

Edições Anteriores

2ª edição – 1977
3ª edição – 1983
4ª edição – 2005
4ª edição – 2005 – 2ª tiragem

FÁBIO KONDER COMPARATO
CALIXTO SALOMÃO FILHO

**O PODER DE CONTROLE
NA
SOCIEDADE ANÔNIMA**

5ª Edição



Rio de Janeiro
2008

Nota de Texto 50 O aspecto negativo – já destacado (cf. *supra* Nota de Texto 20) – está na despreocupação com as escaladas acionárias capazes de permitir a aquisição de controle minoritário em grandes empresas de razoável diluição acionária. O efeito, repete-se, até paradoxal é que exatamente essas grandes empresas de acionariado disperso terão sua liquidez reduzida e, conseqüentemente, maior dificuldade em ver no mercado de capitais fonte efetiva de recursos.

Essas regras inserem-se dentro da já mencionada postura realista e fatalista da lei societária em relação ao poder econômico e ao poder de controle societário, que ora se pretende desnudar e criticar.

Capítulo V

A CESSÃO DE CONTROLE ACIONÁRIO

81. Eis um tema polêmico, ferindo problema de relevo na evolução do direito acionário. É curial, portanto, proceder metodicamente e procurar, tanto quanto possível, expor a questão na multiplicidade de aspectos e problemas que suscita, de modo a se evitarem os unilateralismos de apreciação. Como advertiu sabiamente Claude Champaud, “os problemas nascidos da cessão de controle ainda não são todos conhecidos; poucos são perfeita e fundamentalmente analisados. Um largo campo de ação abriu-se, assim, à prática; ela não esgotou todas as suas possibilidades. Um vasto setor de reflexão ofereceu-se, por igual, à doutrina. Estamos num desses domínios privilegiados onde, encontrando-se as coisas em seu começo, a pesquisa jurídica deve exercer-se livremente, fora dos uncasses doutrinários, dos caminhos vazios da rotina e das jurisprudências por demais constantes para serem convincentes”.¹ Seria ainda preciso acrescentar, para o nosso meio, que o tratamento da complexa problemática da cessão de controle se encontra em tal estado embrionário que a doutrina hesita em lançar os seus habituais uncasses, e a jurisprudência é quase que totalmente desprovida de precedentes. Razões de sobra, pensamos nós, para empreender a discussão do tema em seu conjunto, tanto mais que o legislador, sob a pressão dos interesses contraditórios, resolveu intervir na matéria.

O que suscita a polêmica e acende as paixões é, sem dúvida, o caráter, geralmente secreto, das negociações de cessão de controle e a magnitude dos valores patrimoniais em causa. A imaginação pública deixa-se, facilmente, excitar pelos rumores, e os acionistas, que não foram partes no negócio, sentem-se frustrados e até lesados em suas expectativas, depois de concluída a cessão. O pequeno investidor, como disse pitorescamente

¹ C. Champaud, *Nouvelles Techniques de Concentration*, cit., p. 140.

Mignoli, revolta-se pelo fato de ter sido excluído do banquete, tanto mais lauto quanto mais prolongado foi o seu jejum de dividendos.² Sem falar daqueles casos aberrantes, em que os controladores e diretores da companhia, cujo controle é cedido, passam a comprar por baixo preço, antes do negócio, as ações dos acionistas incautos, para revendê-las, em seguida, pelo preço da cessão.

Quanto aos trabalhadores, por outro lado, ninguém ainda conseguiu despertá-los de sua atimia, pois não chegaram a formar uma consciência nítida dos seus legítimos interesses na questão.³

Corre-se, nessas condições, o risco de se enfrentar o problema unicamente com base em interesses acionários, como se a sociedade anônima funcionasse em compartimento estanque, desligada da empresa que explora e da coletividade nacional em que se insere.

Nota de Texto 51 É preciso tentar observar apropriadamente esses vários interesses na alienação de controle dentro de uma perspectiva teórica.

Para tanto é necessário de início classificar os interesses envolvidos.

O primeiro grupo de interesses a ser analisado é o externo.

Pergunta-se: qual é ou quais são os interesses externos dignos de tutela durante a aquisição do controle?

Dentro dos interesses chamados externos mencionados, quase intuitivamente, o interesse público em geral. Também esse termo merece especificação. Pode-se em primeiro lugar imaginar a existência de um interesse público em geral na manutenção de um livre mercado

de aquisições de companhias. Para os defensores dessa linha liberal, todos, acionistas, trabalhadores e investidores, seriam beneficiados pela alocação ótima dos fatores proporcionada pela existência de um livre mercado de participações acionárias. Segundo essa mesma linha, admitir que algum órgão societário, em especial a administração, possa tentar impedir alienações de controle implicaria aumentar os custos da operação e torná-la inconveniente em toda uma série de casos nos quais a perspectiva de lucro se torne menor que os custos da operação. Chega-se a afirmar inclusive que todas as normas que implicassem custos indiretos para o adquirente, como as que impõem ônus de publicidade e divulgação, seriam pouco eficientes em termos de otimização da alocação de recursos.⁴

As tais afirmações, baseadas nos pressupostos juspóliticos específicos dos quais parte a Escola de Chicago, pode-se opor que a contínua sujeição da empresa a ataques impede a programação e utilização dos recursos para investimentos a longo prazo. E são exatamente tais investimentos os mais úteis para a economia como um todo.

O segundo grupo de interesses é também o mais relevante, por ser independente de qualquer tipo de pressuposto juspólitico. Tal grupo é constituído pelos interesses internos, que por sua vez podem ser divididos em dois grupos de interesses básicos: o dos acionistas e o dos trabalhadores. A divisão supra não indica um necessário antagonismo ou diversidade de interesses. De um lado, o interesse dos trabalhadores inclui o interesse à manutenção da empresa. De outro, o interesse dos acionistas minoritários não pode ser avaliado de maneira unívoca.

Devem-se diferenciar basicamente dois tipos de minoritário: o minoritário *especulador*, interessado no lucro a curto prazo e para o qual é tendencialmente suficiente o sobrepreço oferecido pelo potencial adquirente, e o minoritário *investidor*, interessado na manutenção de sua

2. A. Mignoli, "Vecchio e Nuovo nel Diritto Societario", *Rivista del Notariato*, 1973, p. 1.054.

3. Na França, a Corte de Cassação julgou que a cessão de controle é uma questão que entende com "a organização, a gestão e a andamento geral da empresa" no sentido do disposto no artigo 432-4 do Código do Trabalho. Decidiu, em consequência, que o presidente-diretor geral da companhia cujo controle fora cedido, ao deixar de informar do fato ao *comité d'entreprise*, cometeu o crime de *entrave au fonctionnement du comité* (RTDC, 1979, nº 2, p. 263).

Igualmente, na Holanda, a comissão de fábrica (*ondernemingsraad*) deve ser ouvida, preliminarmente à realização de um negócio de cessão de controle "da empresa ou de parte dela" (cf. P. Sanders, *Dutch Company Law*, cit., p. 229).

4. Cf. R. A. Posner, *Economic Analysis of Law*, 2ª ed., Boston-Toronto, 1977, pp. 303 e ss.

posição acionária e nos dividendos que a sociedade pode proporcionar a longo prazo.

Esse último minoritário tem um interesse muito semelhante ao dos trabalhadores que ao do minoritário especulador. Seu interesse é basicamente a manutenção da empresa e o investimento produtivo, não sendo portanto minimamente tutelado por qualquer regra ou interpretação que venha a ele estender o sobrepreço pago pelo controlador.

A pergunta que se coloca é: em que medida e de que forma os interesses desses grupos são tuteláveis quando da alienação de controle? Poder-se-ia argumentar, por exemplo, que os acionistas que desejam permanecer na sociedade são protegidos pelas regras societárias a respeito da proteção dos minoritários, não necessitando de proteção especial quando da alienação de controle.

Tal tipo de afirmação traduz uma confusão entre o interesse do minoritário enquanto tal e o seu interesse enquanto co-titular do interesse social. O interesse social, como fórmula genérica, requer definição não somente do ponto de vista objetivo, mas também do subjetivo: minoritários investidores e trabalhadores são co-titulares do interesse à manutenção da empresa enquanto forma de manter a organização produtiva mais adequada. Assim, quando se fala em tutela dos interesses dos minoritários e trabalhadores na alienação de controle, quer-se significar ambos os grupos enquanto co-titulares do interesse social. O interesse dos dois grupos, enquanto tais, pode ser protegido por regras específicas de direito societário e trabalhista após e apesar da alienação de controle.⁵ No entanto o seu interesse enquanto co-titulares do interesse social deve ser protegido no mo-

mento da aquisição, na medida em que essa ponha em risco a preservação da organização produtiva.

A casuística relativa à concreta periclitação do interesse social através de uma alienação de controle é muito expressiva. Imagine-se o caso de tentativa de aquisição de controle proveniente de pessoas cuja ligação ao nome da empresa pode ser negativo do ponto de vista comercial. A tentativa do crime organizado de adquirir poderio financeiro através de aquisições de controle é realidade de nossos dias. As conseqüências, danosas para a reputação da sociedade perante o mercado, são também inegáveis.⁶ Não seria lícito aos administradores pôr em moto técnicas de defesa?

Ou imagine-se o caso, não pouco freqüente, de aquisição financiada por terceiros em que há o razoável temor de que o adquirente não disponha de meios suficientes para fazer frente aos débitos e venha a utilizar-se do patrimônio social para cobri-los — nesse caso o prejuízo patrimonial dos minoritários é evidente. Essa última hipótese se insere na casuística mais ampla de realização com a sociedade de negócios lesivos ao seu patrimônio.⁷ Pode-se finalmente cogitar do caso de aquisição por concorrente, em que os planos do adquirente são inserir a sociedade adquirida em uma estrutura grupal, em que perderá valor o seu interesse social em função do interesse de grupo.⁸

5

Com relação especificamente aos interesses dos trabalhadores, tem-se proposto a obrigação de discussão dos planos do novo adquirente com os representantes dos trabalhadores, desde que esses planos envolvam modificações relevantes para os mesmos (como perda de empregos etc.). Em caso de divergência tem-se até sugerido o recurso a um Tribunal arbitral, sempre porém sem qualquer interferência na negociação do controle em si — cf. P. Behrens, "Rechtliche Grundsatzenfragen zu einer europäischen Regelung für Übernahmeargebote", in *ZGR* 1975, pp. 433-449.

6 Nesse sentido, H. J. Mertens, "Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, vol. 2, § 76, *Rdn* 26.

7 V. H. J. Mertens, "Kölner Kommentar zum Aktiengesetz", cit., *Rdn* 26.

8 V., em especial, dois casos que deram ensejo a interessantes debates sobre o tema, Pirelli — Continental AG e Vodafone Air-Touch — Mannesmann. Em ambos os casos, a oferta de aquisição do controle de empresas alemãs se deu de forma hostil, contra a vontade de administradores e trabalhadores das empresas. As preocupações de administradores e trabalhadores, nos dois casos, diferiam daquelas dos acionistas, referentes ao valor de venda de suas ações ao grupo estrangeiro adquirente. Intensas discussões foram travadas a respeito do modelo renano de capitalismo e da estrutura orgânica empresarial alemã, essencialmente diversa daquela adotada pelo modelo anglo-saxão. Para administradores e trabalhadores, a polémica sobre a alienação do controle não girava em torno do "por quanto" vender, mas, sim, "como" vender a empresa, e em que medida o

Mais do que tudo, essa casuística demonstra que a questão da alienação de controle está longe de ser de interesse exclusivo do alienante e adquirente. É fundamental para a sociedade anônima e todos os interesses por ela envolvidos.

É escusado dizer que esse alargamento do debate a outros centros de interesse não encanta os eventuais cedentes ecessionários do controle, em vista das notórias vantagens que resultam do negócio, para ambas as partes.

controle por grupos estrangeiros afetaria a participação de administradores e trabalhadores na gestão empresarial. T. Baums, em palestra apresentada no Fórum de Governança Corporativa de Estocolmo, em dezembro de 1993, demonstrou de forma clara como a Alemanha abertamente defende seu modelo de gestão empresarial: "The attack launched by Italy's Pirelli on the German tire maker Continental AG has been wanted off successfully by the support of German banks and the government of a Federal State (...). German industry as well as our government has always, until today, blocked plans of the EC-Commission to introduce legislation that would ease hostile takeovers. The debate whether and under what conditions hostile takeovers should be permitted is still continuing" (T. Baums, "Corporate Governance in Germany – system and recent developments") in *Aspects of Corporate Governance*, Estocolmo, eds. Isaksson, M. & Skog, R., Juristoförlaget, 1994. Em novembro de 1999, o debate voltou à cena com a aquisição hostil da Mannesmann pela inglesa Vodafone AirTouch. Houve forte rejeição à oferta feita pela Vodafone por parte dos sindicatos de trabalhadores alemães e conselhos de trabalhadores da Mannesmann. Seu objetivo era a defesa da cultura empresarial alemã baseada no envolvimento dos empregados na gestão empresarial, tendo a classe trabalhadora recebido forte apoio dos principais partidos políticos da Alemanha. A reação da Vodafone foi uma campanha para obter a aceitação da sociedade alemã e a simpatia da classe trabalhadora. Em 24 de novembro, o presidente da Vodafone, Chris Gent divulgou carta aberta aos trabalhadores da Mannesmann, publicando nos principais jornais alemães, afirmando que: i) a fusão não resultaria em demissões; ii) os direitos dos empregados, sindicatos e conselhos de trabalhadores seriam plenamente reconhecidos e que o sistema de participação dos trabalhadores na gestão da Mannesmann seria mantido; iii) a geração de futuros empregos favoreceria a região em que estava instalada a Mannesmann; iv) as tradicionais divisões industriais da Mannesmann seriam separadas em companhias independentes sob a supervisão da administração atual, e decidida pelo corpo executivo e de supervisão da Mannesmann; e v) seria mantida divisão clara e independência entre a Mannesmann e o grupo Vodafone. Ao final do processo, a empresa acabou por ser vendida à Vodafone, tendo havido acordo entre os administradores das duas empresas e sugestão por parte dos administradores da Mannesmann a seus acionistas no sentido de aceitar a oferta. Passados alguns anos, no entanto, a realidade demonstrou que a maioria dos pontos referidos na carta não foi cumprido, tendo sido as atividades da Mannesmann fortemente reduzidas pelo novo adquirente.

O cedente, em primeiro lugar, não fica insensível à possibilidade de se apropriar, com exclusividade, do valor econômico do controle, sobretudo quando se considera o fato de que nos demais negócios de concentração de empresas – a incorporação, a fusão ou a cessão de acervo empresarial – esse valor de controle não aparece, ou se dilui entre todos os acionistas. Essa perspectiva de lucro extraordinário era, até há alguns anos, sedutora, pois anteriormente ao Decreto-Lei nº 1.510, de 27.12.1976, a apropriação desse lucro não acarretava incidência do imposto de renda para a pessoa física cedente, com base no princípio da não-tributação dos "ganhos de capital".

Para o cessionário, igualmente, as vantagens não são desprezíveis. No estágio atual do nosso direito, os acionistas dissidentes da companhia, cujo controle foi cedido, não têm o direito de recesso, que não lhes poderia ser recusado se se tratasse de uma incorporação ou de uma fusão. Por outro lado, o procedimento de uma cessão de controle assegura as vantagens apreciáveis de rapidez e sigilo, quando comparado com as demais formas de concentração de empresas. O cessionário tem, diante de si, um só ou alguns interessados apenas, e a equação dos problemas a serem resolvidos aparece, por conseguinte, extraordinariamente simplificada. A formalização do negócio faz-se por instrumento contratual e, salvo numa hipótese, sem necessidade de convocação de assembleias gerais.

