

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL
INDUSTRIAL, ECONÔMICO E FINANCEIRO

Publicação do
Instituto Brasileiro de Direito Comercial Comparado
e Biblioteca Tullio Ascarelli
e do Instituto de Direito Econômico e Financeiro,
respectivamente anexos aos
Departamentos de Direito Comercial e de
Direito Econômico e Financeiro da
Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

Edição da
Editora Revista dos Tribunais Ltda.

LEVY E SALOMÃO - ADVOGADOS

APONTAMENTOS SOBRE A ALIENAÇÃO DO
CONTROLE DE COMPANHIAS ABERTAS *

MAURO RODRIGUES PENTEADO

1. Acionista controlador e sociedade controladora na Lei 6.404/76 — 2. Alienação do controle acionário: tratamento dicotômico para as companhias abertas e fechadas — Oferta pública — 3. Interveniência da CVM na alienação do controle de companhia aberta — Posição do TFR — 4. Regulação e polícia do mercado de capitais: atribuições da "SEC" e da CVM 5. Natureza jurídica do procedimento da oferta pública para aquisição de ações — 6. Nulidade ou ineficácia do procedimento licitatório e responsabilidade da CVM.

1. Acionista controlador e sociedade controladora na Lei 6.404/76

A lei acionária brasileira de 1976, a par das importantes inovações e aperfeiçoamentos que incorporou ao nosso Direito positivo, destacou-se por disciplinar a figura do acionista controlador (arts. 116 e 117), e, também, por ministrar tratamento abrangente e sistemático ao fenômeno jurídico dos grupos societários (Caps. XX a XXII), tendo sido precedida, nesta última matéria, apenas pela *Aktiengesetz* da República Federal alemã, de 6.9.65.

Mercê um conjunto de regras já considerado como revolucionário,¹ a Lei 6.404/76 trouxe para o proscênio jurídico a figura do detentor do poder de controle da companhia, pessoa física ou jurídica, reconhecendo nessa quarta instância societária como que um novo órgão, onde reside o verdadeiro poder político da companhia.²

Após conceituar o acionista controlador (art. 116) e a sociedade controladora (arts. 243, § 2.º e 265, § 1.º), o legislador definiu-lhes as funções e responsabilidades (arts. 116, parágrafo único, 117, 246 e 276) — deixando de contemplar, todavia, o controle externo e o administrativo ou gerencial — na medida em que centrou a noção de controle na titularidade permanente de direitos de sócio, asseguradora da maioria nas deliberações sociais e no poder de eleger a maioria dos administradores.

No plano conceitual, a legislação do anonimato tem suscitado algumas controvérsias. Enquanto no art. 116 define o acionista controlador associando a referida titularidade de direitos de sócio (alínea "a"), ao *uso efetivo* do poder de direção das atividades sociais (alínea "b"), no art. 243, § 2.º silencia sobre esse último requisito, no tocante aos chamados "grupos de fato", voltando aparentemente a exigí-lo, quando trata dos "grupos de direito" (art. 265, § 1.º).

* Incorporamos a estes apontamentos trechos de Comentário a Acórdão publicado nesta *Revista*, 71/73 e ss., jul.-set./1988.

Diante desses dispositivos, exsurge a dúvida: o exercício efetivo do poder de controle é elemento integrativo da definição de acionista controlador e da sociedade controladora, ou esse atributo é inerente a quem detenha a maioria das ações votantes?

A resposta a essa indagação dividiu os doutrinadores. De um lado alinharam-se aqueles que entendem que o uso efetivo do poder de controle é indispensável à caracterização tanto do acionista controlador, quanto da sociedade controladora,³ chegando alguns autores a asseverar que no art. 243 houve “flagrante omissão do texto legislativo”.⁴ Uma corrente intermediária sustenta que a prova do uso efetivo do poder de controle só é necessária para identificar o acionista controlador — pessoa física, sendo dispensável no relacionamento intersocietário, para caracterizar a sociedade controladora ou de comando, visto que em tais hipóteses o referido exercício é sempre presumido ou suposto.⁵

