto Lehmann, alterado a redação do art. 254⁴², para cometer à CVM o dever de zelar para que fosse “assegurado tratamento

35. Ob. cit., 4. ed., v. 4, t. II, p. 153.

36. *Idem*, p. 161.

37. “Interpretação Realista da Alienação de Controle”, in Jorge Lobo, (Coord.), “A Reforma da Lei de SA”, Forense, 2002, p. 505.

38. Lei nº 6.151, de 04/12/1974.

39. Modesto Carvalhosa, ob. cit., v. 4, t. II, 3. ed., p. 192.

40. Exposição de Motivos do Projeto de Lei das S.A. – Mensagem nº 204, letra D.

41. Sobre o tema, leia-se a excelente síntese do Prof. Modesto Carvalhosa, ob., v. e t. cit., p. 193 e s.

42. Redação do art. 254 após a “Emenda Lehmann”: “Art. 254: A alienação do controle da companhia aberta dependerá de prévia autorização da Comissão de Valores Mobiliários. § 1º A Comissão de Valores Mobiliários deve zelar para que seja assegurado tratamento igualitário aos acionistas minoritários, mediante

igualitário aos acionistas minoritários” na hipótese de alienação de controle de companhia aberta.

D – A Resolução nº 401, de 1976, do CMN

A Resolução nº 401, de 22/12/1976, do Conselho Monetário Nacional, ao cuidar da matéria, dispôs que o adquirente, nas operações de alienação de controle, estaria obrigado a fazer oferta pública de compra das ações com direito de voto dos demais acionistas da companhia, para garantir “tratamento igualitário ao do acionista controlador”⁴³.

E – A revogação do art. 254 da LSA pela Lei nº 9.457, de 1997

Em 1997, a Lei nº 9.457, em seu art. 6º, revogou o art. 254, tendo o autor do Projeto de Reforma, Dep. Antonio Kandir, justificado a supressão da oferta pública aos minoritários nestes termos: “Dessa maneira, a obrigatoriedade da oferta pública produz o pior dos mundos. Ao mesmo tempo inibe e dificulta processos de alienação de controle necessários ao saneamento de empresas e produz situação desfavorável aos minoritários, uma vez que o não saneamento de uma empresa resulta em queda do valor de suas ações, no que se prejudicam, mais que todos, os acionistas minoritários”⁴⁴.

F – A “reconstituição, com alterações”, do art. 254 pelo Substitutivo, de autoria do Deputado Emerson Kapaz, ao Projeto de Reforma da LSA

Em 1999, na Comissão de Economia, Indústria e Comércio da Câmara dos Deputados, o Deputado Emerson Kapaz, após examinar os Projetos de Lei nºs 3.115 e 3.519, de 1997, e 1.000, de 1999, em seu voto sobre a Reforma da Lei das S.A., defendeu a “reconstituição, com alterações”, do art. 254 ao texto da Lei das Anônimas, numerado 254-A, por considerar o dispositivo essencial para proteger os acionistas minoritários, os quais, em regra, destacou o Parlamentar, são abandonados à sua própria sorte nos processos de alienação de controle, esclarecendo caber à CVM, no exercício do poder de defender a esmerada aplicação da lei, fiscalizar e exigir que a oferta pública se estenda aos minoritários nas mesmas condições oferecidas ao bloco de controle.

G – O Substitutivo do Deputado Antônio Kandir

Em 6 de junho de 2000, o Deputado Antônio Kandir, Relator da matéria na Comissão de Finanças e Tributação, em seu Substitutivo, propôs que o 254-A tivesse a seguinte redação: “Art. 254-A: A alienação do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer a oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar tratamento

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 de controle de companhia aberta”.

43. Res. CMN nº 401/76: “1 – A alienação do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer, nos termos desta Resolução, oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar tratamento igualitário ao do acionista controlador”.

44. *Apud* Modesto Carvalhosa, ob., v. e t. cit., p. 197.

igualitário ao do acionista controlador. § 1º A Comissão de Valores Mobiliários autorizará a alienação de controle de que trata o 'caput', desde que verificado que as condições da oferta pública atendem aos requisitos legais; § 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 à Comissão de Valores Mobiliários estabelecer normas a serem observadas na oferta pública de que trata o 'caput'. § 4º As companhias poderão conceder aos seus acionistas sem direito de voto o direito previsto neste artigo em igualdade ou não com as ações com direito a voto, devendo regular no estatuto com precisão e minúcia as condições do exercício deste direito. A posterior modificação do estatuto neste caso obedecerá o disposto no § 1º do art. 136."

H – Redação final do art. 254-A

Após votada na Câmara dos Deputados e no Senado Federal a Subemenda Substitutiva às Emendas de Plenário e ao Primeiro Substitutivo ao Projeto de Lei nº 3.115, de 1997, o art. 254-A dispõe: "Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle. § 1º Entende-se como alienação de controle a transferência, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade. § 2º A Comissão de Valores Mobiliários autorizará a alienação de controle de que trata o 'caput', desde que verificado que as condições da oferta pública atendem aos requisitos legais. § 3º Compete à Comissão de Valores Mobiliários estabelecer normas a serem observadas na oferta pública de que trata o 'caput'. § 4º O adquirente do controle acionário de companhia aberta poderá oferecer aos acionistas minoritários a opção de permanecer na companhia, mediante o pagamento de um prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle. § 5º As companhias poderão conceder aos seus acionistas sem direito de voto o direito previsto neste artigo em igualdade ou não com as ações com direito a voto, devendo regular no estatuto com precisão e minúcia as condições do exercício deste direito. A posterior modificação do estatuto neste caso obedecerá o disposto no § 1º do art. 136."

II – A controvertida alienação de controle de companhia aberta

A – A controvérsia na doutrina nacional

Ao ser publicado o Anteprojeto de Lei das S.A., Modesto Carvalhosa insurgiu-se, com indignação, e sustentou, com veemência, que o Anteprojeto deveria "propor medidas concretas de equidade entre acionistas controladores e não controladores quando da venda das ações de controle da sociedade"⁴⁵, na linha preconizada pela

45. *A nova Lei das Sociedades Anônimas*. Seu modelo econômico, Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1976, p. 119.

Exposição de Motivos CDE nº 14, de 1974, e pelo II PND, advertindo que “não existe precedente, em qualquer país, de um anteprojeto que, no seu preâmbulo, declare taxativamente que os acionistas controladores têm o direito de embolsar o premium na venda do controle da companhia, não assistindo aos demais acionistas, que ao longo da vida da sociedade contribuíram para o seu capital, qualquer direito nessa transação”⁴⁶.

(a) O ágio pertence exclusivamente aos acionistas controladores

Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, ao discorrerem sobre o tema, declararam: (1º) “(...) toda economia de mercado atribui valor econômico ao controle da companhia, independentemente do valor unitário das ações, que o asseguram”; (2º) “(...) o valor das ações resulta do direito, que confere, de participação nos lucros e no acervo líquido da companhia, enquanto que o controle decorre do poder de determinar e definir suas políticas” (...); (3º) “o Anteprojeto reconhece a realidade do poder do acionista controlador para atribuir-lhe responsabilidades próprias, de que não participam os acionistas minoritários” e (4º) (...) “seria, pois, incoerente se pretendesse, para efeitos de transferência desse poder, negar a sua existência e proibir o mercado de lhe atribuir valor econômico”⁴⁷.

Fábio Konder Comparato⁴⁸, após reconhecer que, na cessão onerosa das ações do bloco de controle, a tendência dos países desenvolvidos é garantir aos acionistas de igual categoria tratamento equitativo, (1º) atacou a ideia de que o ágio inerente e decorrente do poder de controle societário pertence a todos os acionistas, (2º) questionou as causas que permitiriam aos acionistas não controladores “pretender essa igualdade de status com os titulares do controle, se àqueles não se atribuem, em estrita lógica, os mesmos deveres e responsabilidades inerentes ao exercício do poder de comando na empresa”⁴⁹ e (3º) para neutralizar os malefícios que poderiam atingir os não controladores, sugeriu duas medidas: garantir-lhes o direito de recesso pelo valor contábil de suas ações e a criação de normas para reprimir o *insider trading* praticado por diretores ou controladores da companhia e pessoas a eles ligadas⁵⁰.

Luiz Leonardo Cantidiano defendeu a ideia de que, “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”⁵¹.

46. Ob. cit., p. 120.

47. *Fundamentos da Reforma das S/A*, AEDE-SBERJ, Rio de Janeiro, 1976, p. 22/23, apud Mauro Rodrigues Penteadó, “Apontamentos sobre a alienação do controle de companhias abertas”, *RDM*, ano XXVIII, 1989, v. 76, p. 17.

48. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, São Paulo, Revista dos Tribunais, 1976, p. 253/258.

49. Ob. cit., p. 258.

50. *Idem*, p. 261.

51. Apud Roberta Nloac Prado, “Da obrigatoriedade por parte do adquirente do controle de sociedade por ações de capital aberto de fazer simultânea oferta pública, em iguais condições, aos acionistas minoritários – art. 254 da Lei nº 6.404/1976 e Resolução CMN 401/76 – é efetivo mecanismo de proteção aos minoritários?” *RDM*, ano XXXVI, 1997, v. 106, p. 91, referindo-se a “Alienação e aquisição de controle”,

Roberta Nioac Prado afirmou que o prêmio de controle pertence apenas aos controladores, pois, “significando a alienação uma simples mudança de controlador, não entendo que deva haver oferta pública a nenhum acionista, seja ele ordinário ou preferencial. (...), 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 detêm de alterar a administração, de forma a dinamizá-la e fazer com que a empresa gere maiores lucros”, obtemperando, contudo, que deve ser assegurado tratamento igualitário em caso de posterior extinção da companhia, porquanto, “tratando-se de uma alienação de controle em que os adquirentes intencionem extinguir a companhia em um segundo momento (...), aí, sim, entendo que devam estes estender a oferta a todos os minoritários, inclusive aos preferencialistas sem voto (...), 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”⁵².

(b) O ágio deve ser partilhado entre controladores e minoritários

Arnoldo Wald ensinou que “a oferta pública prevista no art. 254, embora represente um ônus para o adquirente do controle, pode ser saudável por representar o veículo através do qual o valor do controle é distribuído entre todos os acionistas com direito a voto”⁵³.

Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro asseveraram que as “transferências de controle, envolvendo vultosos ágios pagos apenas aos controladores, podem ainda mais desestimular o investimento acionário. Daí entendermos que a solução adotada na lei vale como medida pragmática, tendo em vista as condições do momento histórico e as características peculiares da conjuntura, justificando-se em face da experiência verificada em anos recentes em nosso País”⁵⁴.