Tudo isso concorre para o êxito da fórmula e também, contraditoriamente, para os ataques que vem sofrendo de modo repetido, nos últimos anos.

Propomo-nos, por razões de método, tratar o assunto em duas seções, analisando na primeira a estrutura e a qualificação do negócio, e discutindo na segunda a sua disciplina legal.

A) Estrutura e Qualificação do Negócio

82. Trata-se, evidentemente, de um contrato sinalagmático e comutativo. Na cessão de controle, como na de ações, ou na compra e venda, há somente duas partes, muito embora possa haver mais de dois sujeitos.⁹

9 Parte não se confunde com sujeito de direito, com pessoa. Como pólo subjetivo de uma relação jurídica, basta haver um centro de interesses, ao qual se imputam os efeitos dessa relação, sem que haja, necessariamente, personalização, ou unidade de titular. Assim, por exemplo, o espólio ou a massa falida são partes em relações jurídicas jurídicas ou extrajudiciais, de direito privado ou de direito público (relação tributária), sem

Até aí, nenhuma dívida parece possível.

Mas qual a prestação, ou o conteúdo da obrigação do cedente?

É nesse ponto que aparece a realidade específica do poder de controle societário, inconfundível com as próprias ações cedidas. A cessão de 51% das ações votantes de uma companhia difere da cessão de 49% dessas ações, não apenas por razões de ordem quantitativa, mas sobretudo pela diversidade qualitativa do objeto. Essa diferença de 2% não é apenas numérica, pois importa a alienação de outro bem econômico, diverso dos títulos acionários. No primeiro caso, aliena-se, com a maioria das ações votantes, o poder de decidir e comandar na sociedade, em última instância. Por isso mesmo, o preço unitário das ações cedidas, em tal caso, é muito diferente do que seria estipulado na segunda. Nesta última, leva-se em consideração, essencialmente, o valor de mercado das ações, a sua cotação bolsística e, secundariamente, o seu valor contábil. Ou seja, estima-se o valor dos títulos, considerados em si mesmos. No primeiro caso, ao contrário, o valor de Bolsa nem chega a ser levado em consideração pelas partes no negócio. A fixação do preço é feita em função do patrimônio da companhia emite,

serem pessoas jurídicas. Nos contratos bilaterais que interessam coisas objeto de condomínio, o conjunto dos condôminos (vários sujeitos, portanto) pode formar uma só parte, em relação ao co-contratante. Em matéria acionária, dispõe a lei que “quando a ação pertencer a mais de uma pessoa, os direitos por ela conferidos serão exercidos pelo representante do condomínio” (Lei nº 6.404/76, art. 28, parágrafo único); vale dizer, o conjunto dos condôminos constitui, perante a companhia, uma só parte.

Geralmente, o titular do interesse manifesta, diretamente ou por intermédio de representante, sua vontade própria no negócio. Aliás, o princípio geral de direito, nessa matéria, é de que somente o titular do interesse pode estipular sobre esse mesmo interesse, isto é, apenas ele está legitimado a agir em função do que é seu. Mas a lei contempla exceções ao princípio. Assim, admite-se a validade e eficácia das estipulações em favor de quem não participa do acordo de vontades gerador da relação obrigacional (Código Civil de 2002, arts. 436 e ss.). Aqui, o verdadeiro titular do interesse é, implicitamente, chamado “terceiro”. Em outras situações, como no contrato de comissão mercantil, o comissário age em nome próprio, mas por conta e no interesse do comitente (Código Civil de 2002, arts. 263 e ss., antes previstos no Código Comercial, arts. 165 e ss., revogados), verificando-se o chamado “mandato sem representação”. Em sentido contrário, é possível gerir negócio alheio sem autorização do interessado, “segundo o interesse e a vontade presumível” deste (Código Civil, arts. 861 e ss.), isto é, agindo-se como representante sem mandato.

Em todas essas hipóteses, verifica-se que o titular do interesse não coincide com aquele que age ou manifesta declaração de vontade negocial. Este último, autor ou co-autor do negócio jurídico, é parte em sentido formal; enquanto o verdadeiro titular do interesse é parte em sentido substancial.

independentemente do seu valor contábil, em função do setor em que se desenvolve a atividade empresarial; isto é, avalia-se a empresa.¹⁰

Nota de Texto 52 O preço de aquisição do controle de uma companhia aberta é normalmente determinado diretamente a partir das perspectivas futuras da empresa. A perspectiva de rentabilidade é avaliada de várias formas (como por exemplo, o método do fluxo de caixa descontado). Trata-se da forma mais compatível com a transferência do poder de dirigir a organização empresarial. Esse poder permite direcionar a atividade para seu escopo econômico. Nada mais correto portanto que atribuir ao controlador, na proporção das ações de que é titular, a perspectiva de rentabilidade da empresa – que é consequência exatamente do direcionamento dado à organização empresarial em função do exercício do poder de controle.

Dúvida maior surge quando ao controlador é atribuído o valor de um bem, material ou imaterial, de grande valor para o adquirente na sociedade.

Em primeiro lugar essa hipótese é de difícil compatibilização com uma idéia de permanência da organização empresarial. Uma organização empresarial em movimento produz lucros e, portanto, deve ser avaliada segundo sua perspectiva de rentabilidade. Só uma organização que se quer extinguir é avaliada pelo valor de seu patrimônio líquido, adicionando ou não valor de bens imateriais relevantes. É o valor de liquidação da organização, ao invés do “valor de funcionamento”.

Não por acaso então as avaliações patrimoniais (de bens materiais ou imateriais) são comuns em se tratando de aquisições cujo objetivo é a extinção da organização empresarial. É também bastante lógico que nesses casos se discuta a ampliação da oferta pública a todos os acionistas – titulares de ações ordinárias ou preferenciais.

Foi o que ocorreu na famosa decisão do STJ no Resp. nº 34.834-5-PR (Relator Ministro Waldemar Zveiter, data

¹⁰ Cf. L. Rétaul, *Les Titres de Sociétés et leur Évaluation*, Paris, 1961, p. 217.

de julgamento: 14.09.1993) sobre compra de controle acionário em sociedade dependente de autorização em que se determinou a extensão do valor pago na oferta pública de aquisição de controle também aos acionistas detentores de ações preferenciais. O aspecto talvez mais interessante da decisão referida é exatamente o relativo ao valor do controle e na respectiva titularidade no momento da alienação.

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

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

É essa prática que justificava a existência, à época, do art. 255 da Lei nº 6.404/76. Com ele procurou-se evitar o locupletamento ilícito dos controladores sobre os minoritários em caso de alienação de controle de instituições financeiras. É esse artigo o fundamento direto da decisão do STJ. Com efeito, não parece hoje haver dúvidas que os intangíveis devem ser rateados também entre os preferencialistas. O § 1º do referido artigo fala

em rateio "por todos os acionistas", o que não permitiria excluir os preferencialistas.¹¹ Tal direito é, no entanto, atribuído aos preferencialistas apenas no momento da incorporação (quando da troca das ações) e não no momento da aquisição de controle.¹²

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

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

A não ser, em presença do temor da brecha.¹³ E a brecha no caso está na indagação da razão da proteção dos pre-

11 Tal dispositivo foi revogado pela Lei nº 9.457, de 5 de maio de 1997, aditado para facultar e permitir a privatização de empresas estatais. A supressão à época desse e de outros dispositivos (como a própria regra de oferta pública) em claro prejuízo aos minoritários, demonstra a intenção de aumentar o preço das empresas vendidas às custas dos minoritários (e dos consumidores, já que se venderam, além de empresas, posições monopolistas no mercado).

12 Cf. J. L. Bulhões Pedreira, "Alienação de controle e incorporação de instituição financeira" in *A nova lei das S/A*, 2ª ed., Rio de Janeiro, Renovar, p. 673.

13 Via de regra as decisões pioneiras apresentam uma característica comum, que os italianos chamam de *timore della breccia*. Trata-se isto de uma preocupação de que hipóteses outras, não previstas naquele momento, possam ser influenciadas por decisões cujos resultados práticos e aceitação social ainda se quer observar.

ferencialistas nesses casos. É em função dela que se podem admitir analogias.

O motivo parece simples. A deturpação verificada no caso das alienações de controle de instituições financeiras revela um problema muito mais amplo, que uma vez entendido deve levar à proteção dos minoritários preferencialistas no momento da alienação de controle e em todos os casos de cessão da organização empresarial. Toda a vez que na compra do controle está implícita pelas afirmações prestadas à autoridade administrativa ou pela própria atitude do controlador a intenção de dispor da organização empresarial, destinando-a a fim diverso do até então perseguido — e não apenas nos casos de aquisição seguida de incorporação — o prejuízo é iminente para qualquer minoritário. Iminente talvez em especial para o preferencialista.

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

Em primeiro lugar porque, segundo a jurisprudência e doutrina majoritárias, o valor da retirada não inclui os imateriais.¹⁴

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

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

Assim sendo, para que o tratamento equânime seja obtido faz-se necessário que em qualquer caso em que haja alienação da organização empresarial, sempre no sentido acima referido, a oferta pública atinja também os minoritários preferencialistas.

É interessante notar que os parágrafos do art. 255 revogados pela reforma de 1997 não foram repretinados pela Lei nº 10.303/01. Paradoxalmente isso reforça o dever de tratamento igualitário a todos os acionistas e não apenas aos detentores de ações ordinárias como previsto no revogado dispositivo e no vigente art. 254-A da lei societária. O tratamento igualitário passa a decorrer do dever fiduciário do controlador em relação a todos os minoritários, previsto no art. 116, parágrafo único da lei societária (v. *infra* Nota de Texto 58) e aplica-se tanto às hipóteses de alienação de controle previstas no art. 254-A como àquelas previstas no art. 255.

Mas repita-se. Esse dever geral fiduciário não se verifica em todas as hipóteses de alienação de controle. O que ocorre é que um privilégio às ações votantes não pode se justificar jamais quando o valor do controle se confunde com o valor dos intangíveis da companhia. Com relação aos intangíveis não há meio termo: ou se nega, como se faz com relação à apuração de haveres, que eles possam ser incluídos entre os ativos da companhia¹⁵ e consequentemente possam ser divididos entre todos os acionistas, incluindo os minoritários de qualquer espécie ou então se atribui a todos. O voto não requer qualquer diferença qualitativa em relação aos bens do ativo, materiais ou imateriais.

Poder-se-ia, no máximo e para certos fins específicos, discutir se o controle, na medida em que identifica o em-

14 H. Estrella, *Apuração de haveres do sócio*, Rio de Janeiro, Forense, 1992, p. 197.

15 Cf. H. Estrella, *Apuração de haveres do sócio*, cit., p. 197.

presário, atribui ao controlador alguma ligação especial e pessoal à clientela, que faz com que a ele se liguem alguns direitos e responsabilidades a ela inerentes.¹⁶ Numa, no entanto, permitiria qualquer diferenciação entre minoritários.

A limitação do sobrepreço pago pelo controle aos acionistas ordinários justifica-se apenas quando este é direta contraprestação do voto. Ou seja, quando o comprador está pagando a mais meramente pelo interesse em eliminar o risco de empregar capitais sob gestão alheia (no sentido da gestão empresarial e não administrativa). Nesse caso o sobrepreço é pura contraprestação do voto. Ora isso ocorre exatamente naqueles casos em que ao novo controlador não interessa dispor ou redirecionar a organização societária, mas sim mantê-la funcionando e operante, maximizando tanto quanto possível os lucros. Interessante é notar que nesses casos, normalmente, as avaliações realizadas para venda do controle não se fazem levando em conta diretamente o valor do patrimônio líquido somado aos valores imateriais, mas sim a perspectiva de rentabilidade da empresa, já que o interesse do adquirente não é dispor da organização mas sim do lucro que ela pode gerar. Não há portanto valores imateriais que sejam sonegados aos preferencialistas.

Tomemos, por exemplo, um negócio de cessão de controle bancário. Para a fixação do preço, parte-se do valor real do ativo líquido do banco, levando-se em consideração as suas reservas ocultas; corrigindo-se, para mais ou para menos, o valor do imobilizado constante do balanço; excluindo-se do realizável o montante dos créditos de curso anormal, não levados ainda a "créditos em liquidação"; computando-se o passivo

oculto e as responsabilidades por débitos futuros, não adequadamente garantidas ou amortizadas. Esse valor básico do ativo líquido real é, em seguida, acrescido de três valores adicionais, correspondentes: 1) às cartas-patentes de todas as agências, estimadas conforme a sua localização geográfica, e de acordo com os preços do mercado; 2) a um montante correspondente a 10% ou 12% dos depósitos; 3) à autorização para operar em câmbio, igualmente avaliada segundo os preços do mercado. Nem se cogia do valor bolsístico das ações cedidas.

Ademais, em todos os negócios de cessão de controle, as partes costumam estipular que o cedente responde pelo ativo e passivo da companhia, esmielhado no balanço: pela integridade do ativo, pela veracidade do passivo.¹⁷

Nota de Texto 53 A questão de defeitos supervenientes e passivos descobertos após a alienação de controle sempre foi discutida em doutrina. Inexistem dúvidas a respeito do seu enquadramento como vícios redibitórios.¹⁸ As maiores dificuldades surgem quanto a dois pontos: que defeitos ou superveniências podem ser considerados vícios redibitórios e qual prazo para reclamá-los.

A primeira das questões discutidas, qual seja, a relativa ao tipo de defeitos e superveniências, exige algumas considerações prévias. Em primeiro lugar, é preciso separar entre vícios que dão direito à redibição (devolução) da coisa e vícios que exigem o abatimento do preço. Os vícios que não tornam a coisa imprópria ao uso mas só lhe diminuem o valor não podem dar direito à devolução mas apenas à redução do preço. Em matéria de alienação de controle, a distinção entre um e outro

16 A referência que aqui se faz é obviamente ao problema da não concorrência após a venda da companhia, que incumbindo só ao controlador poderia fazer supor que só a ele a contraprestação seria devida. — cf. a respeito do problema F. K. Comparato, *O poder de controle na sociedade anônima*, Rio de Janeiro, Forense, 1983, p. 230.

17 Essa responsabilidade, como não poderia deixar de ser, manifesta-se unicamente perante o cessionário, que é a outra parte no negócio bilateral. Mas a jurisprudência já admitiu que os credores deste pudessem exercer as suas pretensões contra o cedente, por meio da chamada ação obliqua, prevista na art. 1.166 do Código Napoleão (cf. *RTDC*, 1973, 3, pp. 564/565).

18 Cf. G. D. C. Pereira, *Alienação do poder de controle acionário*, São Paulo, Saraiva, 1995, pp. 96 e ss.

depende fundamentalmente do objetivo da aquisição do controle. Caso o objetivo de aquisição seja primordialmente o controle da organização empresarial, evidentemente vícios que tornam a coisa imprópria à sua destinação são aqueles que afetam a própria organização empresarial, tornando-a incapaz de exercer convenientemente sua atividade econômica. Na hipótese do objetivo final da aquisição de controle ser bem material ou imaterial da sociedade (v. para essas distinções *supra* Nota de Texto 52) o defeito essencial será sempre referido a esse bem. Assim, por exemplo, nos casos de concessão ou autorização para funcionamento ou na venda de empresa cujo estabelecimento e o bem ou conjunto de bens cuja transferência é o objetivo econômico do negócio.

Já vícios que importam diminuição do valor da coisa são aqueles que, qualquer que seja o objetivo da aquisição (controle ou bem material ou imaterial específico) implicam diminuição do valor da organização. Evidentemente essa diminuição de valor deve guardar coerência com a forma como foi avaliada a organização no momento da venda. Assim, se a avaliação foi feita por valor patrimonial, justificam redução do preço vícios que afetem o valor do patrimônio líquido da empresa. Inversamente, se a empresa foi avaliada por algum método dinâmico (fluxo de caixa, múltiplo de faturamento etc.), só poderá originar redução de preço vício que afete valor da empresa segundo o método de avaliação escolhido.