Por derradeiro, há uma terceira posição doutrinária, que a nosso ver de forma acertada julga necessária a comprovação do uso efetivo do poder de controle apenas no caso de controle minoritário, posto que a detenção da maioria das ações votantes sempre pressupõe o *status* de acionista controlador ou de sociedade controladora ou de comando. É o que se colhe do lúcido magistério de Fábio Konder Comparato: “a exigência do uso efetivo do poder ‘para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia’ somente se compreende, como elemento integrante da definição de controlador, em se tratando de controle minoritário. Neste, com efeito, o titular de direitos de sócio que lhe assegurariam a preponderância nas deliberações sociais, em razão da dispersão acionária, pode manter-se ausente nas assembleias gerais, perdendo com isto, de fato, o comando da empresa. Já no controle do tipo majoritário, porém, o desuso ou o mau uso do poder não é elemento definidor do *status*, pois ainda que o controlador afete desinteressar-se dos negócios sociais, não pode arredar o fato de que o poder de comando se exerce em seu nome, ou por delegação sua, o que a tanto equivale”.⁶

Essa interpretação, que encontra obstáculo sério na letra do art. 116, “a” e “b”, obvia a dificuldade já apontada por Fran Martins, consistente na torturante prova de que alguém exerce efetivamente o poder de controle em determinada sociedade;⁷ esse óbice poderia ser contornado mediante a inversão do *onus probandi*, no caso do controle majoritário: o detentor da maioria das ações com direito a voto somente se eximiria da responsabilidade atribuída por lei ao acionista controlador se provar que outrem, e não ele, exercita efetivamente o poder de comando. É o que se dá nas hipóteses lembradas por Modesto Carvalhosa: “verifica-se comumente o caso na sucessão do acionista controlador por seus herdeiros que não conhecem sequer o negócio empresarial, dirigido, por muitos anos, pelo *de cuius*. Será também a hipótese de legado de ações de controle a instituição filantrópica, totalmente estranha aos negócios da companhia. É igualmente o caso do acionista majoritário que nunca se interessou pelo exercício efetivo do controle, confiando a outro grupo essa atribuição”.⁸

É evidente, entretanto, que a exoneração de responsabilidades deve ser devidamente sopesada, em cada caso concreto, visto que o exercício efetivo do poder de controle por pessoa diversa daquela que detém a maioria das ações com direito a voto pode caracterizar um negócio de delegação, consoante destacou Fábio Konder Comparato, na lição acima transcrita.

Nossos pretórios ainda não tiveram o ensejo de examinar mais amudamente a questão; no único julgado de que temos conhecimento, o Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo julgou configurada a condição de determinado acionista como controlador, a despeito de sua participação minoritária na sociedade, tendo em vista que ele exercia efetivamente e por procuração dos demais, o poder de mando no seio da companhia.⁹

2. Alienação do controle acionário: tratamento dicotômico para as companhias abertas e fechadas — Oferta pública

O poder de controle acionário, é escusado dizer, tem significativo valor econômico, que é melhormente verificado quando de sua alienação. Antes da promulgação da Lei 6.404/76 esse valor era auferido apenas pelo titular do poder de controle e a solução continuaria a mesma, caso vingasse o texto do Projeto do referido diploma legal.

Em decorrência, todavia, de alteração verificada no processo legislativo que aprovou a vigente lei acionária, coexistem entre nós dois tratamentos distintos no tocante à alienação do controle acionário: para as companhias fechadas, a operação circunscreve-se a um negócio privado entre cedente e cessionário, sem beneficiar os acionistas minoritários, ao passo que nas companhias abertas é exigida a realização de oferta pública de aquisição de ações, de sorte a propiciar aos acionistas não controladores tratamento igualitário ao recebido pelo detentor do controle (art. 254).

Essa fórmula dicotômica — que soa injustificável, uma vez que nas companhias fechadas os acionistas minoritários encontram maiores dificuldades para vender as suas ações, a preços equitativos — não constava, como frisamos acima, do texto legal projetado. No Anteprojeto que veio a converter-se na Lei 6.404/76, para a alienação do controle de companhia aberta requeria-se, apenas, a comunicação, dentro de 24 horas da contratação, às Bolsas de Valores e à CVM, bem como a sua divulgação pela imprensa, com a identificação do comprador, não tendo sido prevista a autorização prévia da mencionada autarquia (art. 263). Na Justificação do Anteprojeto, datada de 18.4.74 e apresentada ao Ministro da Fazenda, seus autores, Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, fundamentavam a proposição ponderando que “toda economia de mercado atribui valor econômico ao controle da companhia, independentemente do valor unitário das ações, que o asseguram; o valor das ações resulta do direito, que confere, de participação nos lucros e no acervo líquido da companhia, enquanto que o controle decorre do poder de determinar e definir suas políticas (...) o Anteprojeto 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 efeitos de transferência desse poder, negar a sua existência e proibir o mercado de lhe atribuir valor econômico*”.¹⁰