Guilherme Döring Cunha Pereira dissertou que “o poder de controle é encarado como pertencente à própria sociedade e, indiretamente, à totalidade dos acionistas”⁵⁵.

Modesto Carvalhosa alertou “que o acionista minoritário, embora normalmente não tome a iniciativa de promover a capitalização da sociedade, empresta seu esforço para tal mister, (...); ademais, esse tipo de acionista experimenta os efeitos da política de autocapitalização da companhia, usualmente realizada pelo controlador. É, portanto, copartícipe da valorização patrimonial da empresa, merecendo, portanto, tratamento igualitário, quando da alienação de seu controle”⁵⁶.

RDM, ano XXIV, 1985, v. 59, p. 62.

52. Art. cit., p. 105

53. “A proteção dos acionistas minoritários na alienação do controle de companhias abertas”, *Revista da CVM*, 4/2, n. 13, 1986, *apud* Mauro Rodrigues Penteado, art. cit., p. 19.

54. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*, São Paulo, Bushatsky, 1979, v. 2, p. 743.

55. *Alienação do poder de controle acionário*, São Paulo, Saraiva, 1995, p. 164/171.

56. *Apud* Mauro Rodrigues Penteado, art. cit., p. 19, fazendo referência à *Oferta Pública de Aquisição de Ações*, tese, São Paulo, 1978, p. 142/143.

Waldírio Bulgarelli enfatizou que “o não controlador, que não recebeu dividendos durante muito tempo, pela política imposta pelo controlador de fortalecer a empresa, tem direito a reclamar quando o controlador, aproveitando-se dos resultados dessa mesma política, vende com ágio astronômico as suas ações de controle”⁵⁷, observando, ainda, que os especuladores e rendeiros, embora também tivessem contribuído com seus recursos para o autofinanciamento da companhia, mesmo querendo, não poderiam, devido ao princípio majoritário, participar ativamente da vida societária, e, ademais, que, “ao vender o controle (...) com grandes lucros, está-se vendendo, subjacentemente, os intangíveis e mais propriamente o aviamento da empresa”⁵⁸, para concluir que “o certo será a distribuição, ao menos do ágio, entre todos que contribuíram para o fortalecimento da empresa”⁵⁹.

(c) O ágio pertence a todos os acionistas da companhia aberta

Nélson Cândido Motta advogou que “admitir que as ações preferenciais, porque não votam, tenham menos direitos – salvos 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 (...)”⁶⁰.

Leslie Amendolara ponderou que, se os acionistas minoritários têm o direito de participar do “prêmio de controle” porque “havia contribuído com a formação do capital e investido seus recursos nos negócios”⁶¹, este direito deve ser estendido aos preferencialistas, já que eles também participaram da integralização do capital social.

B – A controvérsia na jurisprudência brasileira

No período de vigência do tratamento igualitário, em uma causa em que se discutia se a CVM deveria ser responsabilizada pelo exame e avaliação indevidos em caso de alienação de controle, em virtude de ela haver considerado o valor total das ações em poder do novo controlador e que representavam todo o bloco de controle e não apenas aquelas efetivamente adquiridas, o que teria ocasionado prejuízos aos acionistas minoritários, já que, na oferta pública, o valor oferecido não lhes garantia um tratamento igualitário, a 1ª Turma do Tribunal Federal de Recursos, ao julgar a Apelação Cível nº 140.587-RJ, decidiu condenar a CVM a pagar aos minoritários valor equivalente à diferença entre o valor por eles obtido na venda de suas ações e aquele conseguido pelos controladores⁶².

A Primeira Turma do Superior Tribunal de Justiça, ao julgar o Recurso Especial nº 2.276 – RJ, que tratava de participação ou não dos preferencialistas no prêmio de

57. *Regime jurídico da proteção às minorias nas S/A*, Rio de Janeiro, Renovar, 1998, p. 158.

58. *Ob. cit.*, p. 159.

59. *Idem*, p. 160.

60. “Alienação de controle de instituições financeiras. Acionistas minoritários. Notas para uma interpretação sistemática da Lei das S.A.”, *RDM*, ano XXI, 1982, v. 46, p. 41, *apud* Roberta Nioac Prado, art. cit., p. 91.

61. *Os direitos dos acionistas minoritários: com alterações da Lei nº 9.457/1997*, São Paulo, Editora STS, 1998, p. 105.

62. Apelação Cível nº 140.587 – Rio de Janeiro (Registro nº 8.803.699) Relator: Min. Dias Trindade in Nelson Eizirik, *Sociedades Anônimas: jurisprudência*, Rio de Janeiro, Renovar, 1996, p. 743/746.

controle, concluiu que a oferta pública só alcançava as ações com direito de voto, já que as preferenciais têm garantidas outras vantagens, dispostas na Lei nº 6.404⁶³.

Ainda o Superior Tribunal de Justiça, numa decisão relativa à incorporação do Banco Financial de Mato Grosso, envolvendo oferta pública prévia para aquisição de controle, estendeu-a aos acionistas sem voto, por considerar a natureza da sociedade (que necessitava de autorização) e que a aquisição do controle era uma providência preliminar à incorporação⁶⁴.

C – A controvérsia na legislação, na doutrina e na jurisprudência estrangeiras

(a) Direito americano

(1) Legislação americana

Conforme acentuou Roberta Nioac Prado, não há norma legal no direito americano que torne obrigatória a oferta pública na alienação de controle de uma companhia, sendo a proteção aos minoritários expressa apenas nas regras de *disclosure* e de *insider trading*⁶⁵.

(2) Doutrina americana

(2.1) O ágio pertence a todos os acionistas da mesma categoria

William D. Andrews⁶⁶, contudo, apregoa que todos os acionistas com ações de espécie e classe iguais devem ter oportunidade de aliená-las igualmente e de partilhar o *premium* proporcionalmente a sua participação no capital, por ser o poder de controle um bem da companhia.

André Tunc recordou que os redatores dos *Principles of Corporate Governance* pensavam que um acionista dominante não deve, sem autorização dos acionistas desinteressados, tirar mais vantagens de sua posição, proporcionalmente aos acionistas que estão nas mesmas condições⁶⁷.

(2.2) O ágio pertence a todos os acionistas da companhia

Berle e Means⁶⁸, a seu turno, foram além, pois, após qualificarem a alienação de controle da empresa como a venda de um bem social, sustentaram que o valor pago como ágio pelo bloco de controle pertence a todos os acionistas da companhia.

(2.3) O ágio, sob a denominação de prêmio de controle, pertence, exclusivamente, ao controlador

Hoje, nos EUA, prevalece a opinião de que somente o acionista controlador, alienante do controle, faz jus ao prêmio⁶⁹, desde que não haja fraude ou atos de má-fé,

63. Recurso Especial nº 2.276 – Rio de Janeiro (Registro nº 90.0001659-2), Relator Min. Garcia Vieira in Nelson Eizirik, ob. cit., p. 367/372.

64. José Edwaldo Tavares Borba, ob. cit., 6. ed., p. 475/476 (nota de rodapé 1), citando matéria da *Gazeta Mercantil* de 21/10/1993, p. 35.

65. Art. cit., p. 97.

66. *The stockholder's right to equal opportunity in the sale of shares*, Harvard Law Review, 78/ 505-563, 1965, apud Roberta Nioac Prado, art. cit., p. 98.

67. André Tunc, *Le droit américain des sociétés anonymes*. Économica: Paris, 1985, p. 158/159.

68. Apud Roberta Nioac Prado, art. cit., p. 98.

69. Robert W. Hamilton, *The Law of Corporations*, St. Paul, Minnesota, 1987, p. 359, apud Osmar Brina Corrêa Lima, *O acionista minoritário no direito brasileiro*, Rio de Janeiro, Forense, 1994, p. 79.

acentuando Lewis D. Solomon e Alan R. Palmiter que "a regra geral é a de que os acionistas podem vender suas ações pelo preço que conseguirem, incluído neste o prêmio não disponível aos outros acionistas. Os acionistas controladores não precisam dividir esse prêmio"⁷⁰.

Para Easterbrook e Fischel,⁷¹ os minoritários não se oporão à alienação de controle se ela puder levar a uma administração mais eficiente, capaz de tornar a companhia mais rentável e suas ações mais valorizadas.

Steven L. Emanuel entende que a posição do controlador na companhia tem valor econômico e que o controlador hesitaria na alienação caso não recebesse nenhum prêmio, já que conta com vantagens não desfrutadas pelos minoritários, advertindo que há exceções ao direito do controlador de vender suas ações livremente⁷², como, *v.g.*: (1) A exceção de pilhagem (*the "looting" exception*), que é a mais importante, pois impede o controlador de vender suas ações para quem irá pilhar a companhia, se ele tem ciência disso ou tinha condições de sabê-lo; (2) A exceção da venda de voto (*the "sale of vote" exception*) que se verifica quando o bloco de controle é menor que a maioria das ações, mas o vendedor exerce uma influência importante sobre a diretoria ou quando o contrato de venda expressamente menciona um pagamento adicional se o vendedor entregar parte do controle da diretoria, garantindo a eleição de pessoas indicadas pelo comprador; (3) O desvio de uma oportunidade coletiva (*"diversion of collective opportunity"*) aplicável a situações em que, por alguma razão, o prêmio de controle deva pertencer à companhia ou a todos os acionistas, dando-se como principais exemplos situações em que "a Corte entende que o prêmio de controle representa uma oportunidade de negócios que a companhia poderia ou deveria perseguir como sociedade e quando o comprador inicialmente tentou comprar a maior parte ou todo o ativo da companhia (...), mas foi chamado pelo controlador que lhe ofereceu seu bloco de ações em troca de um prêmio"⁷³.

(3) Jurisprudência americana

William A. Klein e J. Mark Ramseyer, em seu ótimo livro "Business Associations. Agency, Partnerships, and Corporations"⁷⁴, citam diversos casos de alienação de controle julgados pelas Cortes americanas, a saber:

Perlman v. Feldmann

Feldmann, acionista controlador e principal diretor da companhia de aço Newport Steel Corporation, vendeu seu bloco de ações à Wilport Company, uma das destinatárias finais do aço, interessada em assegurar uma fonte de fornecimento no mercado, recebendo por suas ações um valor de US\$ 20,00 por ação, embora o preço de mercado fosse US\$ 12,00, o que levou os minoritários a alegarem que esse preço incluía uma compensação pela venda de um ativo da empresa, consistente no poder de alocar os produtos fabricados pela companhia numa época em que havia maior

70. *Corporations. Examples and Explanations*, Aspen Law & Business, Second Edition, 1994, p. 411/420.