A segunda questão relevante é a relativa aos prazos para alegação de vícios redibitórios. Na vigência do Código Civil e Código Comercial, era conhecida a reclamação da doutrina a respeito da exiguidade dos prazos de alegação de vícios redibitórios em matéria de aquisição de controle. Apesar de certa hesitação,¹⁹ a jurisprudência

tendia a confirmar os prazos (15 dias e 6 meses contados no Código Civil de 1916, art. 178, §§ 2º e 5º, IV), ainda que contados da descoberta do vício.²⁰ Isso fazia com que a ampliação desses prazos se desse por meio de “declarações e garantias” contratuais que nas formulações mais cuidadosas, vinham acompanhadas de prazos de garantia.

O Código Civil de 2002 veio contribuir para a resolução da questão. Em primeiro lugar ampliou os prazos para 30 dias e 1 ano (respectivamente móveis e imóveis) em seu art. 445.²¹ Mais que isso. No § 1º do mesmo artigo estabeleceu claramente que “quando o vício, por sua natureza, só puder ser reconhecido mais tarde, o prazo

possui tanta jurisprudência no sentido de que os prazos estipulados nos “arts. 210 e 211 do Código Comercial e 178, § 2º, do Código Civil de 1917 são perfeitamente conciliáveis com a garantia de prazo estipulada nos modernos contratos de compra e venda” (Publicação: *ADJ* 22.3.52, p. 1475). Julgados posteriores inclinam-se, no entanto, ao prazo de seis meses: “Prescrição – Ação para haver o abatimento do preço da coisa imóvel recebida em vício redibitório, ou para rescindir o contrato comutativo, e haver o preço pago, mais perdas e danos; contado da tradição da coisa e prazo de seis meses – se a tradição real precede a transcrição, daquela e não desta se há de contar o prazo, pois, desde o recebimento da coisa, tinha o comprador a possibilidade de descobrir o defeito – art. 178, § 5º, IV, do Código Civil” (Publicação: *ADJ* 26.06.61, p. 138); “Vício redibitório – início do prazo prescricional para proposição, pelo adquirente, da ação *Quantum Minoris*. Conta-se o prazo a partir da entrega efetiva do imóvel ao adquirente (exegese do art. 178, § 5º, IV, do Código Civil)” (Publicação *RTJ* 96/178).

20 Cf. G. D. C. Pereira, *Alienação do poder de controle acionário*, cit., p. 101, v. também jurisprudência do STF – Recurso Extraordinário nº 6233, Relator Ministro Carlos Thomason Flores e STJ – Recurso Especial nº 4.152/MT, Relator Ministro Nilson Neves.

21 Tratando-se de alienação de controle o prazo a ser utilizado é o de trinta dias, aplicável aos bens móveis. Ainda que a definição mais precisa do controle, como exposto no texto (Nota de Texto 21), seja o de poder-dever, no momento em que é necessário reduzi-lo às categorias de bens para aplicação da disciplina dos vícios redibitórios, a opção correta é decisivamente a de bem móvel. É o próprio Código Civil de 2002, em seu art. 83 (como de resto fazia o revogado Código Civil de 1916, art. 48) a estabelecer que os direitos reais sobre objetos móveis são bens móveis. O controle é decorrência da propriedade das ações. Poder-dever distinto é derivado da propriedade sobre objetos móveis. Portanto, para fins de classificação entre as categorias de bens, deve ser também considerado objeto móvel.

19 Nesse sentido, v. jurisprudência da 16ª Câmara Cível do Tribunal de Justiça de São Paulo, que entendeu pela aplicação do prazo de vício redibitório constante do art. 211 do Código Comercial em ação edilícia relativo ao contrato de cessão de hospedagem, tendo em vista a não verificação da renabilidade mensal (al como garantida pelo alitante) (AC nº 64.802-2, de 28.12.1983, Relator Desembargador Bueno Magano). O STF

contar-se-á do momento em que dele tiver ciência".²² Esse é evidentemente o caso em que muitas das questões envolvendo alienação de controle de organizações empresariais. Finalmente, o art. 446 dispõe que de qualquer forma os prazos do artigo antecedente não correm na constância de cláusula de garantia, mas o adquirente deve denunciar o defeito ao alienante no prazo de trinta dias seguintes ao seu descobrimento. Esse último dispositivo é de extrema relevância para as aquisições de controle dada a quase constância de cláusula de garantia. É equilibrado ao exigir do adquirente a pronta resposta (30 dias) mesmo na vigência de tais cláusulas.

A abrangência dessa cláusula de garantia deve ser bem compreendida. A cláusula de garantia só se caracteriza quando estabelecido no contrato prazo específico para reclamações e postulações relativas a certos bens, direitos ou obrigações da sociedade.²³ Não basta a cláusula contratual genérica geralmente chamada de "declarações e garantias" nos contratos de compra e venda do controle empresarial. Essas declarações nada mais são do que qualidades prometidas do objeto (a organização empresarial). Nesse sentido são elas base para responsabilização por vício do objeto²⁴ e não cláusulas de garantias em si.

22 Tratando-se de venda de organização empresarial, por ser difícil determinar de maneira exata o momento em que o vício é descoberto, é imperioso estabelecer um limite de prazo dentro do qual o vício deveria ser descoberto, sob pena de se tornar a disciplina dos vícios redibitórios na realidade uma disciplina aberta, sem prazo decadencial o que, por sua vez, afetaria a segurança das relações e o próprio mercado de aquisição de controle.

Em matéria de sociedades anônimas esse limite é fácil de ser estabelecido, por ser lícito. Trata-se da primeira Assembleia Geral que aprova as contas dos administradores. Nessa ocasião, o controlador tem o dever legal de verificação do estado patrimonial da sociedade e portanto, de eventuais vícios de bens ou direitos que possam afetar seu valor, bem como de suas demais demonstrações financeiras, sob pena de responsabilização (art. 117, § 1º, da lei societária).

23 Cf. nesse sentido G. D. C. Pereira, *Alienação do poder de controle acionário*, cit., p. 106.

24 Cf. Pontes de Miranda, *Tratado de Direito Privado*, Rio de Janeiro, Borsoi, 1962, v. 38, § 4.235, Item 2.

Quando o preço da cessão é pago a prazo, estipula-se, igualmente, que o cessionário tem o direito de compensar o montante efetivamente apurado dessas responsabilidades do cedente, com o valor das prestações do preço ainda não pagas. Quando o pagamento é feito à vista, a quantia correspondente é, habitualmente, depositada em mãos de terceiro (um estabelecimento bancário, por exemplo) durante certo tempo, que se estima razoável para que o cessionário faça as apurações necessárias na empresa. Havendo mais de um cedente, as suas responsabilidades são declaradas solidárias.

Nota de Texto 54 Questão complexa e raramente bem-estruturada é a relativa à correta definição da disciplina jurídica a ser aplicada a essas contas em garantia, geralmente denominadas na prática empresarial de *escrow accounts*.

O problema aqui, como com frequência ocorre em nossa prática contratual, é de inadaptação entre forma e função. A forma escolhida pela prática empresarial só seria compatível com a função do instituto caso houvesse disciplina legal extensa e específica sobre a matéria. Em vista da inexistência dessa disciplina, é necessário recorrer às regras de direito comum.

Analisemos então, separadamente, função e forma. O objetivo econômico desse tipo de conta é claramente fornecer uma garantia a comprador e/ou vendedor por crédito, débitos, insuficiências ativas ou passivas que não podem ser verificadas no momento da aquisição. Essa função econômica exige elaborada forma contratual, prevendo as variadas condições e termos envolvidos e suas respectivas consequências jurídicas. Em ausência dessa regulação contratual precisa, a regra será sempre benéfica ao titular da conta garantia, seja ele o comprador ou o vendedor.

Isso porque, inexistindo repartição de propriedade legalmente reconhecida no direito brasileiro,²⁵ haverá

25 O instituto que reconhece essa repartição é o *trust* anglo-saxão. Como salienta a doutrina, esse instituto não é reconhecido pelo direito pátrio, prevalecendo o caráter unitário e absoluto da propriedade (fressalvada, obviamente, sua função social) - cf. nesse sentido E. Salomão Neto, *O trust e o direito brasileiro*, São Paulo, LTr, 1996, pp. 79 e ss.

sempre um "proprietário" (de bens materiais e imateriais, i. e., dos bens ou direitos) diante de alguém que tem mero direito de crédito a quantias/prestações determinadas. Ora, sendo assim, a lacuna na elaboração contratual faz com que prevaleça sempre o interesse do proprietário da conta, que tem todos os direitos sobre o bem/crédito em disputa.

Evidentemente, é possível imaginar atribuir a um terceiro a titularidade da conta, como forma de reduzir essas incertezas. Ocorre que, na prática empresarial, as exigências contratuais são tantas que o valor cobrado pelos bancos para gerir tais contas tornam sua utilização prática muito rara.

Na verdade esse valor a mais cobrado nada mais é que reflexo do descompasso entre função e forma. O Banco ou instituição financeira que se encarregar da conta deve necessariamente cobrar pelo e arcar com o risco jurídico causado pela indefinição da disciplina, que pode fazer com que qualquer das partes venha a tentar responsabilizá-lo. O arcabouço contratual é insuficiente para regular situação que exige disciplina legal.

As expectativas de direito dos interessados não são apaziguadas por meros créditos contratuais. Sobre tudo quando as estruturas contratuais têm por base modelos estrangeiros que pouco se adaptam ao ordenamento pátrio.

Não há, pois, qualquer possibilidade de confusão entre o negócio de cessão de controle e a cessão pura e simples de ações.

83. A doutrina e a jurisprudência, no entanto, não escondem a sua perplexidade diante do fato de que, na prática, uma ação ordinária não vale outra ação ordinária, e que o cedente de 51% das ações votantes de uma companhia deva receber muito mais, em valor unitário de ação cedida, do que o cedente de 49% dessas ações.

Assim, por exemplo, o Prof. Antônio Chaves, interpretando as cláusulas de um contrato de cessão de controle, só encontrou amparo, dentre as categorias jurídicas tradicionais, na cessão de contrato, ou cessão de posi-

ção contratual.²⁶ Ora, mesmo sem rejeitar a teoria contratual da sociedade anônima, não se pode deixar de convir que a tese da cessão de posição contratual não se adapta ao caso, pois o cedente assume, com o negócio, uma responsabilidade que nunca teve: a responsabilidade pelo ativo e passivo da companhia. Onde fica o princípio do *nemo ad alium transferre potest quam ipse habet*?

Da mesma forma, o Supremo Tribunal Federal, julgando recurso extraordinário interposto contra decisão do Tribunal de Justiça do Rio Grande do Sul,²⁷ declarou que o "acórdão impugnado, interpretando dispositivo estatutário e os efeitos da renúncia de um diretor no meio do exercício do mandato, atendeu à circunstância de haver ele feito a venda do controle acionário, inclusive de suas ações, por preço superior ao de uma venda comum e, diante desses fatos, que são ponderáveis, decidiu não lhe caber a gratificação fixada em assembléia do exercício seguinte, pelos adquirentes da quele controle e que constituíam a nova diretoria, sob cuja direção se encerrara o balanço". Comentando o aresto,²⁸ tivemos ocasião de assinalar a lamentável confusão feita pelos julgadores entre titularidade do poder de controle e exercício de um cargo diretivo na companhia. O preço estipulado pela cessão do controle nada tem a ver, em princípio, com a remuneração estatutária da diretoria.

Não se pode, pois, deixar de reconhecer a especificidade do negócio de cessão de controle, que não se reduz, em razão do seu objeto, à tipologia tradicional dos contratos, ou das categorias jurídicas comuns. É este o primeiro passo para a sua adequada regulação legal.

B) A Regulação Legal do Negócio

84. Se o legislador deve intervir para disciplinar o negócio, importa que o faça em consideração de todos os interesses em causa, como assinalamos mais acima. Esses interesses não são apenas das partes no negócio, ou dos acionistas não-controladores, mas também da coletividade regional ou nacional.

²⁶ RT 427/35.

²⁷ STF, Recurso Extraordinário nº 71.507, 1ª Turma, Rel. Min. Amaral Santos, RT 447/270.

²⁸ F. K. Comparato, *RDM*, nova série, 1973, nº 11, pp. 67 e ss.

Principiemos pelos últimos, sobre os quais costuma-se fazer total silêncio.

a) *Os interesses ligados à política econômica e social do Estado*

85. A inter-relação crescente de interesses públicos e privados, na atividade empresarial, já não precisa ser sublinhada, nos dias que correm. Mesmo em sistemas econômicos como o nosso, que consagram o princípio da apropriação privada dos meios de produção, as grandes empresas tendem a se inserir no plano nacional de desenvolvimento, como agentes da realização da política econômica e social do Estado.

Os aspectos de interesse público na mudança de controle de macro-empresas são, pois, evidentes, tanto mais que, não raro, essa cessão de controle se opera com o patrocínio e a ajuda efetiva do Poder Público, como tem sido visto ultimamente.

Vejam os, em primeiro lugar, os aspectos trabalhistas da questão.

Estatui o art. 448 da Consolidação das Leis do Trabalho, em disposição pioneira, que “a mudança na propriedade ou na estrutura jurídica da empresa não afetará os contratos de trabalho dos respectivos empregados”.

Não padece de dúvida que essa “propriedade da empresa”, sobre a qual tanto se discutiu, refere-se ao poder de controle. Se o legislador assim decidiu, foi por certo em consideração ao fato de que a empresa — na qual se inserem os trabalhadores — transcende o empregador, seja ele pessoa física ou jurídica, não devendo a substituição ou a transformação deste último afetar a própria estrutura da empresa.

Essa distinção entre empresa e empresário, aliás, já começa a penetrar no campo do próprio direito comercial, nesse particular muito menos audacioso do que o direito do trabalho, o previdenciário ou o fiscal. Assim, por exemplo, toda a reforma do direito falimentar francês, em 1967, fundou-se no princípio dessa distinção entre o empresário e a empresa, procurando separar os ramédios jurídicos, adequados ao processamento da insolvabilidade da empresa, das medidas punitivas do empresário faloso.²⁹

No direito brasileiro, a distinção entre interesse social e interesse empresarial já fora feita pelo Decreto-Lei n° 2.627, de 1940, ao declarar que “os diretores deverão empregar, no exercício de suas funções, tanto no interesse da empresa, como no do bem público, a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar, na administração de seus próprios negócios”. O legislador pátrio inspirou-se aí, segundo tudo indica, no dispositivo análogo da lei acionária alemã de 1937, o qual nesse particular, porém, era mais explícito, pois se referia ao “bem da empresa e de seus dependentes”.

A Lei n° 6.404/76 vai ainda mais além. Declara que “o administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa” (art. 154). Mas, sobretudo, inaugurando fase que se espera fecunda no direito pátrio, fixa, pela primeira vez, os deveres e responsabilidades do controlador, não só “para com os demais acionistas da empresa” como em relação aos “que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender” (art. 116, parágrafo único). Esclarece, ainda, que constitui modalidade de abuso do poder de controle “orientar a companhia para fim estranho ao objeto social ou lesivo ao interesse nacional” (art. 117, § 1°, a), tomando evidente que as prerrogativas do controlador — em que pese as considerações místico-interecseiras de alguns ideólogos da tradição e do capitalismo — nada têm a ver com a propriedade-fruição.