Os projetistas não acolheram, portanto, a sugestão constante do Projeto de Lei 1.042, que o Dep. Herbert Levy apresentara à Câmara dos Deputados já em 1972, estabelecendo que nas vendas dos controles acionários das companhias abertas os acionistas minoritários teriam o direito de receber preço igual àquele pago aos controladores.¹¹

Diante do texto do Anteprojeto as opiniões se dividiram: de um lado alinharam-se os que advogavam tratamento igualitário aos acionistas minoritários; de outro, aqueles que adotavam a tese dos projetistas da Lei, por considerarem a operação como a alienação do *poder de controle*, e não simples venda e compra de ações. Já na Câmara dos Deputados o citado dispositivo recebeu uma Emenda de autoria do Dep. Alberto Hoffmann, prevendo o tratamento isonômico aos minoritários, Emenda essa que veio a ser absorvida e ampliada, na Câmara Alta, em proposição do Sen. Otto Cirillo Lehmann. Por força desta última Emenda, que se traduziu na redação vigente do art. 254 da Lei 6.404/76, a alienação do controle de companhia aberta passou a depender de prévia autorização da CVM, a quem foi dada a incumbência de assegurar tratamento igualitário aos acionistas não controladores.

Como observou Fran Martins, o texto aprovado assume no contexto da lei um caráter híbrido, por regular a *alienação do controle*, por parte do acionista controlador, e, também, a *compra de ações* para aquisição de controle, matéria sobre a qual a lei já dispunha de modo especial, nos arts. 257 e ss.¹²

A matéria veio a ser regulamentada pelo Banco Central do Brasil (que exercia as atribuições da CVM, enquanto não instalada esta, nos termos do art. 29 da Lei 6.385/76), através da Res. 401, de 22.12.76, mediante mecanismos que propiciam a assunção do controle pelo adquirente, ainda que não compre todas as ações do acionista controlador; e isto porque, segundo esclarece o citado mestre cearense, essa Resolução prevê que a operação seja contratada sob a condição suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição de ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas, de modo a assegurar tratamento igual ao recebido pelo acionista controlador.¹³

A orientação do Anteprojeto, como elucidada Fran Martins, “era consentânea com o verdadeiro sentido do controle acionário, de acordo com o que a lei dispõe a respeito do acionista controlador. Evidentemente, o controle é um poder de que dispõe o acionista titular de ações ou de direitos de sócio que o capacitem a obter a maioria nas deliberações sociais e a faculdade de eleger a maioria dos administradores — poder que, na verdade, não se confunde com as simples ações, apesar de decorrer da titularidade de uma maioria delas. Nessas condições, quando alguém possui o controle de uma sociedade — no caso, o acionista controlador — e o vende, não está vendendo simplesmente as *ações* que possui, mas o *poder* de comandar a sociedade”.¹⁴

No mesmo diapasão, Fábio Konder Comparato obtempera que a solução normativa que acabou por prevalecer peca, a um tempo, por exagero e insuficiência; quanto a esta última, é manifesto que a não adoção desse regime no que respeita às companhias fechadas se afigura inexplicável, posto que nesse tipo societário o acionista não controlador, que não desfruta de liberdade de circulação das ações no mercado de capitais, acha-se muito mais freqüentemente bloqueado, sem ter outro comprador para as suas ações serão o próprio controlador, que costuma oferecer, por elas, um preço vil. Mas em linha de princípio, observa o preclaro jurista, essa proteção aos dois tipos de acionistas não controladores, numa sociedade anônima (o especulador e o aplicador a longo prazo), não se mostra plausível: “não se vê bem porque o acionista especulador, que não tem nenhuma intenção de se ligar à empresa e que, muita vez, 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. Quando se fala em proteção ao 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 adquiriu ações e não o controle. É o interesse do capitalista, não do empresário”.¹⁵