71. *Corporate Control Transactions*, 91 Yale L. J. 737, 1982 *apud* Lewis D. Solomon e Alan R. Palmiter, *ob. cit.*, p. 411/420.

72. Steven L. Emanuel, *Corporations*, NY, Emanuel Publishing Corp., 1997, 3rd Edition, p. 240/249.

73. *Ob. cit.*, p. 245.

74. Westbury (New York), The Foundation Press, Inc., 1997, Third Edition, p. 644 e s.

demanda e pouca oferta de fornecimento, tendo esse poder sido transferido com a venda e beneficiado apenas ao controlador.

Sustentaram, ainda, que, como diretor e acionista controlador, Feldmann tinha uma relação fiduciária com a companhia e com os minoritários e, que, não obstante, nesse caso, não tenha havido fraude, nem mau uso de informações confidenciais, nem saque, ele obtivera vantagens pessoais de uma oportunidade da companhia⁷⁵.

Ao abordar sobre esse julgamento, Osmar Brina Corrêa Lima destaca que, em segunda instância, o Tribunal, para reformar a sentença de primeiro grau, baseou-se no seguinte fundamento: "Nós não pretendemos sugerir que o acionista majoritário não possa dispor do seu bloco de ações de controle a terceiros de fora (*outsiders*) sem ter de prestar contas à companhia de seu proveito, ou mesmo nunca fazer isso impunemente, quando o comprador é cliente interessado, atual ou potencial, no produto da sociedade. Entretanto, quando a venda necessariamente resulta no sacrifício desse elemento dos intangíveis (*goodwill*) e consequente inusitado proveito para o fiduciário que causou o sacrifício, ele deve prestar contas de seu ganho. Assim, (...) nós pensamos ser juridicamente correto que o fiduciário não possa apropriar-se sozinho do valor desse prêmio"⁷⁶.

Zetlin v. Hanson Holdings, Inc.

Neste caso, os acionistas controladores venderam suas ações com prêmio, havendo a Corte, ao reconhecer que aquele que investe o capital necessário para adquirir uma posição dominante na companhia tem o direito de controlá-la, decidido que, fora casos de saque no ativo da companhia, usurpação de oportunidade da companhia, fraude ou outros atos de má-fé, o controlador é livre para vender e o comprador é livre para adquirir, pois o prêmio de controle é adicionado pelo investidor que está disposto a pagar pelo privilégio de influir diretamente nos negócios da companhia, não sendo razoável impor, na omissão da lei, que o controle só fosse transferido mediante oferta para todos os acionistas, destacando, por fim, que uma mudança tão radical deveria ser realizada pelo Legislativo⁷⁷.

Frandsen v. Jensen-Sundquist Agency, Inc.

Em 1975, Walter Jensen, único acionista da Jensen-Sundquist Agency, Inc., resolveu desfazer-se de suas ações, alienando 52% para seus familiares, 8% para Dennis Frandsen e o restante para diferentes interessados, ficando estabelecido, entre os novos acionistas, um direito de preferência, que assim pode ser resumido: se o bloco majoritário oferecesse suas ações para venda, dever-se-ia dar a Frandsen o direito de adquiri-las; se ele não quisesse comprá-las, os controladores teriam de se oferecer para comprar suas ações pelo mesmo preço que havia sido por eles oferecido.

Grande parte do ativo da Jensen-Sundquist Agency, Inc. era composta pela maioria das ações do First Bank of Grantsburg, que despertaram o interesse da First Wisconsin Corporation, oferecendo esta US\$ 88,00 por ação do banco, constando da proposta ainda que cada acionista da Jensen-Sundquist receberia US\$ 62,00 por ação, que seria transformada em US\$ 88,00 em ação do banco, e que um documento

75. Ob. cit., p. 652/656.

76. Pronunciamento da Corte, reproduzido por Osmar Brina Corrêa Lima, ob. cit., p. 78/79.

77. Klein e Ramseyer, ob. cit., p. 649/652.

deveria ser assinado pelos minoritários, renunciando a qualquer direito que eles porventura pudessem ter naquele negócio.

Frandsen discordou da proposta, anunciando que exerceria o seu direito de preferência e compraria o bloco majoritário a US\$ 62,00 por ação, tendo a companhia decidido, entretanto, alienar suas ações do First Bank of Grantsburg ao First Wisconsin por US\$ 88,00 a ação e depois liquidar-se, para que todos os acionistas recebessem o seguro da sociedade.

Frandsen protestou, alegando que queria ter certeza de que a alienação do bloco majoritário não tornaria desconfortável a situação dos minoritários, adquirindo suas ações por preço menor, afirmando, além disso, que a First Wisconsin era culpada de interferência prejudicial em seus direitos contratuais.

Neste caso, o Tribunal não vislumbrou uma venda de ações, já que a ideia da First Wisconsin não era tornar-se acionista da Jensen-Sundquist, entendendo que Frandsen, na verdade, disputava a aquisição do First Bank of Grantsburg e, por fim, que o First Wisconsin estava apto para concluir sua proposta sem se preocupar com Frandsen, já que não violara nenhum texto legal (aí incluída a lei antitruste), nem induzira o controlador do First Bank a violar o acordo de acionistas⁷⁸.

Jones v. H.F. Ahmanson & Company

Embora não tenha havido, neste caso, nenhuma transferência de controle, a Corte de Apelação achou por bem manifestar-se sobre o assunto e acabar por reconhecer que os acionistas majoritários têm uma responsabilidade fiduciária, para com a minoria e a sociedade, de controlar a companhia de maneira justa e equitativa, não podendo utilizar seu poder em seu benefício ou em detrimento da minoria, daí por que qualquer uso que envolva a companhia ou o poder de controlá-la deve beneficiar a todos os acionistas proporcionalmente, não devendo conflitar com a conduta correta dos negócios da sociedade, negando, portanto, acolhida à defesa da maioria que alegou que, no uso de suas próprias ações, não há dever fiduciário⁷⁹.

(b) Direito francês

(1) Legislação francesa

No direito francês há normas legais e regulamentares que tornam a oferta pública obrigatória nos casos de alienação de controle de companhia aberta.

Em 1973, a "Association Française des Banques" editou "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"⁸⁰ e, em 2 de agosto de 1989, a Lei 89-531 deu competência ao Conselho das Bolsas de Valores para regular as ofertas públicas e obrigou "aquele que adquirisse mais de 1/3 das ações votantes de uma empresa (...) a fazer oferta pública de compra dos 2/3 restantes pela chamada *garantie de cours*"⁸¹ e, por fim, em maio de 1992, a oferta de compra foi estendida a todas as ações, votantes ou não⁸².

78. *Idem*, p. 644/649.

79. *Ibidem*, p. 657/661.

80. *Apud* Roberta Nioac Prado, art. cit., p.102.

81. *Idem*, p. 103.

82. *Loc. cit.*

(2) Doutrina francesa

André Tunc ensinou que o princípio de que um acionista é livre para vender suas ações pelo preço que lhe for oferecido esbarra, no caso da cessão de controle, em um dever fiduciário, portanto, a venda de ações de um acionista que dirige a sociedade comporta a alienação de uma função ou, pelo menos, do poder de designar quem a exercerá, aduzindo que se a venda for por preço maior que o da bolsa, por compreender a função de comando, haverá, então, um proveito ilícito, que deve ser restituído à sociedade.⁸³

Michel de Juglart e Benjamin Ippolito doutrinam que a cessão de controle permite, de forma mais simples que as ofertas públicas de venda, que se opere a transferência de controle de uma sociedade⁸⁴.

Ripert e Roblot, no entanto, lecionam que a oferta pública, embora complexa e custosa, é mais vantajosa, por não obrigar o comprador a adquirir todos os títulos que lhe forem oferecidos⁸⁵.

(3) Jurisprudência francesa

Num caso de concentração de sociedades, cuja questão era saber se os acionistas minoritários, que se recusaram a ceder seus títulos, poderiam opor-se à transferência de controle, que levava praticamente ao desaparecimento da sociedade, invocando a nulidade das decisões do conselho de administração e da deliberação da assembleia-geral extraordinária por abuso de direito, a *Cour de Cassation* respondeu que não cabe aos tribunais, mas aos órgãos da sociedade, apreciar a oportunidade de suas decisões, válidas se tomadas regularmente, reafirmando, mais, que os acionistas minoritários podem, se tiverem interesse, se desfazer de seus títulos pelo mesmo preço pago pela cessão do bloco de controle (conforme decisão de 6 de março de 1973, arts. 91 a 96, regulamento geral da *compagnie des agents de changé préc.*)⁸⁶.

Em caso de alienação de controle por operação complexa, em duas etapas (aquisição de ações e posterior subscrição em aumento de capital), o *Tribunal de Grande Instance de Paris*, em julgamento de 20 de janeiro de 1988, decidiu que a oferta pública não era necessária, por considerar que “se a obrigação de manter a cotação deve ser observada quando a compra atinge uma quantidade de títulos suscetível de dar o controle da sociedade emissora, este não é o caso quando o controle é conseguido por uma operação complexa cuja venda dos títulos corresponde apenas a um dos elementos, o outro elemento, ligado ao aumento de capital, excluindo qualquer transferência de ações”⁸⁷.

(c) Direito inglês

Segundo Guilherme Döring Cunha Pereira, o *City Code on take and mergers* inglês deu um tratamento pioneiro às ofertas públicas para aquisição de controle de uma companhia, fixando como ideia fundamental garantir as mesmas condições oferecidas

83. Ob. cit., p. 156/158.

84. Michel de Juglart e Benjamin Ippolito, *Cours de Droit Commercial avec travaux dirigés et sujets d'examen*. Deuxième volume, Septième édition, Paris, Éditions Montchrestien, 1983, p. 843/844.

85. Georges Ripert, ob. e t. cit., p. 86.

86. Michel de Juglart e Benjamin Ippolito, ob. cit., p. 844.

87. *Revue Trimestrielle de Droit Commercial et de Droit Économique*, Paris, Sirey, 1989, p. 80.

ao alienante aos acionistas de classes idênticas⁸⁸, acentuando John H. Farrar que “a principal regra nesse sentido é a que determina que, efetuada a compra de alguma ação da sociedade alvo quando já se pretendia adquirir o controle por meio de uma futura oferta pública de aquisição, essa oferta deve ser feita a todos os acionistas em termos não menos favoráveis que os da compra isolada”⁸⁹.