Ora, como observou Ascarelli,³⁰ o direito não pode descuar a realidade específica da macroempresa, e o fato incontestável de que a possibilidade de reemprego dos seus recursos humanos e materiais, no mercado, ocorre sempre na razão inversa de sua dimensão. A simples manutenção em vigor dos contratos de trabalho, após uma mudança de controle, não parece assim, em certas hipóteses, a solução mais adequada para a proteção dos interesses dos trabalhadores. Se, por exemplo, essa mudança de controle na grande empresa acarretar uma alteração do objeto social, uma redução drástica no número de empregados, ou mesmo a cessação das suas atividades, o sistema de indenizações trabalhistas, ou do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço, não compensará, adequadamente, o risco sofrido por grande parte dos empregados, sobretudo os idosos, de não encontrarem nova colocação

29 A reforma do direito falimentar francês originou-se de um relatório da Inspeção Geral das Finanças, do Ministério da Economia e das Finanças, inspirado nas idéias do Prof. R. Houin, da Faculdade de Direito e das Ciências Econômicas de Paris, cf. *Aspects Économiqués de la Faillite et du Règlement Judiciaire*, Paris, Sirey, 1970.

30 T. Ascarelli, “Per uno studio della realtà giuridica effettuale”, in *Problemi Giuridici*, II, cit., p. 820, nota 10.

em outra empresa. O fato tem ocorrido com frequência, como não se ignora, quando da cessão de controle de grandes bancos. O custo social da operação vem sendo sempre encoberto pela discussão de outros aspectos, concernentes aos interesses dos acionistas não-controladores.

Parece, por conseguinte, imprescindível que se ponham em prática, desde logo, medidas efetivas de readaptação e recolocação dos empregados afetados por uma alteração substancial na empresa, conseqüente à mudança de controle, repartindo-se adequadamente os ônus econômicos dessas medidas. Os recursos para tanto não faltam. Poder-se-ia, por exemplo, lançar mão dos fundos recolhidos no quadro do Programa de Integração Social, do Fundo de Apoio ao Desenvolvimento Social – FAS (Lei nº 6.168, de 9.12.1974), ou do Fundo de Assistência ao Desempregado (Lei nº 4.923 de 23.12.1965, art. 5º, e Lei nº 6.181, de 11.12.1974, art. 4º).

Nota de Texto 55 É possível, na verdade, ir até mesmo além da mera recolocação de empregados. Na verdade, a consideração do interesse dos trabalhadores é decorrência (indireta) da adoção da concepção institucionalista (organizativa)³¹ do interesse social. Nessa visão, que leva em consideração toda a forma de interesses afetados pela sociedade, operações que possam pôr em risco a preservação da empresa, inclusive alienações de controle, podem ser contestadas e até mesmo impedidas, tendo por base a defesa do interesse social (cf. *supra* Nota de Texto 51).

86. No que se refere, propriamente, à política econômica do Estado, até o advento da Lei nº 6.404/76, causava espécie a parcimônia dos textos legais, impondo, em certas hipóteses, a necessidade de autorização administrativa. A rigor, só havia, até então, a disposição do art. 36, *a*, do Decreto-Lei nº 73, de 21.11.1966, atribuindo à Superintendência de Seguros Privados – Susep, competência para processar os pedidos de autorização de “transferência de controle acionário” das companhias seguradoras. No campo do direito bancário, essa autorização não decorria da Lei nº 4.595, de 1964, mas de imposições do Banco Central.

Como escrevemos na primeira edição deste ensaio, esse princípio da autorização administrativa obrigatória, na cessão de controle societário, deve ser legalmente declarado para todas as hipóteses em que a própria atividade empresarial não possa fazer-se sem autorização do Poder Público, pois, aí vai uma medida de elementar coerência. Se a personalidade do controlador é, necessariamente, levada em consideração quando da autorização para o funcionamento da empresa, não faz senso dispensá-la quando há substituição da pessoa do controlador, no curso da exploração empresarial. Neste sentido, aliás, vários órgãos da Administração Pública exigiam essa prévia autorização, nas cessões de controle de sociedades submetidas à sua jurisdição ou vinculadas por contrato.³²

32 Atualmente, a transferência de controle acionário das empresas que atuam nos setores de energia e telecomunicações é submetido à autorização da agência competente. Nesse sentido, prevê a Lei nº 9.472/97, que dispõe sobre a organização dos serviços de telecomunicações:

“Art. 202. A transferência de controle acionário ou da concessão, após a desestatização, somente poderá efetuar-se quando transcorrido o prazo de cinco anos, observado o disposto nos incisos II e III do art. 98 desta Lei.

§ 1º Vencido o prazo referido no caput, a transferência de controle ou de concessão que resulte no controle, direto ou indireto, por um mesmo acionista ou grupo de acionistas, de concessionárias atuantes em áreas distintas do plano geral de outorgas, não poderá ser efetuada enquanto tal impedimento for considerado, pela Agência, necessário ao cumprimento do plano.”

§ 2º A restrição à transferência da concessão não se aplica quando efetuada entre empresas atuantes em uma mesma área do plano geral de outorgas.

Art. 98. O contrato de concessão poderá ser transferido após a aprovação da Agência desde que, cumulativamente:

I – o serviço esteja em operação, há pelo menos três anos, com o cumprimento regular das obrigações;

II – o cessionário preencha todos os requisitos da outorga, inclusive quanto às garantias, à regularidade jurídica e fiscal e à qualificação técnica e econômico-financeira;

III – a medida não prejudique a competição e não coloque em risco a execução do contrato, observado o disposto no art. 7º desta Lei.

Quanto às competências da ANEEL – Agência Nacional de Energia Elétrica, prevê a Lei nº 9.427/96:

Art. 3º

VIII – estabelecer, com vistas a propiciar concorrência efetiva entre os agentes e a impedir a concentração econômica nos serviços e atividades de energia elétrica, restrições, limites ou condições para empresas, grupos empresariais e acionistas, quanto à obtenção e transferência de concessões, permissões e autorizações; à concentração societária e à realização de negócios entre si (inciso acrescentado pela Lei nº 9.648/98).

³¹ Sobre esse conceito e sua história cf. C. Salomão Filho, *O novo direito societário*, cit., pp. 32 e ss.

A lei de 1976 sobre sociedades por ações veio submeter à prévia autorização do órgão competente para aprovar as reformas estatutárias: "A alteração do controle de companhia aberta que dependa de autorização do governo para funcionar está sujeita à prévia autorização do órgão competente para aprovar a alteração do seu estatuto" (art. 255). Por que apenas no caso de companhias abertas? O legislador parece haver ignorado que o interesse em causa, neste campo, não é, especificamente, o dos investidores no mercado de capitais e, sim, o interesse público em sentido amplo. A autorização administrativa prévia para o funcionamento de bancos e companhias de seguro, por exemplo, não é imposta para proteger, primacialmente, os seus acionistas, mas para tutela do vasto público dos depositantes, dos segurados e das empresas dependentes do sistema bancário e segurador. Seja como for, o ato administrativo de autorização de uma cessão de controle, embora discricionário, não fica por isso isento a uma reapreciação, em seus motivos, pelo Judiciário.

b) O interesse das partes no negócio

87. Nos negócios de cessão de controle têm-se multiplicado os casos em que as partes recorrem, preliminarmente, a uma promessa de contratar. A razão desse alongamento procedimental do negócio reside não só na grande complexidade do objeto da negociação, tornando muita vez impossível a fixação imediata de um preço da cessão, como também no risco-de-que a revelação da transferência de controle afete substancialmente os interesses empresariais, em razão de negociações em curso com terceiros ou de participações em concorrências públicas, por exemplo. A promessa de contratar preenche, assim, a dupla função de vincular desde logo as partes à conclusão do negócio e de abrir um prazo indispensável à fixação dos elementos essenciais do contrato definitivo.

Por isso mesmo, entendemos absurda a exigência que uma certa jurisprudência faz,³³ no sentido de que o contrato preliminar, na hipótese, contenha todos os elementos essenciais do definitivo, para merecer execução específica. A determinação do conteúdo do contrato preliminar refere-se

ao seu objeto direto, que é o contrato definitivo a ser celebrado; não ao conteúdo deste, que são as obrigações finais a serem pactuadas. Quanto a estas, basta que haja determinabilidade de seu objeto, isto é, das prestações recíprocas.³⁴

88. O interesse do cedente se resume, à primeira vista, unicamente no recebimento do preço, como na compra e venda ordinária. Mas o que se transfere numa cessão de controle, como salientamos, não é um bloco de ações e, sim, o poder de dominação e disposição de uma empresa. Ora, uma empresa não é um objeto material, mas uma entidade viva, que possui uma história, se não ilustre, pelo menos sempre carregada de sentido afetivo para o empresário.

É possível que o titular do controle decida cedê-lo por razões não ligadas à necessidade pecuniária, ou à impossibilidade de prosseguimento pessoal na gestão do empreendimento. É compreensível, portanto, que ele tenha interesse em preservar a continuidade da empresa e que assim o declare, no contrato de cessão, estipulando a obrigação correspondente do cessionário.

A Corte de Cassação francesa decidiu um caso desse tipo.³⁵ Tratava-se da cessão das ações de controle de uma cervejaria alsaciana, em que a cedente era a viúva de antigo diretor da companhia. A cessionária, outra sociedade fabricante de cerveja, comprometera-se no contrato a não liquidar a companhia nem fechar a fábrica. Pouco tempo depois, porém, descumprindo essa estipulação contratual, passou a tomar certas medidas que a cedente julgou preparatórias de uma extinção da empresa. Foi requerida e deferida a nomeação de um administrador judiciário, encarregado de zelar pela manutenção desta, até que houvesse decisão final quanto à resolução do contrato de cessão das ações de controle. A doutrina salientou que essa decisão judicial implicou o reconhecimento da cessão de controle como negócio distinto da simples venda de ações, pois a designação do administrador judiciário foi feita a requerimento de um ex-acionista, e sem se invocar, propriamente, o interesse dos acionistas, mas o interesse da empresa.

33 Cf. o acórdão do Supremo Tribunal Federal, no Recurso Extraordinário nº 88.716, Relator Min. Moreira Alves, publicado na RDM 39/136, com comentário de M. Pentado, "Formação de Contrato Preliminar Suscetível de Adjudicação Compulsória", in RDM 39, pp. 180-183.

34 Cf. no nosso *Novos Ensaíos e Pareceres de Direito Empresarial*, cit., o artigo "Reflexões sobre as promessas de cessão de controle societário", pp. 228 e ss.

35 *Chambre commerciale*, 10.01.1972, Juris-classeur périodique, 1972, II, 17.134, com nota de Guyon; comentário de R. Houin na RTDC, 1972, nº 3, pp. 644 e ss.

89. O cessionário do controle aparece, normalmente, como o vilão da história, o magnata sem sentimentos e sem escrúpulos, que adquire a empresa na bacia das almas, lesando os acionistas não-controladores, e exigindo do antigo controlador toda sorte de garantias, sem cumprir as que prometeira. Mas é preciso cuidado com simplificações desse gênero. A realidade humana é essencialmente ambivalente, e num contrato bilateral nem sempre a culpa fica de um só lado.

Em primeiro lugar, não se pode recusar a aplicação, a esse tipo de negócio, das regras gerais sobre os vícios da vontade, em especial o erro e o dolo.

Em sua conhecida monografia sobre a teoria da desconconsideração da personalidade jurídica, Rolf Serick cita várias decisões de tribunais alemães, referentes à anulação de contratos de cessão de ações ou quotas de controle de sociedades, porque as características fundamentais da empresa explorada não correspondiam, na realidade, ao que fora declarado pelo cedente.³⁶ Ora tratava-se de uma empresa de mineração, que explorava jazida muito menos rica do que o declarado; ora discutia-se sobre a cessão de controle de uma sociedade imobiliária, cujo ativo real não correspondia à aparência. Mas a orientação jurisprudencial alemã, tal como reportada pelo mencionado autor, era no sentido de só levar em consideração a realidade empresarial, quando o negócio pactuado tinha por objeto a totalidade das ações ou quotas sociais. Ainda assim, R. Serick julga a orientação demasiadamente ampla,³⁷ pois admite que, mesmo na cessão da totalidade de ações de uma companhia, o cessionário possa ter em vista a própria sociedade e não a empresa.

Quer nos parecer, ao contrário, que essa interpretação jurisprudencial é demasiado estreita, pois recusa a admissão da especificidade da alienação de controle, relativamente à cessão pura e simples de ações. Se se leva em conta a intenção das partes e o seu verdadeiro interesse no negócio, por que negar, aprioristicamente, que o cessionário de 90% das ações votantes de uma companhia visou à aquisição do controle empresarial?

Mais correta se nos afigura a decisão da Corte de Cassação italiana, de 28.8.1952, comentada favoravelmente por Ascarelli,³⁸ ao julgar que "se no ato de venda de quotas ou ações de sociedade o vendedor garante que elas se referem a um determinado estabelecimento ou a uma implantação

industrial de determinadas características, e depois se verifica que o estabelecimento é diverso e a implantação inidônea a um funcionamento útil, ou incapaz de utilização industrial, as quotas ou ações transferidas constituem coisa diversa do que foi desejado no contrato, admitindo-se, portanto, a ação de anulação fundada em erro essencial de consentimento". O tribunal aplicou, aí, a tese da anulação do negócio pela ocorrência de vício de *aliquid pro alio* que, em nosso direito, cairia sob a incidência do art. 139 do Código Civil de 2002. Mas também é possível, conforme as circunstâncias, que o cessionário do controle seja vítima, em casos análogos, de dolo por omissão (Código Civil, art. 147). Figure-se, por exemplo, que o cedente faça o negócio por estar ciente de que o prédio da única fábrica da sociedade está prestes a ser desapropriado, fato que se abstém de revelar ao contratante.

Nota de Texto 56 É importante ressaltar que para que o erro essencial ou mesmo o dolo por omissão leve à anulação é necessário, como expressamente estabelecido nos arts. 139 e 147 do Código Civil de 2002, que eles se refiram a elementos essenciais do negócio. Portanto, aqui aplicam-se as observações feitas quanto aos vícios redibitórios que podem levar à anulação do negócio jurídico (v. *supra* Nota de Texto 53): é necessário distinguir entre os tipos de negócio jurídico para identificar elementos essenciais a eles. Caso a intenção seja a manutenção da organização, esta e seu funcionamento são os elementos essenciais. Caso, por outro lado, um bem (ou conjunto de bens) material ou imaterial em especial seja o objeto mediato da aquisição, defeitos de funcionamento destes são essenciais para a anulação.