Não obstante, a doutrina dominante aplaude a fórmula acolhida no art. 254: para Arnoldo Wald, “a oferta pública prevista no art. 254, embora represente um ônus para o adquirente do controle, pode ser saudável por representar o veículo através do qual o valor do controle é distribuído entre todos os acionistas com direito a voto”.¹⁶

Modesto Carvalhosa, a seu turno, pondera que o acionista minoritário, embora normalmente não tome a iniciativa de promover a capitalização da sociedade, empresta seu esforço para tal mister, comparecendo às chamadas de capital; ademais, esse tipo de acionista experimenta os efeitos da política de autocalificação da companhia, usualmente realizada pelo controlador. É, portanto, copartícipe da valorização patrimonial da empresa, merecendo portanto tratamento igualitário, quando da alienação de seu controle.¹⁷

Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro também defendem a solução legal, em face da realidade de nosso mercado de capitais, que estaria a exigir a proteção dos investidores, enquanto participantes do empreendimento. “A situação conjuntural — afirmam — tem levado os pequenos acionistas a uma posição de falta de liquidez que em muito compromete as intenções de saneamento e recuperação do mercado. Transferências de controle, envolvendo vultosos ágios pagos apenas aos controladores podem ainda mais desestimular o investimento acionário. Daí entendermos que a solução adotada pela lei vale como medida pragmática, tendo em vista as condições do momento histórico e as características peculiares da conjuntura, justificando-se em face da experiência verificada em anos recentes em nosso País”.¹⁸

O princípio igualitário, acolhido por opção legislativa no art. 254 — e também no art. 257 — não importa em suprimir, todavia, o valor específico do poder de controle. “Trata-se — como sublinha Comparato — de uma tentativa de partilhar esse sobrevalor entre todos os acionistas da companhia, evitando-se a sua atribuição exclusiva ao cedente”.¹⁹

Tal tentativa, adotada com “boa dose de irrealismo”, segundo ainda o acatado mestre, não impede que na prática o valor pago aos minoritários seja inferior ao atribuído ao bloco majoritário de controle.²⁰ E ainda assim essa partilha, consoante entendimento jurisprudencial dominante, deve alcançar apenas os acionistas titulares de ações com direito a voto, sem abranger as ações preferenciais desprovidas desse atributo político.²¹

3. Interveniência da CVM na alienação do controle de companhia aberta — Posição do TFR

Como visto, o art. 254 determina que a alienação do controle de companhia aberta deve contar com prévia autorização da Comissão de Valores Mobiliários — CVM, a quem foi atribuído o dever de “zelar para que seja assegurado

tratamento igualitário aos acionistas minoritários, mediante simultânea oferta pública para aquisição de ações" (§ 1.º).

O mandamento legal em exame, e também sua regulamentação, embora incumbam a CVM de assegurar tratamento igualitário a todos os acionistas, na operação, não impõem a valoração da mesma, ou o ajuizamento sobre a adequação do preço avençado entre o adquirente-cessionário e o controlador-cedente; existe, mesmo, segundo Lacerda Teixeira e Tavares Guerreiro, vedação de qualquer ingerência da autarquia na matéria: "é importante frisar — consignam esses juristas — que nem a lei, nem o ato do Banco Central determinam preços mínimos para a eventual aquisição de ações. Nem tampouco se acham estabelecidos critérios para sua composição. Daí o entendimento que advogamos, no sentido de que o preço será aquele que for convencionado pelas partes, nada tendo a ver necessariamente com o valor nominal das ações, nem com o seu valor de patrimônio líquido".²²

Analisando a função da CVM nessas operações, em recente decisão de sua 1.ª Turma, o Egrégio TFR responsabilizou a referida autarquia, por aprovar a alienação do controle de companhia aberta, sem que supostamente tivesse assegurado tratamento igualitário aos sócios minoritários. Adotando tese fadada a gerar polêmicas, além de suscitar reflexões a respeito do papel legalmente assinado ao mencionado órgão governamental, na regulação do mercado de valores mobiliários em nosso País, o Colendo Tribunal vislumbrou, no § 1.º do art. 254, "caso típico de *responsabilidade objetiva*, por falta de serviço, exatamente posto em defesa do interesse das minorias acionárias".²³

Vale dizer: provada judicialmente a discriminação dos acionistas minoritários, em determinada operação de alienação do controle acionário de companhia aberta, exsurgiria para a CVM — responsável pelo "serviço" consistente no tratamento isonômico — o dever de reparar os prejuízos correspondentes (na hipótese em julgamento, o valor a maior que teria sido pago pelos adquirentes pelas ações detidas direta ou indiretamente pelos acionistas controladores).