(d) Direito belga

A Comissão Bancária belga, entidade governamental sem poder normativo, considera que o prêmio de controle deve pertencer a todos os acionistas e recomenda a oferta pública de aquisição das demais ações para que haja um tratamento igualitário⁹⁰.

D – Síntese da controvérsia

Portanto, a propósito da alienação de controle de companhia aberta, há:

(a) os que entendem que o preço do bloco de controle é formado pelo valor patrimonial global das ações cedidas e transferidas aos adquirentes e pelo *premium* correspondente ao valor atribuído ao poder de comandar os destinos da companhia aberta, daí não caber falar em ágio ou sobre preço, porém em prêmio de controle, que deve pertencer, única e exclusivamente, aos controladores, e,

(b) os que sustentam que o controle é um bem intangível, um ativo social da companhia, os quais, a sua vez, se dividem em duas correntes, uma, calcada no texto do art. 254 da Lei das S.A. c.c. a Resolução nº 401/1976, do CMN, defende a tese de que o ágio, que os adquirentes estão dispostos a pagar para deter o controle da companhia aberta, deve ser rateado entre controladores e minoritários; outra argumenta que, se o controle é um bem social, todos os acionistas, independentemente da espécie de ações que possuam, devem beneficiar-se com a venda do controle e participar do rateio do ágio.

Anote-se, por fim, que, no Brasil, dissertaram, com proficiência, sobre o tema, sem, todavia, adotar uma posição em favor de determinada tese: Nelson Eizirik⁹¹, J. A. Tavares Guerreiro⁹², Mauro Rodrigues Penteado⁹³, Luiz Gastão Paes de Barros Leães⁹⁴, Wilson de Souza Campos Batalha⁹⁵ e Fran Martins.⁹⁶

88. John H. Farrar, *Company Law*, Londres, Butterworths, 1985, p. 521, *apud* Guilherme Döring Cunha Pereira, *ob. cit.*, p. 135.

89. *Apud* Guilherme Döring Cunha Pereira, *ob. cit.*, p. 135.

90. *Apud* Guilherme Döring Cunha Pereira, *ob. cit.*, p. 145.

91. *Reforma das S.A. e do mercado de capitais*, Rio de Janeiro, Renovar, 1997.

92. “Alienação de controle de companhia aberta: o papel das instituições financeiras”, in *RDM*, ano XVII, 1978, v. 30, p. 115/119, cabendo ressaltar que em seu clássico *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*, em coautoria com Egberto Lacerda Teixeira, sustentou que o prêmio de controle deve ser partilhado entre controladores e minoritários.

93. “Apontamentos sobre a alienação do controle de companhias abertas”, in *RDM*, ano XXVIII, 1989, v. 76, p. 15/25.

94. “Alienação de controle de companhia aberta seguida de fechamento de capital (parecer)”, in *RDM*, ano XXXVII, 1999, v. 113, p. 255/264.

95. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*, Rio de Janeiro, Forense, 1977, v. 3.

96. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*, Rio de Janeiro, Forense, 1978, v. 3.

III – Interpretação realista⁹⁷ da alienação de controle da companhia aberta

O ágio é um bem intangível da companhia, que deve ser compartilhado entre controladores, minoritários e, até mesmo, preferencialistas, ou um valor econômico inerente às ações ordinárias nominativas com direito de voto que compõem o bloco de controle, a ele fazendo jus exclusivamente os controladores?

Se pregarmos que o ágio integra o preço do bloco de controle e, portanto, deve pertencer tão somente aos controladores, ou se advogarmos que o ágio é um sucedâneo da valorização patrimonial da companhia e, por conseguinte, deve ser partilhado entre controladores e minoritários, ou se sustentarmos que o ágio é um bem social e que o seu rateio não pode basear-se no fato de ações da companhia serem de diferentes espécies e terem ou não direito de voto, daí dever a lei assegurar a controladores, minoritários e preferencialistas, indistintamente, o direito à percepção do ágio, estaremos enunciando uma proposição apriorística⁹⁸, porque formulada sem conhecermos mais e melhor as circunstâncias do caso e independentemente das forças que, de fato, devem motivar a aplicação do Direito, estaremos emitindo

97. No final do século XIX, Oliver Holmes, juiz da Suprema Corte dos Estados Unidos da América, lançou os fundamentos da Escola de Jurisprudência Sociológica Americana, depois desenvolvidos por Benjamin Cardozo e Roscoe Pound, havendo Pound, de forma lapidar e inovadora, defendido que (a) o Direito “é uma ciência de engenharia social”; (b) “o Direito deve ser estável e, sem dúvida, não possa permanecer inalterável”; (c) “a tarefa do Direito na resolução dos conflitos de interesses é eminentemente prática, eficaz, executiva”; (d) “a tarefa de engenharia social do Direito é ajustar os interesses em conflito, detectando os de maior prioridade sobre os demais”; (e) para valorar um problema jurídico ou conflito litigioso é necessário captar o sentido e o alcance de fatos abrangidos pelo problema” (*apud* Maria da Conceição Ferreira Magalhães, *A Hermenêutica Jurídica*, Rio de Janeiro, Forense, 1989, p. 80/84). Inspirando-se em Holmes, Cardozo e Pound, eminentes juristas americanos criaram a Escola do Realismo Jurídico, que, ultrapassando a Escola Sociológica, sustenta ser o direito real, efetivo, concreto o declarado pelos tribunais ao julgarem casos concretos e não produto de um método silogístico-dedutivo, frio e mecânico, puramente lógico-racional. Enquanto nos Estados Unidos da América as Escolas Sociológica e Realista granjeavam adeptos, na Europa se fortalecia e expandia, por inspiração das ideias do Círculo de Viena, da escola de Upsala e de Cambridge, a Escola do Realismo Empírico, à frente Alf Ross, Lundstedt e o sueco Olivecrona, segundo a qual os juristas não devem pautar-se pelo idealismo metafísico, que sustenta poder chegar-se ao conhecimento imediatamente através da razão e independente dos sentidos e da experiência (o denominado conhecimento *a priori*), mas pelo realismo científico, que nega ser possível atingir-se o conhecimento apenas exercitando a faculdade da razão, em especial no campo do Direito, em que deve prevalecer o estudo, a observação e a verificação dos fatos e fenômenos sociais, aos quais se aplicará o Direito positivo pelos tribunais e se tornará eficaz a norma por sua aceitação por parte da consciência jurídica popular. Ao referirmo-nos a “interpretação realista” da questão do ágio na alienação de controle de companhia aberta, pretendemos, inspirados nos cânones das Escolas de Jurisprudência Sociológica Americana, do Realismo Jurídico e do Realismo Empírico, abordar o tema de forma “eminentemente prática, eficaz, executiva”, tendo em conta “o sentido e o alcance dos fatos abrangidos pelo problema” (cf. Roscoe Pound), “o Direito real, efetivo, concreto” e não o elaborado de forma apriorística, pois, a nosso ver, no campo do Direito, o que deve prevalecer é o estudo, a observação e verificação dos fatos e fenômenos sociais e se a sua aplicação pelos tribunais fará Justiça às partes.

98. Para Alf Ross, as proposições distinguem-se em apriorísticas e empíricas. “As proposições apriorísticas são verdadeiras tão só em virtude de sua forma e, por isso, são tautológicas ou analíticas, pois nada dizem a respeito do mundo (...) As proposições empíricas só possuem valor enquanto possam refletir a realidade dos fatos, devendo, portanto, ser verificadas por meio da experiência” (Alaôr Caffé Alves, apresentação à edição brasileira da obra “Direito e Justiça”, de Alf Ross, Bauru, Edipro, p. 10).

um juízo de valor⁹⁹, sempre ditado "por predileções de ordem pessoal"¹⁰⁰, baseado na razão prática, que, como diz Kant, por ser prática, deixa de ser razão e passa a ser vontade, e, exatamente por ser vontade e não verdade, a questão do ágio, no II PND e na CDE-14/74, mereceu um tratamento; no Anteprojeto e no Projeto de Lei das S.A., outro; sob o império do art. 254 original, com a redação da Emenda Lehmann, outro; após a Lei nº 9.457/1997, outro e, agora, com o Projeto Kapaz-Kandir, outro, e, por fim, na sua definitiva redação, outro, quase se podendo dizer que, no caso do indigitado art. 254 revogado ou 254-A, a vontade e a razão (teórica ou pura) estão dissociadas, o que inevitavelmente acarretou, na vigência do revogado art. 254, e acarretará, na do art. 254-A, quando de sua aplicação, flagrantes injustiças, consoante se constata dos seguintes exemplos, frutos de nossa faculdade especulativa:

1º) Estabelecendo a LSA que o ágio é uma parcela integrante do preço de venda das ações de controle, dele devendo beneficiar-se apenas o controlador, estar-se-á fazendo Justiça a minoritários e preferencialistas:

(a) se o controlador delegar, através de um contrato sigiloso, a uma instituição especializada em administração de grandes fortunas a gestão de seu *portfolio* de ações e passar a vida como se acionista rendeiro fosse, fazendo-se representar por procurador nas assembleias-gerais da companhia para atender aos ditames das alíneas *a* e *b*, do art. 116, da Lei das S.A.?

(b) Se o adquirente, após a celebração da compra e venda, realizar um processo de fusão ou incorporação, com perda do valor patrimonial da ação dos minoritários e preferencialistas, embora garantido-lhes o direito de recesso por enquadrarem-se no art. 136, IV, c.c. 137, II, da Lei das S. A.?

(c) Se o adquirente, controlador de empresa concorrente, comprar o controle e, logo após, dissolver, liquidar e extinguir a companhia?

(d) Se, além da venda de suas ações e da função de comandar os destinos da companhia, o controlador assegurar a demissão de importantes administradores e a eleição de pessoas de confiança do adquirente?

(e) Se o controlador aproveitar-se de uma oportunidade de negócio, que beneficiaria diretamente à companhia e indiretamente a todos os acionistas?