Em decisão posterior, em vez de recorrer às normas sobre vícios da vontade, a mesma Corte de Cassação italiana entendeu que a cessão de controle era resolúvel pela existência de vício redibitório.³⁹ No direito brasileiro, essa solução poderia parecer inaplicável, diante do conceito de "coisa", que o Código Civil de 2002 utiliza nos arts. 362, 365, 366 e 444, no sentido de objeto tangível ou material. Mas a objeção não nos parece dirimente,

36 R. Serick, *Forma e Realidade da Persona Giuridica*, Milão, 1966, pp. 47 e ss.

37 R. Serick, *Forma e Realidade da Persona Giuridica*, cit., pp. 50/51.

38 T. Ascarelli, *Saggi di Diritto Commerciale*, cit., p. 413.

39 Acórdão de 10.02.1967, n.º 338, in *Il Diritto Fallimentare* 1967 II nn. 474 e ss.

pois o controle, como vimos,⁴⁰ é um poder sobre a empresa e, por conseguinte, também sobre os bens e as coisas constituintes do acervo empresarial. Quando se diz que Tício vendeu uma coisa a Caio, o que se quer dizer é que se obrigou a transferir a propriedade sobre essa coisa. Da mesma forma, se admite-se que o negócio de cessão de controle não se confunde com a venda pura e simples de ações, o que se transfere, com ele, não é apenas a propriedade sobre os títulos acionários, mas, precipuamente, o poder de função e disposição dos bens da empresa, explorada pela companhia emittente das ações.⁴¹

Seguindo a mesma ordem de idéias, temos também por aplicável, aos negócios de cessão de controle, a responsabilidade do cedente pela evicção dos bens sociais, mormente se se trata de bens essenciais à exploração empresarial. Numa decisão antiga, a Corte de Apelação de Milão assim entendeu, mas a sua decisão foi reformada, preferindo a Corte de Cassação ater-se, unicamente, à venda de quotas sociais.⁴² A lei brasileira estabelece a garantia contra a evicção nos contratos onerosos (Código Civil de 2002, art. 447). A expressão legal é alternativa e suficientemente ampla, permitindo que se inclua em seu alcance a posse, uso ou disposição dos bens da empresa, transferidos no negócio, embora o domínio, propriamente dito, pertença à sociedade. É por isso mesmo, aliás, que a matéria vem colocada, em nosso Código, na parte geral dos contratos e não como simples capítulo da compra e venda, a exemplo do Código francês.⁴³

90. Faz-se mister, no entanto, ir mais além, nessa análise do interesse das partes, no negócio de cessão de controle. Qualquer que seja a noção que se tenha do aviamento, parece evidente que o aviamento real ou objetivo⁴⁴ refere-se tanto ao estabelecimento isolado, quanto à própria empresa em sua globalidade.⁴⁵ Nessas condições, é irrecusável a admissão, nos negócios

de cessão de controle, da cláusula implícita de não-concorrência por parte do cedente. Ocorre lembrar, muito a propósito, que o mais célebre litígio forense sobre essa questão, entre nós — o que opôs, no princípio do século, a Companhia Nacional de Tecidos de Juta ao Conde Sílvio Pentead e à Companhia Paulista de Arniagem —, teve origem, justamente, na concorrência feita pelo cedente do controle acionário de uma companhia industrial a esta última, com a constituição de nova empresa do mesmo ramo têxtil, na mesma cidade, logo após o negócio de cessão.⁴⁶ Os eminentes juristas consultos, que atuaram como advogados das partes,⁴⁷ reduziram o caso às dimensões de uma alienação de fundo de comércio, seguindo sem dúvida na esteira da doutrina europeia da época, que desconhecia, totalmente, a problemática das cessões de controle acionário, mas dissertava com segurança sobre as cessões de estabelecimento. Na verdade, não houve simples venda de estabelecimento (a Fábrica de Juta Santana) e, sim, cessão do bloco majoritário de ações da companhia que o explorava (a Companhia Nacional de Tecidos de Juta).

A fortiori, é perfeitamente legítima a estipulação de cláusula de não-concorrência nos negócios de cessão de controle, máxime quando o cedente goza de grande prestígio no setor empresarial em questão e exercia, efetivamente, as funções de empresário na companhia cujo controle cedeu.

Nota de Texto 57 Essa matéria teve nítida evolução nos últimos anos, sendo uma de suas características principais exatamente a passagem de uma visão privatista a uma visão publicista do direito concorrencial.

Foi uma evolução bastante lenta. O direito concorrencial fez um longo percurso histórico até livrar-se da concepção privatista que via na proteção ao concorrente a forma de tutelar a concorrência.

Até meados do século passado, essa era a concepção predominante na doutrina e na jurisprudência. Está pa-

40 *Supra* n.º 25, 28 e ss.

41 Isto não significa, porém, reconhecer que o controlador é dono da empresa — objeto de sua propriedade — como parece sustentar a tese de que toda cessão de controle é cessão da empresa (cf. A. P. Sauvain, *La Cession de Contrôle, Mode de Cession de l'Entreprise*, Genebra, Lib. de L'Université Georg, 1977).

42 Veja-se o comentário de T. Ascarelli a essa decisão, *In Studi in Tema di Società*, cit., p. 63.

43 Arts. 1.626 e ss.

44 Sic, R. Requião, *Curso de Direito Comercial*, 4.ª ed., São Paulo, Saraiva, 1974, p. 195.

45 Cf. O. Barreto Filho, *Teoria do Estabelecimento Comercial*, cit., n.º 132.

46 Apelação Cível n.º 2.183, no Supremo Tribunal Federal, *Revista do Supremo Tribunal Federal*, vol. 2.º pp. 480/483; e vol. 3.º, pp. 187/194 (caso da Juta).

47 Cf. J. X. Carvalho de Mendonça, *Tratado de Direito Comercial Brasileiro*, 6.ª ed., Rio de Janeiro, Freitas Bastos, 1960, vol. VI, 2.ª parte, n.º 666 e 767; R. Barbosa, "As Cessões de Clientela e a Interdição de Concorrência nas Alianças de Estabelecimentos Comerciais e Industriais", *Obras Completas*, Rio de Janeiro, Ministério da Educação e Saúde, 1948, vol. XL.

tente, por exemplo, na análise Ascarelliana dos dispositivos sobre concorrência desleal do Código Civil italiano,⁴⁸ e resulta evidente da famosa discussão sobre liberdade de restabelecimento travada por Rui Barbosa e Carvalho de Mendonça no caso da Companhia de Juta.⁴⁹ No Brasil, pode-se dizer que com variação inten-

48

Sob esse enfoque, ao direito concorrencial é destinada a função de proteção de direitos subjetivos privados. Apesar de reconhecer a existência do interesse público como bem a ser tutelado pela disciplina da concorrência desleal, a principal preocupação do direito concorrencial, no Código Civil italiano, não é a proteção da concorrência, mas sim a proteção de "un derecho subjetivo de cada empresario frente a todo empresario concurrente, admitiendo así, respecto del acto de concurrencia desleal una acción inhibitoria, independientemente de que haya daño, culpa o dolo (requisitos exigidos para el resarcimiento del daño), mientras la reglamentación general de la responsabilidad civil disciplina el resarcimiento del daño en relación con la producción de este en virtud de un acto ilegítimo, culposo o doloso, pudiendo referirse la ilegitimidad a la violación del derecho subjetivo ajeno, a la violación de normas de derecho objetivo que, sin embargo, tutelan el interés de otro sujeto". Nesse sentido, "a disciplina de la concurrencia desleal se plantea así como una disciplina especial en el ámbito de la disciplina de la responsabilidad civil" (T. Ascarelli, *Teoría de la concurrencia y de los bienes inmateriales*, 3ª ed., Barcelona, Bosch, 1970, p. 160). Também na doutrina brasileira da primeira metade do século XX essa concepção é bem patente. Para J. X. Carvalho de Mendonça, a teoria da concorrência desleal encontra seu fundamento na noção de ato ilícito. Lamentava o jurista a inexistência, à época, de princípios especiais que fixassem indenização por atos de concorrência desleal (*Tratado de Direito Comercial Brasileiro*, 1ª Parte, 4ª edição, Rio de Janeiro, Freitas Bastos, 1947, vol. VI, p. 486 e nota 4). A solução seria, portanto, a indenização por perdas e danos, com fundamento nos artigos 159 e 1.518 do Código Civil (J. X. Carvalho de Mendonça, *Tratado de Direito Comercial Brasileiro*, 4ª edição, Rio de Janeiro, Freitas Bastos, 1947, 1ª Parte, vol. V, p. 14). Para W. M. Ferreira, a garantia da concorrência tinha seu fundamento em uma relação de respeito entre os concorrentes: "a cada um se ensejou plena autonomia no exercício de sua atividade mercantil ou industrial, desde que não ofendesse a de seu semelhante". Assim, a garantia da concorrência livre e leal está fundada em um único princípio orientador das relações humanas e do desenvolvimento das relações mercantis, sobre o qual se alicerça a liberdade do comércio e da indústria: o princípio da boa-fé (*Instituições de Direito Comercial*, 2ª ed., São Paulo, Freitas Bastos, 1947, vol. II, I, p. 330).

49

Acórdão publicado na Revista do Supremo Tribunal Federal, III, nº 2 (1914) p. 187. Para maiores detalhes sobre o caso, v. nota 52 infra. O ponto de vista expresso nessa decisão, de marcada influência privatista, apesar de hoje superado, ainda se faz sentir em algumas (poucas áreas) do direito concorrencial. Assim é que, por exemplo, ainda hoje a jurisprudência em peso afirma a legalidade das cláusulas de não-restabelecimento do sócio retirante com base na necessidade de preservar o *good will* da empresa.

sidade, esta concepção estará presente na jurisprudência do CADE até os anos 80.⁵⁰ Para superá-la, duas características fundamentais devem ser introduzidas no ordenamento jurídico. Em pri-

meira, deixando de lado completamente a análise do efeito provável de um tal tipo de proibição sobre aquele mercado específico – v. nesse sentido, a título meramente exemplificativo: *RJ 25/226*, afirmando que a cláusula de não-concorrência está implícita no *traspasse* da empresa, *JTA CSP 117/48*, afirmando que a concorrência desleal se afigura com a "retirada de clientela", e, mais recentemente, *Apelação Cível nº 203.158-2*, Acórdão de 4 de março de 1993, em Décima Primeira Câmara Cível do Tribunal de Justiça de São Paulo, afirmando a constitucionalidade e licitude da cláusula de não-concorrência.

50

A atribuição de características a períodos jurisprudenciais é necessariamente generalizante e, portanto, traz consigo algo de arbitrário. É importante, no entanto, na medida em que ajuda a distinguir traços essenciais evolutivos. Em matéria de controle das condutas pode-se, grosso modo, falar em 5 períodos distintos. No primeiro deles, de 1962 a 1973, sob a presidência de Tristão da Cunha, as decisões do CADE têm marcado traço privatístico. Exemplos interessantes são o julgamento do Processo Administrativo nº 3, datado de 19 de agosto de 1969, onde a discussão versava sobre a discriminação de preços. A caracterização do ilícito é vinculada à existência de efeito concreto, consistente na eliminação ou prejuízo concreto de concorrentes. O mesmo pode-se dizer do Processo Administrativo nº 6, datado de 9 de junho de 1971. A mesma característica pode ser notada nos julgamentos dos seguintes Processos Administrativos: nº 6, datado de 9 de junho de 1971; nº 7, datado de 25 de maio de 1971 e nº 8, datado de 8 de julho de 1971. O segundo período relevante é o da presidência de Graniliano Brito (1973-1979). Nesse período, a ideia de prejuízo ao concorrente é afastada, permanecendo, no entanto, o requisito de produção de efeitos anticoncorrenciais concretos. É o que ocorre, por exemplo, no Processo Administrativo nº 20, datado de 16 de junho de 1992. A Presidência de Graniliano Brito, seguem curtos períodos de presidência, que não chegam a caracterizar uma tendência ou um período. O período seguinte é identificável na Presidência de Welter Faña (1986-1990). Ali chega-se à concepção jurídica um pouco mais próxima à institucional. A ideia de risco potencial é introduzida no Processo Administrativo nº 58, datado de 10 de setembro de 1987. O período seguinte, Presidência de Ruy Coutinho (1992-1996) é marcado por nítida influência econômica, ainda que a análise econômica introduzida não seja muito sofisticada. Há um desapareço pela letra da lei, recorrendo-se sempre que possível à regra da razão (citada no *Processo Administrativo nº 32/92*, datado de 22 de abril de 1993). O período subsequente, de 1996 a 2000, (Presidência de Gesner de Oliveira) é marcado pelo fortalecer da análise econômica, que assume nítido caráter chicagano. Extremamente revelador é o texto da Resolução CADE nº 20, de 9 de julho de 1999, que consolida a interpretação do *traspasse* sobre as várias condutas em seus anexos, seguindo com rigor a cartilha de Chicano.

meio lugar, é necessário estar claro que não apenas a lealdade, mas também, e talvez sobretudo, a garantia da existência é fundamental para uma proteção coerente da concorrência. Não por outra razão que os países que encaram a tutela pela defesa da própria existência da concorrência têm uma história concorrencial muito mais ligada à proteção de valores institucionais e de direito público, que outros que começaram pela proteção inversa. Bons exemplos são as histórias concorrenciais respectivamente de EUA e Alemanha, tendo a última inegavelmente permanecido por muito mais tempo que o primeiro ligada a uma proteção privada dos direitos do concorrente.⁵¹ No Brasil, efeito positivo teve sem dúvida a Lei nº 4.132/62 que trouxe consigo a idéia da proteção da existência da concorrência, exatamente através das condutas tendentes à dominação do mercado, idéia incorporada pela lei atualmente em vigor (Lei nº 8.884/94) que são ora objeto de estudo. Não é exagerado portanto afirmar que esse texto legal é um marco fundamental na introdução da visão institucional da proteção da concorrência no país.

O segundo elemento é mais prático e de certa forma ligado ao primeiro. Para que seja possível uma real proteção da existência da concorrência é preciso afastar-se do requisito de existência de prejuízo efetivo (ao concorrente) e aproximar-se da idéia de efeito potencial. Com efeito, a jurisprudência concorrencial brasileira só conseguiu livrar-se das influências privatísticas quando substituiu no controle das condutas o requisito do prejuízo efetivo pelo efeito potencial. Isso corresponde nada mais nada menos que a substituir a tutela repressiva (típica do direito privado) pela tutela preventiva também no campo das condutas.

A questão da cláusula de restabelecimento é uma das melhores contraprovas dessa evolução. Ela se encaixa

na categoria das chamadas restrições secundárias ou anciliares (*ancillary restraints*). São elas restrições necessárias para a obtenção de objetivos lícitos.

Durante muito tempo, acreditou-se que esses objetivos não precisariam ser necessariamente relacionados a efeitos pró-competitivos. O caso clássico, comumente citado, é a obrigação do vendedor de um estabelecimento de não se restabelecer no mesmo ramo.⁵²

52

No Brasil é famosíssima a decisão do caso da Companhia de Jua, um dos marcos da chamada fase privatista do direito da concorrência, na qual se reconhece esse tipo de justificativa. A ação foi proposta pelos compradores da Companhia de Tecidos de Jua contra seu vendedor, Antônio Álvares Leite Penteadó e sua nova empresa, a Companhia Paulista de Araiagens. O pedido de indenização ora formulado aponta para o fato de que, um ano após a venda da Companhia, seu vendedor constituiu nova empresa, no mesmo ramo comercial, fato que, segundo a petição, retomava da empresa um de seus principais bens incorpóreos, a clientela - diminuindo-lhe, por conseguinte, o valor. Para fundamentar seu pedido, alegavam as requerentes que na compra da Cia de Tecidos de Jua o valor pago pela empresa incluía não apenas seus ativos tangíveis, mas também a clientela da companhia e seu prestígio, conquistado pelo dono anterior, Sr. Álvares Penteadó. Os argumentos apresentados por Ruy Barbosa em defesa do vendedor - argumentos esses que permitiram decisão favorável ao vendedor em apelação de acórdão do Supremo Tribunal Federal - centravam-se em dois pontos: (i) a cessão de clientela não priva o cedente de se restabelecer com um estabelecimento semelhante; (ii) ainda que fossem permitidas em certos ordenamentos as cláusulas de restrição de restabelecimento, tais cláusulas não poderiam ser absolutas (em virtude do argumento "i"). Portanto, para que se proíba o restabelecimento do cedente sem que se fra sua liberdade, a razoabilidade da restrição é imprescindível. Tal razoabilidade seria analisada, em especial, no tocante ao tempo e amplitude territorial da restrição. Óbvio é que uma restrição permanente, que se aplique a uma superfície territorial ilimitada seria ilícita desse ponto de vista. Nos EUA, já em 1898 a Suprema Corte reconheceu, em vários casos, que *ancillary restraints*, mesmo restringindo a competição entre as partes, não constituíam ilícitos concorrenciais - v. *United States v. Joint Traffic Association* 171 US 505 (1898); *Northern Securities Co. v. United States* 193 US 197 (1904). Mas talvez a mais famosa interpretação dos *ancillary restraints* não venha da Suprema Corte, mas sim do voto do Juiz Taft em *United States v. Addyston Pipe & Steel Co.* 85 Fed. 271 (6th Circuit 1898). Tratava-se, no caso, da discussão a respeito da obrigação de não competir assumida pelos sócios de uma sociedade. Essa obrigação foi considerada "ancillar" e fundamental para o funcionamento da sociedade. Na decisão, Taft enumerou cinco tipos de *ancillary restraints* considerados lícitos e compatíveis

51 V., a respeito das histórias concorrenciais de ambos os países, os comentários em C. Salomão Filho, *Direito concorrencial - as estruturas*, cit., pp. 60 e ss.