Poder-se-ia imaginar que essa tese tem alcance limitado, visto que erigida em face de dispositivo da Lei 6.404/76 resultante de elaboração legislativa peculiar, como assinalamos linhas acima e que, nessas circunstâncias, distoaria do conjunto de funções atribuído à CVM no contexto de nossa legislação. Não nos parece que assim seja, o que leva a crer que a discutível tese da responsabilidade objetiva da CVM, tal como sustentada pela 1.ª Turma do TFR, poderá ser abrangência insuspeitada e conseqüências inusitadas, por encontrar aplicabilidade, também, em grande parte das demais atividades e atribuições da mencionada autarquia, como procuraremos demonstrar no item seguinte.

4. Regulamentação e política do mercado de capitais: atribuições da "SEC" e da CVM

Embora a criação, entre nós, da CVM, como órgão regulamentar e de polícia administrativa do mercado de capitais, tenha sido declaradamente inspirada na experiência da "Securities and Exchange Commission — SEC", à referida autarquia foi previsto um rol de competências substancialmente diferente daquele reconhecido à agência norte-americana.

Esta última, como sabido, atua em consonância com a filosofia do "full and fair disclosure", que contempla a proteção do público investidor mediante a revelação total e honesta de todas as informações, no pressuposto de que a publicidade é o melhor remédio para os males econômicos e sociais. Esse sistema, nas palavras do Juiz da Corte Suprema, Louis D. Brandeis, parte da premissa de que "a luz do sol é o melhor desinfetante, e a luz elétrica, o mais eficiente policial" (sunlight is said to be the best of disinfectants; electric light the most efficient policeman"). Daí decorre que a atuação da "SEC" não se faz de forma direta (ou "with the least possible interference to honest business", como asseverava o Presidente Roosevelt, em 1935), mas de modo instrumental, fiscalizando a completa e idônea revelação dos fatos relacionados aos valores mobiliários negociados no mercado de capitais.²⁴

Como preleciona Luiz Gastão Paes de Barros Leães, "a polícia administrativa do mercado de valores, ainda que exercida segundo o sistema de 'full and fair disclosure', não deixa, na verdade, de inscrever-se como mecanismo de economia dirigida. No entanto, como polícia administrativa que é, não se preordena, como na prestação de serviços públicos e industriais, a uma ação positiva do Poder Público, como o oferecimento de comodidades ou utilidades aos cidadãos, mas se orienta no sentido de prevenir danos sociais, mediante ordens para que a atividade privada não se faça sem a 'revelação total e honesta das informações' no mercado, sem a qual a conduta individual poderá comprometer o interesse coletivo".²⁵

É de fácil constatação que à CVM foi atribuída função muito mais abrangente, como o denota a hipótese examinada no Acórdão do TFR, referido no item precedente — quiçá em virtude de orientação já acoiada da paternalista, justificada por certos autores pela falta de maturidade de nosso mercado acionário e pela necessidade de torná-lo confiável, ainda que com a instituição de um "xerife" do mercado.²⁶

Vejam apenas um exemplo dessa atuação diferenciada, talvez um dos mais significativos, consistente nas normas relativas ao registro prévio, tanto pela "SEC", quanto pela CVM, da emissão das ações a serem colocadas por subscrição pública.

Segundo a legislação norte-americana, não tem a "SEC" autoridade para aprovar ou desaprovar qualquer emissão ou negociação de títulos, nem julgar a sua solidez, limitada que está a sua atuação a propiciar a "disclosure" de todas as informações relevantes, que permitam aos investidores avaliar a conveniência e oportunidade de adquiri-los. Nesses sentido, salienta Ratner que "the SEC, which reviews the registration statement, has no authority to pass on the merits of an offer. The sole thrust of the Federal statute is disclosure of relevant information. No matter how speculative the investment, no matter how poor the risk, the offering will comply with Federal law if all the required facts are disclosed".²⁷

Já no regime da Lei 6.404/76 a solução é substancialmente diversa, a despeito da autolimitação de responsabilidade estabelecida pela CVM ao determinar, no item IX, Anexo II, da Instrução 13/80, a inclusão no Anúncio de Início de Distribuição, dos seguintes dizeres: "o registro da presente distribuição não implica, por parte da CVM, garantia da veracidade das informações prestadas ou

em julgamento sobre a qualidade da companhia emissora, bem como sobre as ações a serem distribuídas”).