2º) Dispondo a Lei das S.A. que o ágio é um bem intangível, que deve ser compartilhado entre controladores e minoritários ou entre todos os acionistas da companhia, estar-se-á fazendo Justiça ao controlador:

(a) se o controlador houver dado mais importância à empresa do que à sua vida pessoal e familiar, a ela se dedicando com abnegação 14 horas por dia, 7 dias por semana, 12 meses por ano, e, sempre que necessário, houver (1) prestado fiança e aval pessoais, para beneficiar a companhia, (2) dado em penhor bens móveis e em hipoteca imóveis próprios, pondo em risco seu patrimônio pessoal, para manter a empresa em funcionamento, (3) realizado com a companhia operação de *lease-back* de bens sociais a juros módicos ou, até mesmo, sem juros, para capitalizar a empresa, (4) concedido

99. Segundo Alaôr Caffé Alves, para Ross, os juízos de valor "são subjetivos, expressões de sentimentos e desejos e não vinculados a propriedades reais do objeto", ob. cit., p. 9.

100. Karl Popper, *A Lógica da Pesquisa Científica*, São Paulo, Cultrix, 2. ed., p. 39.

empréstimos e financiamentos, inclusive sem cobrar juros por possuir geração de caixa própria e disponibilidade ociosa, (5) participado efetivamente da administração dos negócios sociais, enquanto os minoritários e preferencialistas viviam vida de acionista renteiro, sem a menor preocupação com os destinos da empresa?

(b) Se minoritários e preferencialistas, baseados em informação privilegiada, adquirirem ações em bolsa às vésperas da alienação de controle de uma empresa fundada e desenvolvida pelo controlador há décadas e que a ela se dedicou com denodo?

Da realidade fática também podemos reunir provas contundentes que evidenciam ser temerário fixar-se, *a priori*, regra cogente sobre matéria tão intrincada:

(a) durante muitos anos, a Companhia Nacional de Tecidos Nova América, fundada e controlada por imigrantes italianos, foi a maior indústria de tecidos da América Latina. Na década de 1970, no propósito de modernizar-se, manter-se competitiva e rentável e continuar a liderar o *ranking*, contratou com o BNDES um empréstimo de dezenas de milhões de dólares, destinados, quase exclusivamente, à aquisição e importação de máquinas e equipamentos ingleses, o que significou o início de sua derrocada, em virtude de duas seguidas máxidesvalorizações da moeda brasileira, que obrigaram os controladores, para honrar os compromissos com o BNDES, a transferir-lhe o controle acionário da companhia, posteriormente vendido em leilão público na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro para empresários de São Paulo, que imediatamente fecharam a fábrica, no local hoje funcionando a “Nova América Outlet Shopping”, o que leva à pergunta: se o BNDES, ao vender as ações de controle, houvesse se beneficiado do ágio sozinho, ter-se-ia feito Justiça a minoritários e preferencialistas?

(b) O Ponto Frio, empresa fundada, na década de 1940, a partir de uma pequena loja no Centro do Rio, é, hoje, a maior rede de eletrodomésticos do país em número de lojas, com 369 pontos, e a segunda em faturamento. Com a morte de seu controlador, em dezembro de 1999, antiga divergência, segundo noticiaram os principais jornais e revistas do país, entre a viúva e seu filho, titulares de 56% do capital total da companhia, e o presidente do Conselho de Administração, principal executivo e acionista detentor de 12,8% do capital social, a quem se atribui o mérito do sucesso do empreendimento, agravou-se, o que motivou a controladora e seu filho a decidirem a alienar o controle acionário e, em consequência, no regime da Lei nº 9.457, de 1997, a perceberem o ágio com exclusividade, o que leva à seguinte indagação: se a controladora e seu filho venderem as ações de controle (“sem nunca terem colocado os pés na empresa”, conforme também amplamente divulgado pela mídia), estar-se-á fazendo Justiça aos minoritários – inclusive ao principal responsável pelo extraordinário crescimento que experimentou a companhia – e aos preferencialistas?

(c) O Grupo Gerdau, o maior produtor de aços longos da América Latina, é controlado pela “família Gerdau” e dirigido por Jorge Gerdau Johannpeter, que se dedica, consoante se lê nos nossos principais jornais e revistas, a exemplo de vários outros membros da família, diariamente, em tempo integral, ao conglomerado. Para concorrer no mercado externo, foi necessário implementar o “gerenciamento pela qualidade total” e provocar um “choque de qualidade” na empresa, o que a levou a obter excelentes resultados e merecer o seguinte destaque no jornal inglês *Financial Times*:¹⁰¹

101. Nely Caixeta, “Mister Gerdau”, *Revista EXAME*, 4 de outubro de 2000, p. 165/166.

“A bandeira azul e amarela do grupo siderúrgico brasileiro tremula nas fachadas de dez unidades espalhadas pelo Uruguai, Canadá, Chile, Argentina e Estados Unidos. ‘Enquanto muitas empresas de controle familiar viram a globalização trazer o mundo para o Brasil, a Gerdau levou seu estilo gerencial e seu conhecimento da indústria siderúrgica para o mundo’. ‘Em vez de esperar, de braços cruzados, que os grandes conglomerados internacionais avançassem sobre a siderurgia brasileira, Gerdau levou a companhia familiar sob o seu comando pelo caminho inverso. Para não correr o risco de ser globalizado um dia, preferiu globalizar-se”¹⁰², o que leva à pergunta: numa possível alienação do controle do Grupo Gerdau, far-se-á Justiça aos controladores, que, com incrível afínco, se dedicaram ao crescimento e expansão da companhia, se os mesmos tiverem que dividir o prêmio de controle com os demais acionistas, que se limitaram a investir, colher dividendos periódicos e enriquecer com a valorização de suas ações na Bovespa?

(d) Criada em 1924, no Rio de Janeiro, pelo comerciante Luiz La Saigne e entregue ao genro, Henrique de Botton, a Mesbla foi, durante décadas, uma potência comercial, chegando a ser avaliada em 500 milhões de dólares e contando com 12.000 empregados e 48 lojas em 18 estados. Na década de 1980, transferido o controle acionário a André de Botton, filho de Henrique, e após seus quatro irmãos haverem assumido cargos de direção, André implantou um plano de expansão que, ao fracassar, levou a companhia, a partir de 1990, a experimentar vultosos e sucessivos prejuízos, que se agravaram em 1994, com o Plano Real, ficando a Mesbla sem crédito e com as prateleiras vazias, o que a levou a impetrar concordata preventiva e, no curso do processo, a fechar as lojas que davam prejuízo e a lograr convencer seus principais credores a se transformarem em acionistas, ficando, ao final de longa negociação, o capital social da Mesbla dividido da seguinte forma: 0,4%, pertencente a De Botton, 16%, ao Banco Pactual e a José Paulo Amaral, e 53%, aos bancos BCN, Unibanco e Pontual, havendo estes três bancos vendido suas ações para Ricardo Mansur, que pretendia uni-la à rede Mappin, por ele recém-adquirida, reerguer a Mesbla e desenvolver ainda mais a Mappin. Quando a situação da Mesbla e da Mappin tornou-se crítica, devido ao insucesso dos planos de reorganização de Mansur, José Paulo Amaral foi chamado pelos credores para intervir, sanear a empresa e salvá-la da falência, em meio a notícias da presença no Brasil de representantes de gigantescas lojas de departamentos interessadas na aquisição de ambas as companhias. Se José Paulo Amaral tivesse obtido êxito e, recuperadas as companhias, Mansur decidisse alienar o controle acionário para investidores externos, ter-se-ia feito Justiça aos demais acionistas, que durante anos amargaram enormes prejuízos, se Mansur desfrutasse sozinho do prêmio de controle?

Como se vê, se o legislador decidir que o ágio deve ser partilhado entre controladores e minoritários, segundo corrente doutrinária predominante, muitas vezes, nas multiformes situações fáticas¹⁰³ que se apresentam no complexo, intrincado e sofisticado

102. *Idem*, p. 165.

103. Situações assaz agravadas pelo fato de que o homem não é *anima* incorporada, como pregou a tradição cartesiana, mas uma unidade psicofísica, uma criatura que vive na corrente da vida, tem desejos e paixões, sente alegrias e tristezas, ama e odeia, consoante ressaltou Wittgenstein (*in* Wittgenstein, *La Natureza Humana*, de P.M.S. Hacker, tradução espanhola, Editorial Norma, 1. ed.)

mundo das empresas, estar-se-á premiando os minoritários em detrimento dos controladores e preferencialistas; outras tantas, se o legislador decidir que o ágio é um bem intangível, que deve ser partilhado entre todos os acionistas, conforme sustentam alguns doutos, estar-se-á premiando os minoritários e preferencialistas em detrimento dos controladores; outras mais, se o legislador decidir que o ágio é uma parcela integrante do preço de venda das ações de controle, dele devendo beneficiar-se apenas os controladores, estar-se-á premiando os controladores em detrimento dos minoritários e preferencialistas.

Por isso, penso que:

1º) não há resposta estreme de dúvidas, nem mesmo razoavelmente satisfatória, sobre a questão se o ágio é um bem intangível da companhia ou se integra o preço do bloco de controle, mas há resposta certa para esta outra: se, de forma apriorística, estabelecer-se que (a) o ágio compõe o preço global das ações de controle ou (b) que o ágio é um ativo da companhia, com certeza absoluta estar-se-á criando a possibilidade de o juiz ser compelido a ignorar as condições peculiares e as circunstâncias especiais do caso concreto submetido a seu julgamento e a aplicar uma norma que não fará Justiça a controladores, minoritários e preferencialistas, conforme a opinião que se sustente;

2º) a questão do ágio na alienação de controle de companhia aberta deve ser resolvida não pelo Direito *in abstracto*, mas pelo Direito concreto em ação, não por juízos de valor, mas por juízos de realidade, não por proposições apriorísticas, mas por proposições empíricas, com base nos cânones do neoempirismo lógico e, em especial, nos da Escola do Realismo Empírico, que é uma tentativa de superar a alternativa entre o realismo psicológico da Escola de Uppsala e o realismo comportamentista ou sociológico americano, para a qual “constitui princípio elementar da ciência a necessária definição de um objeto de acordo com qualidades objetivas e não de acordo com quaisquer avaliações apriorísticas baseadas em juízos de valor”¹⁰⁴.