Hoje, a concepção modificou-se. Direta ou indiretamente, sente-se a necessidade de demonstrar que não há efeito anticompetitivo.⁵³ A maior demonstração disso parece ter sido a necessidade de se criar uma nova regra da razão. Trata-se da chamada teoria do balanço concorrencial.

Essa doutrina, utilizada em algumas decisões da Corte CE (UE), sustenta que a análise de razoabilidade a ser feita resume-se à verificação da existência de efeitos pró-competitivos que superem os anticompetitivos.⁵⁴ É verdade que essa doutrina tem aplicação limitada aos

com o Sberman Act: a obrigação assumida por uma empresa de não competir com o comprador de forma a diminuir o valor da empresa adquirida; a obrigação do sócio retirante de não competir com a sociedade; a obrigação do sócio de não competir com a sociedade; a obrigação do comprador de uma propriedade de não usá-la para competir com a empresa do vendedor, e a obrigação do empregado de não competir com o empregador após a expiração de seu tempo de trabalho. Inspiração privatista, de preservação do valor da coisa vendida ou alienada, é bastante óbvia. Na verdade, o que está por trás dessa teoria original dos *ancillary restraints* é a proteção da clientela.

53 Como destaca P. Manzini, essa necessidade é bem sensível nas decisões da Corte CE (UE), que mesmo quando utiliza expressamente a teoria dos *ancillary restraints* acaba por tentar demonstrar, em outras passagens, que não há efeito anticoncorrencial – v. a respeito as decisões dos casos Remia (decisão de 11.07.1985) e Pronuptia (decisão de 28.01.1986) cit. in P. Manzini, *L'esclusione della concorrenza nel diritto antitrust comunitario*, Milão, Giuffrè, 1994, pp. 133-184. Nos EUA, a mudança jurisprudencial se faz sentir de forma mais direta. É verdade que isso se deu não através de uma modificação da teoria dos *ancillary restraints* mas de sua ampliação para atingir casos em que as restrições à concorrência são objetivos secundários em relação ao objetivo de melhorar a troca de informações entre concorrentes, melhorando assim as condições de comercialização, distribuição e concorrência, em benefício do consumidor. Nesses casos, decisiva para a verificação da licitude é a situação de poder no mercado. Se a concentração do mercado indicar que a troca de informações cria o risco de levar à formação de cartéis, a prática é considerada ilícita – v. nesse sentido as decisões de *Maple Flooring Manufacturers Association v. United States* 268 US 563 (1925) e de *United States v. Containner Corp. of America* 393 US 333 (1969).

54 Cf. a respeito P. Manzini, *L'esclusione della concorrenza nel diritto antitrust comunitario*, cit., pp. 185 e ss.

casos de restrições à distribuição. O que se procura verificar, portanto, é se o aumento da competição intermarcas supera a restrição da concorrência intramarca. Porém, ainda assim, representa uma teorização de uma tendência que, na prática e nas decisões dos casos concretos, já se tem feito sentir de há muito, até porque corresponde a uma necessidade lógica.

Assim sendo, para o fim de avaliar a cláusula de não concorrência, em cada alienação de controle será necessário fazer apropriada mensuração do mercado relevante e então identificar se o seu cumprimento implicará restrição relevante à concorrência (obviamente, a análise da concentração em si causada pela alienação de controle é matéria de controle das estruturas, objeto de análise em separado). Para isso necessariamente deverá ser feito um “balanço concorrencial”, ou seja, ter em conta o quanto a introdução (indireta) de um novo agente econômico no mercado ampliará a possibilidade de escolha do consumidor. Só após essa avaliação, baseada em dados de mercado, será possível avaliar a cláusula de não-concorrência.⁵⁵

55 Sob esse enfoque, o prazo limite de cinco anos para a cláusula de não-concorrência adotado como critério de licitude por boa parte da jurisprudência mais antiga nessas cláusulas parece ser uma simplificação exagerada da questão (o art. 1.147 do Código Civil de 2002 consagrou esse entendimento, reconhecendo o prazo de cinco anos). Na verdade, a análise relevante é a dos impactos sobre a concorrência. Se ocorrer eliminação de parte substancial da concorrência, o prazo de cinco anos pode ser muito longo; se não houver impacto qualquer, esse prazo pode, ao contrário, ser excessivamente restrito. Somente caso as consequências para a concorrência não sejam claras ou mensuráveis, é imaginável aplicar estritamente o critério dos cinco anos. Tanto é verdade que o CADÉ vinha relativizando esse prazo em suas mais recentes decisões (v. AC nº 08012.010301/09-09, AC nº 177/95 e AC nº 179/97 – prazos de mais de cinco anos). É de se esperar que essa interpretação publicista, que dá ênfase aos efeitos no mercado, use os cinco anos apenas em caso de incerteza do impacto concorrencial (mesmo após o dispositivo do Código Civil de 2002). A justificativa para tanto é simples: a Lei nº 8.884/94 – lei especial – não é revogada pelo Código Civil. Assim, o art. 1.147 só encontrará aplicação no que não conflitar com os arts. 20 e 21 da Lei nº 8.884/94.

c) A proteção dos acionistas não-controladores

91. Este é o grande tema de discussão atual, em matéria de cessão de controle acionário, embora esteja longe de ser, como acabamos de ver, o único interesse envolvido no negócio.

Antes de enfrentarmos o assunto no âmbito do direito brasileiro, vêm ter em mente algumas soluções já dadas ao problema, no direito estrangeiro.

Nos Estados Unidos, a lei e a jurisprudência assentaram alguns preceitos importantes nesta matéria.

Em primeiro lugar, a proibição do *insider trading*.⁵⁶ De acordo com o disposto no art. 16 (a) do *Securities Exchange Act* de 1934, os administradores (*directors e officers*) de sociedades, cujos títulos são admitidos à cotação bolsística, e bem assim toda pessoa que detém, direta ou indiretamente, 10% de determinada categoria de ações cotadas, tem a obrigação de enviar à *Securities and Exchange Commission* relatórios mensais, com a indicação de eventuais alterações no número de ações possuídas. O mesmo artigo, em sua alínea b, estabelece a perda, em proveito da própria sociedade emissora, de todo o lucro obtido com a recompra ou a revenda de suas ações, dentro de seis meses a partir da venda ou da compra anterior, que essas pessoas hajam feito. Trata-se de uma ação social, que compete, portanto, antes de tudo à sociedade. Mas se esta não a intentar dentro de 60 dias, a contar da data de sua intimação para tanto, qualquer acionista tem legitimidade, como autêntico substituto processual, para fazê-lo (*derivative action*). A proibição é de ordem formal, de sorte que o autor da demanda não precisa demonstrar a culpa ou má-fé do réu.

Uma lei de 1964 estendeu a aplicação dessas normas às ações não cotadas em Bolsa, quando o número dos acionistas da sociedade emissora é igual ou superior a 500 e o ativo social de pelo menos um milhão de dólares.

Em maio de 1942, valendo-se da competência normativa que lhe foi atribuída pelo art. 10 (b) da mesma lei, a SEC editou a famosa Regra n° 5 que, em termos vagos, declara ilegal a utilização de qualquer meio ou artifício fraudulento, a emissão de declarações inverídicas ou a ocorrência de

omissões intencionais na compra e venda de valores mobiliários.⁵⁷ De início, a SEC atuou na esfera de seus poderes administrativos, punindo as intuições autorizadas a intervir no mercado de capitais — notadamente os *brokers e dealers* — que tivessem participado de manobras desse tipo. Em seguida, passou a coadjuvar as pretensões dos particulares lesados, em ações de indenização contra os responsáveis, intervindo no processo na qualidade de *amicus curiae*. Desde então, os tribunais federais reconhecem sem exceção, ao particular lesado pela violação das regras editadas pela SEC, um direito de ação próprio.

É, pois, com base nessas normas legais e administrativas que os acionistas não-controladores, por ocasião de uma cessão de controle, podem fazer valer os seus interesses no sentido de obter uma indenização, correspondente à diferença de preço entre a venda de suas ações e a das ações dos ex-controladores. Mas ainda é preciso que eles tenham, efetivamente, vendido todas as suas ações, ou parte delas.

92. A jurisprudência norte-americana veio, aos poucos, completar essa tutela do acionista não-controlador.

Os tribunais fixaram, numa transferência de controle, têm o direito nistas que não forem partes, numa transferência de controle, têm o direito de obter perdas e danos do ex-controlador, quando ele cede a empresa a pessoas que passaram a defraudar os seus bens. Em particular, já se julgou que essa situação ocorre toda vez que o cessionário do controle se utiliza dos fundos sociais para pagar o preço da cessão, estando o cedente ciente desse resultado, ou devendo razoavelmente supô-lo.⁵⁸

Assentou-se, igualmente, a ilegalidade da estipulação, pelos diretores, de uma compensação econômica pela renúncia aos seus cargos direti-

57 *It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails, or of any national securities exchange, 1. to employ any device, scheme, or artifice to defraud, 2. to make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading or 3. to engage in any fact, practice or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security.*

58 Cf. N. D. Laitin, *The Law of Corporations*, cit., pp. 306/301. Cf., também, uma clara exposição desses *looting cases* no livro de F. H. O'Neal e R. B. Thompson, *Oppression of Minority Shareholders*, Chicago, 1975, p. 183.

56 Cf. F.K. Comparato, "Insider Trading: Sugestões para uma Moralização do nosso Mercado de Capitais", in *RDM*, nova série, 1971, n° 2, p. 41, reproduzido em *Novos ensaios e pareceres de direito empresarial*, Rio de Janeiro, Forense, 1978, p. 3.

vos, por ocasião de uma transferência de controle.⁵⁹ Mas a ação, aí, é proposta no interesse da própria sociedade (*derivative action*).

93. Já há muito, no entanto, a doutrina vem manifestando sua inconformidade, diante da insuficiência dessa disciplina legal e jurisprudencial. Em seu famoso estudo de 1932, Berle e Means esboçaram a tese de que o poder de controle faz parte do ativo social e que o seu valor deve, portanto, ser pago à própria companhia, e não aos controladores.⁶⁰ Mas essa teoria do controle, enquanto *corporate asset*, não logrou obter a adesão de ninguém.⁶¹ Observou-se que ela implicaria sempre o ajustamento, pelos acionistas não-controladores, de uma ação social *uti singuli* (*derivative action*), produzindo, indiretamente, um benefício para os novos controladores, sobretudo se acionistas majoritários, pois eles participam, em posição privilegiada, dos lucros sociais. A situação seria levada ao extremo da contradição, se tivesse ocorrido a cessação de todas as ações em que se divide o capital social, pois então o novos controladores já não partilhariam com ninguém esse valor do controle, vertido para o patrimônio social.⁶² Ademais, ainda que pagando esse valor à própria companhia, como quer a tese, é bem de ver que oscessionários do controle tê-lo-iam de qualquer forma adquirido, em contrato comutativo. Como recusar-lhes, então, o direito de vendê-lo em seu próprio benefício?

Superando essa contradição, sustentou-se, mais recentemente, a tese da igualdade de oportunidades de todos os acionistas, por ocasião de uma cessação de controle,⁶³ ou seja, toda vez que um acionista de controle vende as suas ações, qualquer outro acionista da mesma classe deve ter direito a

igual oportunidade para vender as suas, nas mesmas condições. Se o cessionário deseja adquirir menos de 100% das ações da companhia, nenhum acionista — a começar pelo controlador — pode pretender vender-lhe todas as ações que possui. A venda deve ser feita sempre *pro rata* entre todos os acionistas.

Já se notou, porém, o grande irrealismo dessa teoria, no que tange às cessões de controle minoritário ou, mesmo, de controle majoritário pouco superior à metade das ações votantes.⁶⁴ Para o controlador, esse tipo de cessão *pro rata* é francamente desinteressante, pois equivale à negativa do reconhecimento de seu poder exclusivo de dominação. Igualmente sem interesse seria um negócio desse tipo para o cessionário, não só porque impede, praticamente, o sigilo na condução da operação, como ainda por alongar e complicar o procedimento negocial.

94. Essa última teoria, como se vê, aproxima da disciplina das *tender offers* a regulamentação dos negócios de cessão de controle. A mais recente jurisprudência norte-americana tende a adotá-la, mas eram outras bases, ao estender aos controladores o dever de boa-fé (*fiduciary duty*), que a *common law* atribui a todo administrador de bens alheios, notadamente aos administradores de uma companhia.

Assim ocorreu, por exemplo, no *leading case* Perlman v. Feldmann.⁶⁵ Feldmann, familiares e amigos possuíam 37% do capital volante da Newport Steel Corporation, estando as demais ações espalhadas por vários milhares de acionistas. Feldmann era presidente do conselho de administração e também presidente da companhia, que fabricava chapas de aço. Em conjunto normal, a empresa era marginalizada no mercado, estando suas instalações francamente obsoletas. Sobrevindo, no entanto, em 1950 a Guerra da Coreia, criou-se uma situação de extrema escassez de chapas de aço em todo o mercado norte-americano. Um grupo manufatureiro de produtos acabados de aço decidiu constituir uma companhia subsidiária, a

59 Cf. N. D. Lattin, *ibidem*.

60 "... the Power going with 'control' is an asset which belongs only to the corporation; and that payment for that power, if it goes anywhere, must go into the corporate treasury" (*The Modern Corporation and Private Property*, Nova Iorque, Ed. Revisã, 1967, pp. 216/217). Logo adiante, porém, reconheciam: "In effect, a position of 'control' is a valuable piece of property to its holder, and so regarded; its value arises out of the ability which the holder has to dominate property which in equity belongs to others. And the Law thus far has been unable to deal with the situation".

61 Cf. a decisão no caso Honigman v. Green Giant Co., 309 F. 2d 667 (8th. Cir. 1962), transcrita em Walter J. Blum e Stanley A. Kaplan, *Materials on Reorganization, Recapitalization and Insolvency*, Boston e Toronto, Little Brown, 1969, pp. 23 e ss.

62 Cf. N. D. Lattin, *The Law of Corporations*, cit., pp. 303/304, 310, 312.

63 Cf. W. D. Andrews, "The Stockholders Right to Equal Opportunity in the Sale of Shares", in *Harvard Law Review*, vol. 78, janeiro de 1965, n.º 3, p. 505.

64 Cf. J. S. Letts, "Sales of Control Stock and the Rights of Minority Shareholders", *BL*, 1971, pp. 63 e ss.

65 Perlman v. Feldmann, 219 F. 2d 173 (2d Cir. 1955), cert. denied, 349 U.S. 952 (1955). Cf., sobre o caso, o substancial artigo de R. W. Jennings, "Trading in Corporate Control", in *California Law Review*, vol. 44, março de 1956, n.º 1, p. 1.

Cf., também, L. J. Connolly, "Perlman v. Feldmann and the Sale of Control — A Brief Reconsideration", in *BL*, 1971, pp. 1.259 e ss.