Destarte, com fundamento nos ensinamentos da Escola do Realismo Empírico, em especial quando enfatiza que, “na ciência jurídica se deve sustentar que o direito é um fato social, cuja existência e descrição somente podem ser equacionadas em termos puramente fáticos, sensíveis e empíricos, sem necessidade de se recorrer a princípios morais, racionais ou ideológicos”¹⁰⁵, e partindo da premissa de que não se deve, aprioristicamente, formular uma norma legal definindo se o ágio cabe (a) só ao controlador, (b) ao controlador e aos minoritários ou, então, (c) ao controlador, minoritários e preferencialistas, o art. 254-A deveria ter instituído um princípio geral sobre

104. Alf Ross, ob. cit., p. 96. Recorde-se, ademais, por oportuno, que, na multiplicidade das filosofias, o ceticismo provocou uma separação metodológica entre os juízos de realidade e os juízos de valor, sendo que os juízos de realidade seriam a expressão de um conhecimento objetivo, empírico e racionalmente fundado, enquanto os juízos de valor, conforme, por todos, repita-se, ensinou Perelman, por definição são irracionais, não obstante, acentue-se, por indiscutível, que uma análise mais profunda e isenta de paixões concluirá que os juízos de realidade não são inteiramente independentes dos juízos de valor, daí não poder haver um fosso entre os juízos de realidade e os juízos de valor, mas, por igual, não se poder preferir estes em prejuízo daqueles.

105. Alf Ross, ob. cit., p. 11.

a matéria, cometendo, primeiro, à CVM¹⁰⁶ e à jurisprudência, em segunda e definitiva instância, o exame e a solução de eventuais conflitos de interesses surgidos entre os acionistas de companhia aberta quanto ao direito ao rateio do ágio, com apoio em juízos de realidade, não podendo pairar dúvida de que o próprio mercado encontrará meios de se proteger e de evitar litígios¹⁰⁷.

171.3. O controle sob o aspecto jurídico

Divido o controle na LSA em originário e derivado, controle de direito e de fato e controle direto e indireto.

171.3.1. Controle originário e controle derivado

O controle originário está previsto no art. 116, alíneas *a* e *b*, da LSA e se funda (1º) na titularidade de direitos de sócio que assegurem, de modo permanente, a determinada pessoa, natural ou jurídica, ou a grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto ou sob controle comum, (a) a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e (b) o poder de eleger a maioria dos administradores e, concomitantemente, (2º) no uso efetivo do poder para (a) dirigir as atividades sociais e (b) orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

O controle derivado está contemplado no art. 126, §§ 1º e 2º, da LSA e decorre do exercício do mandato outorgado pelo titular da maioria das ações

106. Para que não se diga, sem conhecer dados concretos, que é inviável o exame pela CVM de todos os casos de alienação de controle da companhia aberta, por ela supostamente não possuir adequada infraestrutura e corpo técnico em número suficiente para desincumbir-se bem dessa atribuição, cumpre esclarecer que estão registradas na CVM como companhias abertas apenas 998 sociedades (novembro de 2000), sendo que somente 465 companhias (novembro de 2000) têm ações negociadas em bolsa e, ademais, como ressaltado por Modesto Carvalhosa, a CVM sempre lutou para "dar consistência ao preceito (do art. 254) notadamente quando tratou da matéria da transferência indireta de controle" (ob. e v. cit., p. 145), o que é explicitado no Parecer nº 86/82, objeto de magistral estudo de Luiz Leonardo Cantidiano em artigo lapidar, publicado em *RDM*, ano XXXIV, 1985, v. 56, p. 59. A CVM, por fim, firmou ainda orientação no sentido de: (a) o art. 254 só se aplicar na venda ou permuta de ações cujos titulares estejam no efetivo exercício do controle (Parecer CVM-SJU nº 58/78); (b) para garantir o pagamento de igual preço aos minoritários, ter competência de verificar o cálculo do preço pago às ações dos controladores (Parecer CVM-SJU nº 09/83); (c) mesmo não tendo havido pagamento de ágio na alienação de controle, ser obrigatória a oferta pública aos minoritários, para que exerçam, querendo, o direito de alienação de suas ações pelo preço pago aos controladores (Parecer CVM-SJU nº 79/83), e (d) a oferta aos minoritários dever ocorrer simultaneamente à compra das ações dos controladores (Instrução CVM-SHJU nº 63/83), o que levou o excelente Carvalhosa a concluir que, "para a Comissão (...), o controle possui um valor econômico inerente" (ob. cit., p. 146, recomendando-se a leitura e o estudo de todo o capítulo, que esgota a matéria, inclusive com um amplo e atualizado enfoque sobre a orientação jurisprudencial, do qual nos valemos, mais uma vez, pela segurança que nos inspira seu festejado e ínclito autor).

107. Por fim, como, de novo, ressaltado por Roberta Nioac Prado (ob. cit., p. 101), a solução adotada no direito americano foi a de deixar o legislador fundar-se em princípios gerais e, para a doutrina e jurisprudência, a análise e decisão casuística, já que o próprio mercado é capaz de regular-se.

com direito de voto nas assembleias-gerais a pessoa de sua escolha e confiança, para, agindo em seu nome, votar nos conchaves da sociedade e eleger administradores e fiscais nos exatos termos dos poderes que lhe foram conferidos no instrumento de procuração.

Como se vê, o controle originário é majoritário ou minoritário ou obtido através de expedientes legais, conforme classificação de Berle e Means, adotada e aplaudida por Fábio Konder Comparato, enquanto o controle derivado identifica-se com o denominado controle gerencial ou administrativo.

A distinção entre controle originário e derivado permite concluir, com segurança, facilidade e rapidez, que:

(a) provada a prática de abuso do poder de controle e fixada a responsabilidade do controlador¹⁰⁸, as sanções civil, administrativa ou penal, eventualmente aplicadas, recairão sempre inexoravelmente sobre o titular das ações, jamais sobre o mandatário, que, por mandato expresso, exerceu o direito de voto em nome do "acionista controlador mandante", eis que o mandatário responde, com fundamento no Código Civil, exclusivamente ao mandante caso tenha agido com desvio, excesso ou abuso dos poderes especificados na procuração;

(b) o mandatário só tem legitimidade para representar o controlador-mandante no âmbito das assembleias-gerais da companhia e nos estritos limites do mandato, sendo-lhe vedado exercer o poder de controle em toda sua plenitude e, portanto, praticar qualquer das modalidades de abuso do poder de controle discriminadas no art. 117, da LSA;

(c) a LSA não cuida do controle externo, não admitindo, por conseguinte, que o controlador externo seja passível de responder na forma do art. 117, da LSA.

171.3.2. Controle de direito e controle de fato

O controle de direito, tal qual o controle originário, decorre da detenção da maioria das ações com direito de voto nas deliberações da assembleia-geral e do uso efetivo do poder.

O controle de fato é produto do absenteísmo dos acionistas, da passividade do controlador, que constitua procurador para representá-lo nas assembleias de sócios, e na capacidade de convencimento dos administradores da companhia de que devem permanecer à testa dos negócios sociais.

108. Nelson Eizirik, no estudo "Caracterização do controle acionário e responsabilidade do acionista controlador", afirma: "como não existe, nas companhias com controle pulverizado, a figura do acionista controlador, não são aplicáveis os dispositivos da Lei das S.A. que tratam da responsabilidade do acionista controlador (art. 116, parágrafo único e art. 117)", aduzindo que, nesta hipótese, "a responsabilidade civil e administrativa deverá recair sobre os administradores que conduzem as atividades sociais, com fundamento nos arts. 153 a 159 da Lei das S.A." [ob. cit., p. 372], tese, *d.v.*, da qual discordo, radicalmente.

Como a LSA não prevê o controle de fato, eventual abuso de poder será imputado ao controlador (de direito), que elegeu administrador para representá-lo nas assembleias-gerais e confiou-lhe cargo diretivo da companhia.

171.3.3. Controle direto e controle indireto

No controle em cadeia ou em cascata e no controle piramidal, em que podem existir diversos graus de controle, há controle direto quando o acionista detém a maioria das ações com direito de voto de certa companhia e usa efetivamente o poder para dirigi-la, e controle indireto quando o faz através de uma sociedade limitada ou anônima, à qual controla.

Eventual ação para apurar a prática de abuso do poder do controle e responsabilizar o controlador pode ser ajuizada tanto contra o controlador direto como contra o controlador indireto.

172. PROPRIEDADE, CONTROLE E ADMINISTRAÇÃO DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS BRASILEIRAS

No Brasil, a propriedade, o controle e a administração de pequenas e médias companhias estão, na quase totalidade dos casos, nas mãos de uma única pessoa ou de uma única família, no que se convencionou chamar de controle unipessoal ou controle unifamiliar, assim como, invariavelmente, se dá quanto às *holdings* puras, isto é, às sociedades controladoras que têm por objeto exclusivo participar, como sócias ou acionistas, do capital social de outras sociedades pequenas, médias ou grandes.

Ademais, como no Brasil o controle das companhias abertas é, em sua imensa maioria, majoritário, a propriedade, o controle e a administração das companhias abertas também são detidos por uma pessoa ou grupo familiar, de que são exemplos marcantes os grupos econômicos Votorantim, Gerdau, Odebrechet, Camargo Correa etc.

Quando, no país, o controle é minoritário, ainda assim o controle e a administração são exercidos por uma mesma pessoa, salvo quando o controle é compartilhado entre investidores institucionais, em que a administração é delegada a profissionais por eles escolhidos.

Em consequência, é lícito afirmar que, no país, na imensa maioria das sociedades anônimas, inclusive nas companhias abertas, propriedade, controle e administração se confundem, exercendo o proprietário da maioria das ações com direito de voto influência dominante nas assembleias-gerais, no conselho de administração e na diretoria executiva, como presidente do conselho de administração ou como diretor presidente ou, até mesmo, como presidente do conselho de administração e diretor presidente, cargos que muitas vezes acumula.

Por fim, pelo menos por enquanto, não vingou, entre nós, a prática do *proxy machinery*, isto é, da outorga de procurações para os administradores votarem como representantes de acionistas e se perpetuarem no poder, talvez em virtude do fato incontestável de as ações ordinárias das companhias abertas não serem ainda largamente dispersas no mercado.

173. DIREITOS, PODERES E DEVERES DO ACIONISTA CONTROLADOR NA LSA

É curial que o controlador tenha direito de voto, direito de preferência para subscrição de ações, direito de participar dos lucros sociais, dentre muitos outros direitos, conforme demonstrado nos itens 192 e seguintes *infra*.

E, como assinalado, tem poderes, protegidos por lei, que lhe asseguram uma “influência dominante” no planejamento e execução dos negócios sociais.

Acrescente-se, porém, que o controlador tem, outrossim, deveres, diz o art. 116, parágrafo único, da LSA, “com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos deve lealmente respeitar e atender”, o que levou parte da doutrina a definir o poder de controle como um “poder-dever”, elucidando, a propósito, Fábio Konder Comparato:

O titular do poder de controle exerce, efetivamente, como sustentou Champaud, a disposição dos bens alheios e, por isso mesmo, essa “propriedade, sob a forma de empresa” não somente tem uma função social, mas é uma função social. A atividade empresarial deve ser exercida pelo empresário nas sociedades mercantis, não no interesse próprio, mas no interesse social, isto é, de todos os sócios *uti socii*. Trata-se, portanto, de um poder-dever, a meio caminho entre o *ius* e o *múnus*¹⁰⁹.

Fiel a esta doutrina, tratarei, neste capítulo, dos poderes do acionista controlador, para, depois, abordar os seus direitos especiais.

§ 2º

Poderes do Acionista Controlador

(A) – Poder de dirigir e fiscalizar os negócios sociais

174. SIGNIFICADOS DA PALAVRA CONTROLE

A palavra controle significa “verificar”, “superintender”, “inspecionar”, “fiscalizar” e, também, “comandar”, “dirigir”, “mandar”, “governar”, “chefiar”,

109. Ob. cit., p. 131. Fábio Konder Comparato, na p. 363, qualifica, ainda, o poder de controle como um “direito-função”.

“liderar”, “influenciar”, razão pela qual a LSA confere ao controlador o poder de dirigir os negócios sociais, o poder de fiscalizá-los e o poder de influenciar os administradores da companhia, limitado, todavia, pelo dever de agir com lisura, transparência e lealdade, sob pena de incorrer nas penas aplicáveis às hipóteses de abuso do poder de controle.

Relembre-se, a propósito, que a Instrução CVM nº 323, de 19/01/2000, ao definir as hipóteses de exercício abusivo do poder de controle, dispõe:

Art. 1º São modalidades de exercício abusivo do poder de controle de companhia aberta, sem prejuízo de outras previsões legais ou regulamentares, ou de outras condutas assim entendidas pela CVM:

I – a denegação, sob qualquer forma, do direito de voto atribuído, com exclusividade, por lei, pelo estatuto ou por edital de privatização, aos titulares de ações preferenciais ou aos acionistas minoritários, por parte de acionista controlador que detenha ações da mesma espécie e classe das votantes;

II – a realização de qualquer ato de reestruturação societária, no interesse exclusivo do acionista controlador;

III – a alienação de bens do ativo, constituição de ônus reais, a prestação de garantias, bem como a cessação, a transferência ou a alienação, total ou parcial, de atividades empresariais, lucrativas ou potencialmente lucrativas, no interesse preponderante do acionista controlador;

IV – a obtenção de recursos através de endividamento ou por meio de aumento de capital, com o posterior empréstimo desses recursos, no todo ou em parte, para sociedades sem qualquer vínculo societário com a companhia, ou que sejam coligadas ao acionista controlador ou por ele controladas, direta ou indiretamente, em condições de juros ou prazos desfavoráveis relativamente às prevalentes no mercado, ou em condições incompatíveis com a rentabilidade média dos ativos da companhia;

V – a celebração de contratos de prestação de serviços, inclusive de gerência e de assistência técnica, com sociedades coligadas ao acionista controlador ou por ele controladas, em condições desvantajosas ou incompatíveis às de mercado;

VI – a utilização gratuita, ou em condições privilegiadas, de forma direta ou indireta, pelo acionista controlador ou por pessoa por ele autorizada, de quaisquer recursos, serviços ou bens de propriedade da companhia ou de sociedades por ela controladas, direta ou indiretamente;

VII – a utilização de sociedades coligadas ao acionista controlador ou por ele controladas, direta ou indiretamente, como intermediárias na compra e venda de produtos ou serviços prestados junto aos fornecedores e clientes da companhia, em condições desvantajosas ou incompatíveis às de mercado;

VIII – a promoção de diluição injustificada dos acionistas não controladores, por meio de aumento de capital em proporções quantitativamente desarrazoadas, inclusive mediante a incorporação, sob qualquer modalidade, de sociedades coligadas ao acionista controlador ou por ele controladas, ou da fixação do preço de emissão das ações em valores substancialmente elevados em relação à cotação de bolsa ou de mercado de balcão organizado;

IX – a promoção de alteração do estatuto da companhia, para a inclusão do valor econômico como critério de determinação do valor de reembolso das ações dos acionistas dissidentes de deliberação da assembleia-geral, e a adoção, nos doze meses posteriores à dita alteração estatutária de decisão assemblear que enseje o direito de retirada, sendo o valor do reembolso menor ao que teriam direito os acionistas dissidentes se considerado o critério anterior;

X – a obstaculização, por qualquer modo, direta ou indiretamente, à realização da assembleia-geral convocada por iniciativa do conselho fiscal ou de acionistas não controladores;

XI – a promoção de grupamento de ações que resulte em eliminação de acionistas, sem que lhes seja assegurada, pelo acionista controlador, a faculdade de permanecer integrando o quadro acionário com, pelo menos, uma unidade nova de capital, caso esses acionistas tenham manifestado tal intenção no prazo estabelecido na assembleia-geral que deliberou o grupamento;

XII – a instituição de plano de opção de compra de ações, para administradores ou empregados da companhia, inclusive com a utilização de ações adquiridas para manutenção em tesouraria, deixando a exclusivo critério dos participantes do plano o momento do exercício da opção e sua venda, sem o efetivo comprometimento com a obtenção de resultados, em detrimento da companhia e dos acionistas minoritários;

XIII – a compra ou a venda de valores mobiliários de emissão da própria companhia, de forma a beneficiar um único acionista ou grupo de acionistas;

XIV – a compra ou a venda de valores mobiliários em mercado, ou privadamente, pelo acionista controlador ou pessoas a ele ligadas, direta ou indiretamente, sob qualquer forma, com vistas à promoção, pelo acionista controlador, do cancelamento do registro de companhia aberta;

XV – a aprovação, por parte do acionista controlador, da constituição de reserva de lucros que não atenda aos pressupostos para essa constituição, assim como a retenção de lucros sem que haja um orçamento que, circunstanciadamente, justifique essa retenção.

Ademais, a Instrução CVM nº 319, de 03/12/1999, que trata das operações de incorporação, fusão e cisão envolvendo companhia aberta, alterada pelas Instruções CVM nº 320/99 e 349/2001, estabelece:

Art. 15. Sem prejuízo de outras disposições legais ou regulamentares, são hipóteses de exercício abusivo do poder de controle:

I – o aproveitamento direto ou indireto, pelo controlador, do valor do ágio pago na aquisição do controle de companhia aberta no cálculo da relação de substituição das ações dos acionistas não controladores, quando de sua incorporação pela controladora, ou nas operações de incorporação de controladora por companhia aberta controlada, ou de fusão de controladora com controlada;

II – a assunção, pela companhia, como sucessora legal, de forma direta ou indireta, de endividamento associado à aquisição de seu próprio controle, ou de qualquer outra espécie de dívida contraída no interesse exclusivo do controlador;

III – o não reconhecimento, no cálculo das relações de substituição das ações dos acionistas não controladores estabelecidas no protocolo da operação, da existência de espécies e classes de ações com direitos diferenciados, com a atribuição de ações, com direitos reduzidos, em substituição àquelas que se extinguirão, de modo a favorecer, direta ou indiretamente, uma outra espécie ou classe de ações;

IV – a adoção, nas relações de substituição das ações dos acionistas controladores, da cotação de bolsa das ações das companhias envolvidas, que não integrem índices gerais representativos de carteira de ações admitidos à negociação em bolsas de futuros;

V – a não avaliação da totalidade dos dois patrimônios a preços de mercado, nas operações de incorporação de companhia aberta por sua controladora, ou desta por companhia aberta controlada, e nas operações de fusão entre controladora e controlada, para efeito da comparação prevista no art. 264 da Lei nº 6.404/1976 e no inciso VI do art. 2º desta Instrução; e

VI – a omissão, a inconsistência ou o retardamento injustificado na divulgação de informações ou de documentos que tenha sido postos à disposição do controlador ou por ele utilizados no planejamento, avaliação, promoção e execução de operações de incorporação, fusão, ou cisão envolvendo companhia aberta.

Observe-se, outrossim, que a enumeração do § 1º do art. 117 da LSA é apenas exemplificativa, conforme Parecer CVM/SJU nº 022/80 e acórdão do Superior Tribunal de Justiça, no REsp. nº 798.264-SP, Rel. para acórdão Min. Nancy Andrighi, julgado em 06/02/2007:

O § 1º do art. 117, da Lei das Sociedades Anônimas enumera as modalidades de exercício abusivo de poder pelo acionista controlador de forma apenas exemplificativa. Doutrina. A Lei das Sociedades Anônimas adotou padrões amplos no que tange aos atos caracterizadores de exercício abusivo de poder pelos acionistas controladores, porquanto esse critério normativo permite ao juiz e às autoridades administrativas, como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), incluir outros atos lesivos efetivamente praticados pelos controladores.

- **(B)** – Poder de influenciar os administradores da companhia

175. OPINIÃO DE BERLE E MEANS

Berle e Means declaram que “o controle, em última análise, pode atuar em três hipóteses”, sendo uma delas a de “influenciar ou induzir os diretores

no exercício de suas funções e poderes¹¹⁰, jamais, porém, determina o art. 117, § 1º, alínea *e*, da LSA, a de “induzir, ou tentar induzir o administrador ou fiscal a praticar ato ilegal, ou, descumprindo seus deveres definidos nesta lei e no estatuto, promover, contra o interesse da companhia, sua ratificação pela assembleia-geral”, ou em violação do dever de lealdade.

A respeito da violação do dever de lealdade, o Parecer CVM/SJU nº 034/79 deixa patente:

Tratando-se de reiterado descumprimento de contratos por parte do acionista controlador, tendo por objeto a companhia e como outra parte contratante acionista da mesma companhia, caracteriza-se infração do acionista controlador ao dever de lealdade estabelecido no parágrafo único do art. 116 da Lei nº 6.404, dando ensejo a instauração de inquérito para aplicação de penalidades por parte da CVM.

■ (C) – Poder de orientar o funcionamento da companhia

176. ART. 116, ALÍNEA B, PARTE FINAL, DA LSA

A LSA, no art. 116, alínea *b*, deixa claro que o acionista controlador tem o poder de “orientar o funcionamento dos órgãos da companhia”, aduzindo o seu parágrafo único, explicitamente, que o deve fazer “com o fim de a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social” e, implicitamente, que deve agir com dignidade e boa-fé, sob pena de responder, civil e administrativamente, por abuso do poder de controle, consoante anota o Parecer CVM/SJU nº 088/82.