Wilport Corporation, com a finalidade exclusiva de adquirir fábricas produtoras de chapas de aço. Essa companhia adquiriu as ações de Feldmann, seus familiares e amigos, na Newport Steel Corporation, por 20 dólares cada, quando o valor contábil era de 17, e a cotagem no mercado de balcão não superava 12 dólares. Imediatamente após o negócio, Feldmann e os demais membros do conselho de administração renunciaram a seus cargos, sendo substituídos por homens indicados pela Wilport Corporation.

Diante desses fatos, um grupo de acionistas minoritários intentou, contra os cedentes, uma ação social *uni singuli* (*derivative action*), alegando: a) que o negócio não foi uma venda pura e simples de ações, mas uma cessão ilegal de controle societário; Feldmann, em sua qualidade de administrador e principal acionista da companhia, tinha deveres específicos para com os demais acionistas (*fiduciary relationship*), não lhe sendo lícito, portanto, aproveitar-se de sua posição para obter, em troca dela, uma vantagem pessoal; b) o ágio ou sobrepreço, pago pelas ações dos controladores, correspondeu à venda de um bem social (*corporate asset*), isto é, no caso, o poder de decidir sobre o escoamento da produção da companhia, em período de extraordinária escassez do produto.

A ação foi julgada improcedente em primeira instância, entendendo o julgador que o poder de controle constituía um valor inseparável do das próprias ações transferidas. Tal decisão foi, porém, reformada em grau de recurso, julgando o tribunal que o preço do controle era perfeitamente apurável e distinto do valor das ações, determinando que tal ágio fosse partilhado entre os cedentes das ações e os autores da demanda. Essa solução, como salientou a doutrina,⁶⁶ não correspondeu, exatamente, à natureza da demanda intentada, que era uma ação social de responsabilidade, implicando, por conseguinte, que o montante da condenação dos réus fosse atribuído à própria sociedade.

É de se notar, todavia, que a cessão de controle, no caso, causou efetivo dano aos acionistas não-controladores, dado que o cessionário fez o negócio a fim de garantir para si um suprimento dos produtos fabricados pela companhia, a preços inferiores aos do mercado, no momento. E o cedente sabia disso. Portanto, com a transferência do controle, houve um lucro cessante para a companhia e, por via de consequência, também para os próprios acionistas não-controladores.

Em dois casos posteriores, os tribunais californianos tiveram ocasião de confirmar a teoria do dever de boa-fé dos controladores perante os demais acionistas, numa venda de controle. E igualmente, em ambos esses casos, verificou-se que o negócio prejudicou, de modo efetivo, os não-controladores.

Em *Brown v. Halbert*,⁶⁷ Halbert tinha 53% das ações votantes de uma companhia, na qual exercia o cargo de diretor-presidente e presidente do conselho de administração. Tendo sido procurado pelo diretor de uma sociedade concorrente, que desejava adquirir o acervo empresarial da companhia, Halbert propôs-lhe, desde logo, a cessão de seu bloco de controle, o que foi efetivamente realizado, pelo preço correspondente a duas vezes e meia o valor contábil das ações ou aproximadamente 1.500 dólares por ação. Os demais acionistas, não informados dessa transferência de controle, concordaram em vender suas ações por 300 dólares cada. O próprio Halbert aconselhou alguns acionistas a realizar a venda nessas condições. O tribunal condenou Halbert a partilhar com os acionistas demandantes o montante total do preço recebido no negócio, de modo que nenhum deles auferisse vantagem em relação ao outro.⁶⁸

Num segundo caso, ainda mais interessante,⁶⁹ tratava-se de uma companhia fechada, cuja ações não circulavam no mercado devido ao seu elevado valor nominal e a outros fatores. Recusando uma reforma estatutária para reduzir o valor nominal das ações, os acionistas majoritários constituíram outra companhia, com a conferência das ações detidas na primeira, na proporção de 250 ações novas por uma antiga. Logo, em seguida, a nova companhia procedeu à venda das ações recebidas em conferência de bens, e o preço assim recebido foi utilizado, em sua maior parte, para um reembolso de capital. Acionistas minoritários da primeira companhia intentaram uma demanda contra a sociedade constituída pelos majoritários, e

67 *Brown v. Halbert*, 271 Cal. App. 2d 262, 76 Cal. Rptr. 781 (1969).

68 Em seus consideranda, declarou o tribunal: "The rule we have adopted here simply is that the duty of the majority stockholder-director, when contemplating the sale of the majority stock at a price not available to other stockholders and which sale may prejudice the minority stockholders, is to act affirmatively and openly with full disclosure so that every opportunity is given to obtain substantially the same advantages that such fiduciary secured, and for the full protection of the minority" (citado por Latin, *op. cit.*, p. 308). De notar-se que o tribunal combinou, aí, o princípio do *fiduciary duty* do controlador-diretor com a teoria da igualdade de oportunidades dos acionistas.

69 *Jones, V. H. E. Ahmanson & Co.*, 1 Cal. 3d 93, 81 Cal. Rptr. 592, 460 P. 2d 464 (1969).

66 R. Jennings, "Trading in Corporate Law", *cit.*, p. 5; N. D. Latin, *The Law of Corporations*, *cit.*, p. 303.

contra estes solidariamente, na qual pretendiram que estes adquirissem as ações deles, autores, por um valor equivalente às ações dos réus, por ocasião da constituição da *holding*. Acollendo a ação, a Corte Suprema da Califórnia declarou que "os acionistas minoritários devem ser colocados em posição pelo menos tão favorável quanto a que os majoritários criaram para si próprios".⁷⁰

Se alguma conclusão provisória pode ser tirada da evolução do direito norte-americano nessa matéria, é que ainda não se reconhece, claramente, um direito dos acionistas não-controladores à participação no âmbito recebido pelo cedente do controle. O que existe, antes, é um severo exame dos tribunais quanto às repercussões econômicas dos negócios desse tipo sobre o patrimônio da companhia e, indiretamente, sobre o investimento acionário dos não-controladores.

Nota de Texto 58 É possível, mesmo no ordenamento brasileiro, procurar identificar a existência de um dever fiduciário do controlador em relação ao acionista minoritário no momento da alienação de controle. Essa idéia leva a considerações dogmáticas e práticas bastante interessantes. O art. 116 da lei societária faz referência ao dever do controlador de respeitar o interesse social, utilizando a palavra poder. Tal poder, decorrente do direito de propriedade do controlador sobre as ações, ainda que não redutível a ele, manifesta-se não apenas no seu uso (direito de voto) mas também em sua alienação (direito de disposição). Ademais, exercendo o controlador verdadeiro poder de disposição sobre os bens de outrem (os minoritários), "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, i.e., de todos os sócios *uti socii*. Trata-se, portanto, de um poder-dever, a meio caminho entre o *jus* e o *munus*".⁷¹

A pergunta que então se coloca é: se esse poder-dever do controlador existe exclusivamente no âmbito das decisões societárias ou também prevalece no âmbito de negócios extra-societários como na realização de negócios com ações representativas do capital da sociedade? Para os autores que pretendem reconstruir as relações entre sócios como relações fiduciárias ou ainda baseadas nos deveres de lealdade típicos do *trust*, a resposta é uma afirmativa simples. Decorre diretamente da amplitude dos deveres de lealdade no *trust*.⁷²

A razão para a resposta afirmativa pode ser, no entanto, ainda mais direta e baseada na negativa da existência de negócio extra-societário. Exatamente por ser um poder-dever (ou uma função social), os bens que instrumentalizam o controle devem estar aptos a desempenhá-la. Evidentemente, alienar o controle para pessoa ou grupo de pessoas que possam trazer prejuízo à organização empresarial não cumpre essa função. Assim, o negócio de alienação de controle, exatamente por não envolver apenas o bem "ações", mas o verdadeiro controle sobre a organização empresarial e consequentemente o controle de patrimônios e até destinos alheios, não pode ser considerado um negócio privado.⁷³

A diferença entre a construção baseada no dever fiduciário e aquela baseada na função social do poder de controle não é, no entanto, meramente acadêmica. Tem relevantes consequências práticas. Enquanto a primeira vê no controlador um fiduciário ou um *trustee* dos acionistas minoritários,⁷⁴ a segunda impõe ao controlador marcadamente deveres relativos à comunidade em que atua e à própria sociedade.

72 V. E. Salomão Neto, *O trust e o direito brasileiro*, cit., pp. 155 e ss.

73 V. H. Wiedemann, *Gesellschaftsrecht*, cit., p. 451.

74 Cf. E. Salomão Neto, *O trust e o direito brasileiro*, cit., pp. 102 e ss., com transcrição de casos da jurisprudência anglo-saxônica em que o dever fiduciário na alienação de controle é definido como tendo como beneficiário o acionista minoritário (verdadeiro *cestui qui trust*).

70 Cf. N. D. Latin, *The Law of Corporations*, cit., pp. 309/310.

71 Cf. F. K. Comparato, *O poder de controle na sociedade anônima*, Rio de Janeiro. Forense, 1983, pp. 100-101.

Como já demonstrado em doutrina, ambas foram acolhidas pela lei societária.⁷⁵ O art. 116, parágrafo único, da lei é demonstração flagrante dessa escolha legislativa. Se é assim, cumpre verificar as hipóteses e consequências das diferentes capitulações legais.

Em primeiro lugar, é preciso identificar a consequência do descumprimento de um dever fiduciário perante o minoritário. Trata-se, segundo doutrina e jurisprudência, da possibilidade de pleitear a divisão do sobrepreço obtido pela acionista majoritário. Esses dispositivos são mencionados inclusive como base para a criação da disciplina brasileira da oferta pública de aquisição de controle. Hoje, limitada a extensão da oferta pública aos detentores das ações com direito a voto, cumpre indicar se e em que casos seria possível a aplicação dos dispositivos referentes aos deveres fiduciários mesmo em ausência de lei.

De imediato, salta aos olhos que a proteção de deveres fiduciários, ainda que previstos em lei, por parte de terceiros prejudicados na alienação de controle só poderá ocorrer em presença de demonstração de existência de prejuízos. Trata-se portanto de uma espécie do gênero responsabilidade extracotratual societária, semelhante à prevista para os casos de abuso de poder e análogo, para os minoritários, ao previsto no art. 246 da Lei das S.A. para a proteção da sociedade.

Ora, não se pode identificar a existência de prejuízos em qualquer alienação de controle. Por mais que se pretenda proteger os interesses dos minoritários com ações sem direito a voto, não é possível fundamentar a obri-

gatoriedade de extensão da oferta pública a todos, existente na lei antiga, na necessidade de evitar um prejuízo material para todos os minoritários. Trata-se, ao contrário, da tentativa justa, em face de um legítimo princípio de democracia acionária, de estender um benefício ao minoritário.

Essa é a regra geral. Mas então é possível perguntar: não existem casos em que a inclusão de todos os minoritários no processo de alienação de controle é obrigatória para evitar-lhe um prejuízo? A resposta é afirmativa. As hipóteses são de mais fácil identificação que à primeira vista possa parecer.

Uma primeira hipótese, bastante óbvia, é aquela em que a alienação de controle, por si só, é capaz de fazer baixar o valor das ações da companhia. Imagine-se, por exemplo, que a reputação do adquirente sugira ao mercado uma radical mudança de avaliação relativamente à companhia.⁷⁶ Nessa hipótese o prejuízo para os minoritários é bastante evidente.

Outra hipótese é aquela analisada na Nota de Texto 52, em que há interesse no desaparecimento puro e simples da empresa, da organização ou mesmo há interesse exclusivamente em um ativo específico. Nesse caso como foi visto o tratamento igualitário decorre do próprio art. 116, parágrafo único. A razão está exatamente na ideia de deveres fiduciários.

A visão dos deveres do controlador a partir da função social (de seu poder) exige, ao contrário, a consideração dos vários interesses envolvidos quando da alienação de controle. Exige, portanto, atenção ao interesse

75

A diferença do autor citado na nota anterior, a posição aqui defendida quanto aos deveres fiduciários é que eles têm origem não em mera importação ou adaptação de conceitos de *Common Law*, mas sim na própria tradição de *Civil Law*. A origem estaria no conceito e contornos jurídicos da *fiducia* dos sistemas de *Civil Law*, que foram posteriormente adaptados às necessidades do direito societário. V. — para uma exposição mais detalhada da posição defendida sobre a origem e a natureza dos deveres fiduciários — C. Salomão Filho, "Deveres fiduciários do controlador", in *Novo Direito Societário*, 3ª ed., São Paulo, Malheiros, 2006, pp. 167 e ss.

76

V., nesse sentido, G. D. C. Pereira, *Alienação do poder de controle acionário*, São Paulo, Saraiva, 1995, p. 60, que, após identificar esse possível prejuízo, afirma, justificando a então vigente regra da oferta pública: "Do ponto de vista contratual não é demais relembrar que cessão de controle se lhes assoma (aos minoritários) como *res inter alios acta*". Por isso a regulação societária da matéria (v. Parte II, Cap. II) preocupou-se em comportar alguns desses interesses na companhia aberta, indo inclusive, em alguns aspectos, mais longe do que aqui se indica.

social e à sua definição institucional-organizativa, sob pena de ineficácia do contrato que originou a transferência de controle (ineficácia oriunda do descumprimento de sua função social).⁷⁷

96. Como se vê, há uma certa tendência, em alguns países desenvolvidos do Ocidente, a assegurar a todos os acionistas, na hipótese de transferência onerosa de controle, uma igualdade de tratamento.

No Brasil, igual tendência já se vinha manifestando há vários anos. Em 1972, logo após escandalosa cessão de controle de um banco comercial, em que os acionistas controladores abusaram de sua posição para adquirir ações da minoria, revendendo-as a seguir, no bojo do negócio de alienação do controle, a preço várias vezes superior ao da aquisição, foi apresentado à Câmara dos Deputados um projeto de lei, dispondo que "na transferência de controle acionário, por venda, os acionistas minoritários nas sociedades anônimas de capital aberto receberão por suas ações preço igual ao estabelecido para as ações do grupo ou grupos majoritários".⁷⁸ Em alguns negócios de cessão de controle de bancos, o Banco Central ou as Bolsas de Valores intervieram, a fim de forçar o cessionário a lançar uma oferta pública de aquisição das demais ações pelo mesmo preço. Na mensagem com a qual foi encaminhado ao Congresso Nacional o II Plano Nacional de Desenvolvimento (aprovado pela Lei nº 6.151, de 4.12.1974), o Presidente da República declarou que a reforma da lei das sociedades por ações, "com o objetivo de proteger as minorias acionárias e desenvolver o espírito associativo entre os grupos empresariais privados", deveria procurar "evitar que cada ação do majoritário possua valor de mercado superior a cada ação do minoritário".

O projeto de lei de sociedades por ações, após longa hesitação da fase dos anteprojetos, não seguiu, totalmente, essa diretriz.

Diante das hipóteses de alienação de controle de companhia aberta, que dependa de autorização do Governo para funcionar; da compra por companhia aberta do controle de qualquer sociedade mercantil; ou da aquisição, por pessoa jurídica de direito público, mediante desapropriação, do

controle de companhia em funcionamento, hipóteses essas nas quais impôs medidas específicas de compensação em favor dos acionistas minoritários, o projeto limitou-se ao princípio da divulgação da operação. A alienação do controle de companhia aberta deveria ser comunicada, dentro de vinte e quatro horas da sua contratação, à Comissão de Valores Mobiliários e à Bolsa de Valores onde suas ações fossem negociadas, além de divulgada pela imprensa, com a identificação do comprador.

Na "exposição justificativa das principais inovações do projeto", apresentada pelo Ministro da Fazenda ao Presidente da República, tal orientação foi explicada pela realidade do poder de controle e a singularidade da posição jurídica do controlador.⁷⁹

O projeto não passou incólume pelo Congresso, nesse passo. A Câmara dos Deputados ressuscitou, inesperadamente, o projeto Herbert Levy a que já nos referimos, incrustando-o *ipsis verbis* no texto do projeto governamental. No Senado Federal, porém, preferiu-se aprovar outra emenda, transformada no então art. 254.⁸⁰

79 "O Projeto regula a alienação de controle de companhias abertas, a partir das considerações a seguir resumidas:

a) toda economia de mercado atribui valor econômico ao controle da companhia, independentemente do valor das ações que o asseguram; o valor das ações resulta dos direitos, que conferem, de participação nos lucros e no acervo líquido da companhia, enquanto o de controle decorre do poder de determinar o destino da empresa, escolher seus administradores e definir suas políticas;

(...)

d) o Projeto reconhece a realidade do poder do acionista controlador, para atribuir-lhe responsabilidades próprias, de que não participam os acionistas minoritários; seria, pois, incoerente se pretendesse, para efeito de transferência desse poder, negar a sua existência ou proibir o mercado de lhe atribuir valor econômico".

80 "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 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 racionamento, na forma prevista no instrumento da oferta pública.

§ 3º Compete ao Conselho Monetário Nacional estabelecer normas a serem observadas na oferta pública relativa à alienação do controle de companhia aberta." O art. 254 da Lei nº 6.404/76 foi revogado pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997.

77 V. a respeito C. Salomão Filho, "Função Social do Contrato: Primeiras Anotações" in *Revista das Tribunaes*, nº 823, maio de 2004, p. 85.

78 Projeto nº 1.042, de autoria do Deputado Herbert Levy.

A extensão da oferta aos acionistas, minoritários, ainda que limitada a 80%, conforme previsto no art. 254-A da Lei nº 6.404/76, suscita um problema. Trata-se de verdade elementar que o *status* do acionista controlador não se confunde com o de não-controlador, que ações ordinárias não são equípolas a ações preferenciais sem voto; que a situação de poder soberano só mesmo no terreno da demagogia confusa se põe em pé de igualdade com o estado de subordinação ou sujeição. Vai-se, então, impedir que, numa civilização que reduz todos os bens ou valores a mercadorias, as diferenças não se meçam em termos pecuniários?

Ora, minoria e maioria são noções que só fazem senso quando referidas ao direito de voto, a assembleias deliberativas ou a colégios eleitorais. A leitura do texto em outro sentido só serve para baralhar as cartas. No sistema da nova lei acionária, por exemplo, as ações preferenciais sem voto podem ser emitidas até metade do capital social (art. 15, § 2º). Nessa hipótese, quando a lei fala em acionistas majoritários estará, porventura, se referindo aos titulares de ações preferenciais não votantes? Não vemos, portanto, em estrita lógica, nenhuma infringência, pela Resolução nº 401, do texto do art. 254 da lei.

Sem dúvida, a expressão “acionistas minoritários” não é unívoca na lei. No art. 117, § 1º, ela designa, claramente, todos os não-controladores; enquanto no art. 161, § 4º, alínea a, ela se refere, não menos claramente, apenas a titulares de ações votantes. No art. 215, § 2º, ela volta apresentar a aceção de acionistas não-controladores de modo geral, mas, aí, por uma razão óbvia: durante o processo de liquidação da companhia, “todas as ações gozam de igual direito de voto, tornando-se ineficazes as restrições ou limitações porventura existentes em relação às ações ordinárias ou preferenciais” (art. 213, § 1º). Pode-se, pois, dizer que, tirante a hipótese do art. 117, § 1º, toda vez que a lei se refere a “maioria” ou “minoría”, ela o faz no sentido lógico-semântico acima lembrado.

Na verdade, o art. 254-A reintroduziu um forte elemento de perturbação na economia legal. Mesmo entendida a norma no sentido de equidade e não de igualdade absoluta, leva a certas ambigüidades.

Por que prever a tutela dos acionistas minoritários apenas nas cessões de controle de companhias abertas, em que existe liberdade de circulação das ações no mercado de capitais? Não é, justamente, nas companhias fechadas que o minoritário, muito mais freqüentemente, se encontra bloqueado, sem ter outro comprador para as suas ações senão o próprio controlador, que costuma oferecer, por elas, um preço vil?

Ninguém nega que o controle sobre bens empresariais tem um valor próprio e distinto do valor desses mesmos bens, objetivamente considerados.

Um autor norte-americano afirmou o óbvio, ao declarar que “de modo geral, o poder de controlar a eleição de diretores e, portanto, de gerir e controlar os bens, negócios e o comércio de uma grande companhia, de decidir sobre as diretrizes de sua política empresarial e o dispêndio de grandes somas de dinheiro, de indiretamente nomear e fixar a remuneração de seus prepostos e representantes, é um bem valioso ou poder de grande valor, mesmo se a companhia se encontra apenas em situação de pagar salários e não dividendos”.⁸¹ Mas será lógico partilhar esse valor entre os que não assumem as responsabilidades do poder, num sistema econômico que justifica a apropriação do lucro empresarial, perante os trabalhadores, justamente com base no exclusivismo da responsabilidade empresarial? Para serem consequentes, os partidários dessa “democratização” do poder de controle deveriam propugnar a partilha do seu preço, por ocasião dos negócios de cessão, entre todos os componentes do complexo empresarial, não somente do corpo acionário, mas também do quadro de empregados.

Dir-se-ia que o princípio da extensão da oferta aos acionistas minoritários preside, com razão, as operações de oferta pública de aquisição de controle e que, no caso, haveria mera aplicação desse princípio à hipótese análoga. Mas é esquecer que as *take-over bids* foram criadas, exatamente, para obviar a recusa do controlador em ceder o controle.

Ademais, essa tese da extensão da oferta aos acionistas minoritários só parece existir quando as transferências de controle se fazem com lucro. Significa isto que os interesses dos acionistas não controladores só devem ser protegidos em função desse lucro? Tomemos, por exemplo, o caso freqüente do titular do controle majoritário, que cauciona suas ações em garantia de empréstimos concedidos à própria sociedade. Se o credor caucionário executa a garantia e provoca a cessão compulsória do controle, obviamente por um valor aviltado das ações, não se vislumbra, porventura, nenhum interesse digno de proteção dos acionistas não-controladores? Nem se diga que, no caso, não houve cessão voluntária, pois a oneração, como tem sido ensinado sem descontinuar, desde a *jurisprudencia* romana, constitui início de alienação.

81 H. W. Ballantine, *On Corporations*, cit., p. 433.

Por aí se vê que a tese, como toda solução normativa inadequada, peca a um tempo, por exagero e insuficiência.

O indispensável, afinal, é definir com exatidão, preliminarmente, os interesses de um acionista não-controlador, numa sociedade anônima. São eles de dois tipos, como sabido: o interesse puramente especulativo, ligado ao jogo das oscilações bolsísticas, e o interesse de uma aplicação rentável de recursos a longo prazo.

Não se vê bem por que o acionista especulador, que não tem nenhuma intenção de se ligar à empresa e que, muitas vezes, nem mesmo, conhece a sua carteira de ações, administrada por outrem, deva ser protegido nas cessões de controle. Chegar-se-ia, em caso contrário, até a suscitar a especulação da mudança de controle, isto é, a aquisição de ações em vista, justamente, do lucro a ser apurado nessa cessão ulterior.⁸²

Quando se fala em proteção do acionista não-controlador, tem-se em mira, evidentemente, o acionista ligado à empresa, o verdadeiro investidor. Mas o seu interesse, no caso, é o de um investidor de risco, que adquire ações e não o controle. É o interesse do capitalista, não do empresário.

Nota de Texto 59 Esses argumentos são fortes e bem construídos.

Do ponto de vista pragmático e dogmático existem no entanto os seguintes argumentos em contrário.

A lei societária brasileira é, à toda evidência, extremamente parcimoniosa, em matéria de regras protetivas dos minoritários investidores que querem permanecer na empresa. Dada essa realidade, é inegável que a possibilidade de ganho no momento da alienação de controle é importante garantia financeira e estratégica para acio-

nistas investidores. Financeira, por representar possibilidade efetiva (ainda que limitada a 80%)⁸³ de ganho e estratégia por garantir que poderá não se submeter a acionista controlador cujas práticas desconhece e contra a qual tem pouca proteção legislativa. Constitui, portanto, importante estímulo ao mercado de capitais.

Do ponto de vista dogmático, em uma realidade societária como a brasileira que concentra todos os poderes nas mãos do acionista controlador, transferir o controle significa alienar a organização empresarial (v. *supra* Nota de Texto 21). Se é assim e se ela é de titularidade de todos, nada mais justo que dar a todos a oportunidade de vendê-la pelo mesmo preço.⁸⁴

A fraqueza deste último raciocínio é a mesma da hipótese do direito privativo do controlador aventada no texto. Da mesma forma que o que se vende nem sempre é o mero poder de controle sobre a organização empresarial também nem sempre o que se vende é uma organização empresarial, que a seguir será desfeita. Daí a necessidade várias vezes sentida durante os comentários de identificar as hipóteses de cessão da organização empresarial em função do objetivo da alienação a elas ligando ou não um direito de sobrepreço ou indenização idêntica para todos os acionistas da companhia (cf. *supra* Nota de Texto 52).

97. Importa, porém, distinguir, cuidadosamente, a cessão de controle, propriamente dita, da cessão da organização empresarial como um todo. A empresa não pertence ao controlador. Ela não é nem pode ser objeto de propriedade, no sentido técnico-legal. Quando a cessão de controle é realizada como primeira etapa de uma operação mais vasta, de transferência ao novo

82 Como escreveu em forma de lhetes um autor norte-americano, "the power to control the corporation is never shared equally between the entrepreneur and ordinary investors. By definition, the ordinary investor does not want to manage the corporation, while the entrepreneur insists upon it. If no one steps forward to assume control, neither the corporation nor its investors can continue to exist. It escapes easy answer why ordinary investors should benefit each time there is a transfer of control between entrepreneurs" (J. S. Letts, "Sales of Control Stock and the rights of Minority Shareholders", cit., p. 631).

83 Deixa-se de discutir em linha teórica a limitação a 80% por uma razão óbvia. Ela não tem o menor fundamento lógico-sistemático.

84 Evidentemente esse argumento evidencia a incoerência lógica da limitação da oferta a 80% da sua limitação a acionistas titulares de ações ordinárias.

controlador de todo o acervo empresarial, por meio de incorporação, por exemplo,⁸⁵ é absolutamente antijurídico atribuir ao cedente do controle a totalidade do ágio correspondente ao aviamento empresarial. Senão isto privar os não-controladores de seu direito individual de participação no acervo da companhia (art. 109, II). Tal direito é essencial, no sentido de que não precisa vir expresso em lei para ser reconhecido; sua privação equivaleria a suprimir o *status* de sócio. Por isso mesmo, ele se exerce toda vez que a companhia, como organização empresarial autônoma, deixa de existir, total ou parcialmente, seja por liquidação, seja por incorporação, fusão ou cisão (dissolução parcial).

Entre as duas hipóteses da alternativa legal intercorre uma diferença marcante: a supressão da personalidade jurídica da companhia. Já é hora, pois, de voltarmos nossa atenção e dirigirmos nossa análise para esse fenômeno jurídico de capital importância no mundo moderno.

97.1. Sucede, ainda, que a cessão de controle não é apenas uma operação relevante para a sociedade e a empresa cujo controlador é substituído. Ela pode também repercutir — e muito — no adquirente, quando este é também uma sociedade.

Antes de mais nada, a aquisição de controle assim feita determina a criação de um grupo societário, ou a ampliação de grupo já existente. Ainda que se trate de grupo de fato, alheio à regulação convencional prevista no Capítulo XXI da lei de sociedades por ações, ele engendra ou expande relações internas peculiares, devidas à existência de uma estrutura jurídica pluripatrimonial, num conjunto econômico unificado.

A Lei nº 6.404/76, porém, coerente na distinção de regime jurídico entre grupos societários de fato e de direito, não vê nessa aquisição de controle de uma sociedade por outra, em princípio, nada que mereça uma regulação particular. A única hipótese de fato que pareceu relevante ao legislador foi “a compra, por companhia aberta, do controle de qualquer sociedade mercantil” (art. 256). Entendeu-se, desse modo, que o fenômeno econômico importante a ser regulado era o investimento assim efetuado. Tal seja a

sua dimensão e os resultados de exploração mercantil da empresa adquirida, ele pode afetar, substancialmente, o equilíbrio financeiro da companhia adquirente. Ademais, a operação é suscetível de representar a realização de interesse anti-social do acionista controlador, com o aproveitamento de recursos sociais.

Mas a disciplina legal, já de si estreita quanto aos propósitos, apresenta-se ainda deficiente sob outros aspectos.

Onde se fala, assim, em “compra” de controle, é curial se leia “aquisição”, pois não se enxerga nenhuma razão de direito para limitar o alcance das normas legais só à figura da compra e venda, deixando de fora, por exemplo, a troca.

Finalmente, a proteção aos interesses dos acionistas não-controladores da adquirente só se dá quando esta é companhia aberta, o que completa a configuração da companhia fechada, no sistema legal, como organização quase-doméstica, na qual predomina a garantia dos interesses acionários em simples lealdade e confiança mútuas, e na qual todo investimento de acionista não-controlador constitui um risco inassegurável.

Em vez de deixar a hipótese submetida tão-só à censura de abuso de poder de controle (art. 117, § 1º, c), a lei abriu, corretamente, a possibilidade de uma autotutela dos interesses do acionista dissidente, por meio do direito de recesso. Mas, para isso, foi mister levar o assunto à deliberação da assembleia geral, superando-se a instância administrativa pela aplicação da doutrina do *pass-through*.

A renissão ao parágrafo único do art. 247 deve-se entender limitada à hipótese prevista em sua alínea *a*. A relevância do investimento, com efeito, é apreciada isoladamente e não no conjunto dos demais.

Quanto aos critérios constantes do inciso II do art. 256, eles parecem se referir aos três parâmetros de determinação do valor econômico das ações, já previstos em matéria de fixação do preço de emissão (art. 170, § 1º). A determinação do valor de lucratividade de ação ou quota adquirida, no entanto, pela redação tortuosa da norma legal (art. 256, II, c), ainda desafia a argúcia dos intérpretes. Ao que parece, o legislador quis se referir ao lucro esperado, mas esqueceu-se de fixar o prazo prospectivo: no exercício imediatamente seguinte à aquisição, ou nos dois exercícios subsequentes (para melhor comparação com o lucro já apurado, de acordo com a redação legal)?

Também aí, como se percebe, a solução final da problemática aguar-da a necessária decantação da experiência econômica.

85 É o que a prática norte-americana denomina *two-step acquisitions*. Cf. artigo de V. Brudney e M. A. Chirelstein, “Fair Shares in Corporate Mergers and Takeovers”, in *Harvard Law Review*, 1974, p. 297, e, também, o artigo de J. C. Freund e R. L. Easton, “The Three-Piece Suit: an alternative approach to negotiated corporate acquisitions”, in *BL*, julho de 1979, p. 1.679.

Parte III

PERSONALIDADE JURÍDICA E PODER DE CONTROLE

98. Para se compreender um instituto jurídico, não basta analisá-lo, estaticamente, mas importa, também, observar e discutir os problemas que suscita a sua aplicação, na vida social, ou seja, estudá-lo sob o aspecto dinâmico. A fisiologia completa a anatomia.

O que nos interessa, na discussão do tema deste ensaio, não é apenas o plano lógico da composição abstrata de normas jurídicas, mas também a experiência do Direito, efetivamente vivida.

Ora, a dinâmica do poder de controle societário implica uma constante revisão ou correção do princípio da personalidade jurídica, que recobre a atuação do controlador. Por conseguinte, após um capítulo introdutório, consagrado ao tema geral do sentido e valor desse princípio, discutiremos, nos seguintes, alguns problemas particulares ligados à desconsideração da personalidade societária em função do controle.