CASO CONCRETO

“O abuso de poder de controle, segundo a Lei nº 6404/1976, só se verifica quando o diretor ou acionista controlador excede os limites das necessidades do exercício de sua atividade ou pratica atos com desvio de sua finalidade para prejudicar a sociedade, sócios ou terceiros” (TJRJ, 2ª Câmara, AC. 5740/92, Rel. Des. Lindberg Montenegro, j. 18/05/1993).

■ (D) – Poder de dirigir a companhia

177. ART. 116, CAPUT, ALÍNEA B, PARTE INICIAL, DA LSA

A LSA, no art. 116, alínea *b*, ao definir a figura do controlador, atribui-lhe o poder de “dirigir as atividades sociais”, por óbvio indiretamente, pois o faz

110. A. Berle e G. Means, *The modern corporation and Private Property*, New York, 1932, apud Alfredo Lamy Filho, “O Acionista Controlador na Nova Lei de S.A.”, in *Temas de S.A.* cit., p. 155/156.

através dos órgãos administrativos da companhia, eleitos na forma da lei, razão pela qual Champaud destaca que “o exercício do controle se confunde praticamente com a administração da sociedade anônima”¹¹¹.

CASO CONCRETO

“O poder de controle é o poder de decidir, em última instância, a atividade empresarial. Em direito societário, a noção de poder de controle está associada à ideia de dominação vertical, que se estabelece de cima para baixo. Quando se trata do poder de controle de uma sociedade sobre a outra, a dominação vem de fora, de uma outra estrutura que impõe sua vontade na assembleia da sociedade dominada: *‘Exercer le controle sur une société, c’est la soumettre à la dépendance d’une centre de décision qui lui est extérieur’*. Juridicamente, esse poder vem representado por ações, cuja aquisição equivale à sua transferência” (Proc. Adm. CVM RJ 2006/6209, Reg. N. 5256/2006, Rel. Diretor Wladimir Castelo Castro, j. 25/09/2006).

- (E) – Poder de adotar políticas e tomar decisões de cunho administrativo

178. ART. 116, PARÁGRAFO ÚNICO, C.C. ART. 117, § 1º, ALÍNEA C, DA LSA, A CONTRARIO SENSU

O acionista controlador tem o poder de adotar políticas e tomar decisões de cunho administrativo, que tenham por finalidades o interesse da companhia, a produção de lucros, beneficiar minoritários, preferencialistas, empregados, investidores em valores mobiliários emitidos pela sociedade e a comunidade em que a sociedade atua, deixando claro a Instrução CVM nº 131, de 17/09/1990, que o descumprimento do art. 117 e seus parágrafos da LSA é considerado infração grave, ensejando a aplicação das penalidades previstas nos incisos III e VI do art. 11 da Lei nº 6.385, de 1976.

- (F) – Poder de fiscalizar a atuação dos órgãos da companhia

179. ART. 116, ALÍNEA B, DA LSA, POR EXTENSÃO ANALÓGICA

O acionista controlador tem o poder de fiscalizar o exercício das funções do conselho de administração, da diretoria executiva e dos órgãos fiscal e técnicos da companhia com o fim de verificar se estão seguindo à risca a orientação imprimida por eles na forma do art. 116, alínea b, da LSA.

111. *Apud* Alfredo Lamy Filho, “O Acionista controlador na Nova Lei de S.A.”, in *Temas de S.A.* cit., p. 154.

■ (G) – Poder de eleger a maioria dos administradores
 180. ART. 116, ALÍNEA A, DA LSA

O acionista controlador tem o poder de eleger a maioria dos membros do conselho de administração da companhia nas assembleias-gerais de acionistas, sendo-lhe vedado, todavia, sob pena de responder por abuso de poder, escolher pessoa “que sabem inapta, moral ou tecnicamente” (art. 117, § 1º, alínea d, da LSA).

■ (H) – Poder de fixar a remuneração dos administradores
 181. ART. 152 DA LSA

O acionista controlador tem o poder de fixar, na assembleia-geral, a remuneração dos administradores “tendo em conta as suas responsabilidades, o tempo dedicado às suas funções, sua competência e reputação profissional e o valor dos seus serviços no mercado”.

■ (I) – Poder de aprovar as contas dos administradores
 182. ART. 117, § 1º, ALÍNEA G, DA LSA, A CONTRARIO SENSU

O acionista controlador tem o poder de aprovar as contas dos administradores, prestadas através de relatório circunstanciado e completo sobre os negócios sociais e os principais fatos do exercício findo e das demonstrações financeiras, após cotejá-las com o parecer dos auditores independentes, se houver, e com o parecer do conselho fiscal, inclusive votos dissidentes, se houver.

■ (J) – Poder de deixar de apurar denúncia contra administrador ou fiscal

183. ART. 117, § 1º, ALÍNEA G, DA LSA, A CONTRARIO SENSU

O acionista controlador tem o poder de deixar de apurar denúncia contra administrador ou fiscal que saiba infundada, para não comprometer a honra e a reputação do denunciado e não criar embaraços ao desenvolvimento dos negócios sociais.

■ (K) – Poder de promover alteração estatutária
 184. ART. 117, § 1º, ALÍNEA C, DA LSA

O acionista controlador tem o poder de promover alteração estatutária, para, por exemplo, incorporar, ao estatuto social, normas claras e peremptórias de

governança corporativa, tais como as que (a) estabeleçam a transparência das informações e da atuação dos administradores da companhia, regidas pelo princípio da eticidade e da moralidade, bem como pelos princípios da independência dos administradores e de sua responsabilidade; (b) permitam o ativismo societário e a proteção ao acionista minoritário; (c) garantam tratamento equitativo entre os acionistas; e (d) destaquem a função social da empresa.

- (L) – Poder de promover a ratificação, pela assembleia-geral de acionistas, de ato ou negócio jurídico válido

185. ART. 117, § 1º, ALÍNEA E, DA LSA, A CONTRARIO SENSU

O acionista controlador tem o poder de promover a ratificação, pela assembleia de acionistas, de ato ou negócio jurídico válido, praticado por administrador ou fiscal em benefício e no interesse da companhia.

- (M) – Poder de cancelar o registro de companhia aberta

186. ART. 257 E S. C.C. ARTS. 4º E 4º-A DA LSA

O acionista controlador tem o poder de cancelar o registro de companhia aberta e fechar o capital social através da realização de oferta pública para aquisição da totalidade das ações da companhia em circulação no mercado, cumprindo observar que a oferta pode ser formulada também pela própria companhia ou por sociedade que o controlador comande, direta ou indiretamente.

A oferta pública de aquisição deve ser por preço justo, fixado por empresa especializada, apurado com base nos critérios, adotados de forma isolada ou combinada, de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos, de cotação das ações no mercado de valores mobiliários, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, assegurada a revisão do valor da oferta, em conformidade com o disposto no art. 4º-A.

Consoante aguda análise de Modesto Carvalhosa,

a decisão sobre a abertura ou fechamento de capital de uma companhia é de caráter eminentemente empresarial, privado, cabendo unicamente aos seus acionistas controladores decidir sobre as vantagens e desvantagens de abrir o capital da companhia, de mantê-la em tal situação ou de proceder ao cancelamento do registro de companhia aberta. Daí decorre não ao Estado, por intermédio da agência reguladora do mercado de capitais, intervir ou opinar sobre o mérito da decisão empresarial de abrir ou de fechar o capital da companhia¹¹².

112. Ob. cit., 5. ed., v. 1, p. 72.

Por fim, o § 5º do art. 4º da LSA dispõe que,

terminado o prazo da oferta pública fixado na regulamentação expedida pela Comissão de Valores Mobiliários, se remanescerem em circulação menos de 5% (cinco por cento) do total das ações emitidas pela companhia, a assembleia-geral poderá deliberar o resgate dessas ações pelo valor da oferta de que trata o § 4º, desde que deposite em estabelecimento bancário autorizado pela Comissão de Valores Mobiliários, à disposição dos seus titulares, o valor de resgate, não se aplicando, nesse caso, o disposto no § 6º, do art. 44.

■ **(N)** – Poder de desistir do cancelamento do registro da companhia aberta

187. ART. 5º, § 6º, DA INSTRUÇÃO CVM Nº 361, DE 2002

O acionista controlador tem o poder de desistir do cancelamento do registro da companhia aberta caso, realizada nova avaliação da companhia, seja apurado valor superior ao da oferta pública.

■ **(O)** – Poder de reestruturar a companhia

188. ART. 117, § 1º, ALÍNEA B, DA LSA

O acionista controlador tem o poder de reestruturar a companhia através de sua transformação, incorporação, fusão ou cisão, para mantê-la competitiva e rentável, observadas as regras cogentes dos arts. 220 e seguintes da LSA e garantido o direito de recesso previsto no art. 137 da LSA.

■ **(P)** – Poder de promover a emissão de valores mobiliários

189. ART. 117, § 1º, ALÍNEA B, DA LSA

O acionista controlador tem o poder de promover a emissão de valores mobiliários, que são, nos termos do art. 2º da Lei nº 10.303, de 2001: “1 – as ações, debêntures e bônus de subscrição; 2 – os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários acima referidos (o inciso II do art. 1º faz remissão equivocada ao próprio inciso II, quando deveria ser ao I); 3 – os certificados de depósito de valores mobiliários; 4 – as cédulas de debêntures; 5 – as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; 6 – as notas comerciais; 7 – os contratos de futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; 8 – outros contratos

derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e 9 – quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante da prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.”

- **(Q)** – Poder de promover a liquidação da companhia

190. ART. 117, § 1º, ALÍNEA B, DA LSA, A CONTRARIO SENSU

O acionista controlador tem o poder de promover a liquidação da companhia que se mostre incapaz de realizar o seu objeto e cumprir sua função social, de forma a evitar que ela entre em colapso financeiro e conseqüente ruína, o que pode ocorrer quando, por exemplo, uma empresa, embora com tradição e liderança no mercado, não acompanha a evolução científica e tecnológica das últimas décadas, de que, para mim, é exemplo marcante a Remington, líder mundial, absoluta e incontestada, na fabricação e venda de máquinas de datilografia, que desapareceu porque não percebeu e reagiu às mudanças provocadas pela Era da Informação.

- **(R)** – Poder de celebrar contratos comutativos com a companhia

191. ART. 117, § 1º, ALÍNEA F, DA LSA, A CONTRARIO SENSU

O acionista controlador tem o poder de celebrar contratos comutativos com a companhia, diretamente ou através da sociedade na qual tenha participação, desde que em condições comutativas e no interesse da companhia da qual detem o poder de comando.