Com efeito, o art. 82 da vigente lei do anonimato determina, em seu § 1.º, “a”, que o pedido de registro de emissão seja instruído com “o estudo de viabilidade econômica e financeira do empreendimento”, acrescentando, no § 2.º: “a Comissão de Valores Mobiliários poderá condicionar o registro a modificações no estatuto ou no prospecto e *denegá-lo por inviabilidade ou temeridade do empreendimento*, ou inidoneidade dos fundadores”.

Como se vê, a competência determinada à CVM vai além da função instrumental exercida pela “SEC”, na medida em que abrange, ou pode abranger, a análise do mérito da operação. Essas atribuições que compreendem a possibilidade de denegação do registro da emissão, embora alinhadas como faculdade e não como dever, no dispositivo citado, aparecem de forma impositiva na Lei 6.385/76, posto que este diploma legal comete à CVM a função de proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra emissões irregulares e atos ilegais (art. 4.º, IV), a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço (art. 4.º, V), o lançamento de valores mobiliários mediante informações falsas, dolosas ou substancialmente imprecisas (art. 20, II), a par do dever genérico de assegurar a observância de práticas comerciais equitativas (art. 4.º, VII).

5. Natureza jurídica do procedimento de oferta pública para aquisição de ações

No caso específico da atuação da CVM, ao aprovar o procedimento de alienação do controle de companhia aberta, o problema da responsabilização ampla é exclusiva da autarquia restou, a nosso ver e *data venia*, mau equacionado pelo Egrégio TFR (cf. Acórdão citado no item 3, nota 23). E isto por pelo menos duas razões: de um lado não atentou-se para a especificidade da formação do negócio jurídico da oferta pública de aquisição de ações, como será demonstrado neste item; de outro, porque foi olvidada a natureza licitatória da operação, consoante procuraremos evidenciar no item subsequente.

A exemplo dos aumentos de capital mediante subscrição de ações, também a alienação de controle prevista no art. 254 da Lei 6.404/76 obedece a procedimento vinculado ou formal, de formação sucessiva.²⁸ Essa “fatispécie complexa de formação sucessiva”, como a operação é qualificada pela CVM,²⁹ compreende uma fase inicial de negociação, de que resulta a contratação entre o adquirente-cessionário e o controlador-cedente, sob condição suspensiva ou resolutiva (Resolução BACEN 401/76, item I); segue-se a fase intermédia de autorização da CVM — condição de eficácia do negócio ou ato-condição, mas sempre um ato administrativo, não negocial — também subordinado à condição de que a oferta pública seja efetivada (Resolução citada, item VI); por derradeiro, deverá a oferta pública ser implementada nos termos aprovados pela CVM, no prazo máximo de 90 dias (idem, item VI), com ou sem a realização de rateio (art. 254, § 2.º).

Trata-se, assim, de um negócio jurídico privado, cuja formação engloba a prática de atos seriados e interdependentes, todos eles amalgamados pelo substrato comum, consistente na alienação do controle da companhia aberta.

A interveniência da CVM, insuprimível nessa modalidade de alienação do controle, integra o procedimento legal e regulamentarmente previsto para a sua consecução, como condição de validade ou eficácia do negócio jurídico privado — como tantos outros (v. g., as operações de transformação, fusão e incorporação de instituições financeiras, que devem ser autorizadas pelo Banco Central, nos termos da Lei 4.595/64, art. 10, IX, “c”).

Se o ato administrativo de autorização praticado pela CVM for julgado ilegítimo ou ilegal, o negócio, como um *todo* restará inválido ou ineficaz. E é ocioso acrescentar-se que não há como cogitar-se, na hipótese, de invalidade ou ineficácia parcial, restrita aos acionistas não-controladores que provocaram a manifestação judicial.

E isto porque, conforme judiciosamente asseverou o próprio Tribunal Federal de Recursos, em decisão de sua 2.ª Turma, a oferta pública de ações, porque desnecessariamente dirigida a *todos* os acionistas não-controladores, reveste-se de natureza licitatória.³⁰ Consta desse decisório que a oferta pública é “procedimento licitatório, onde as normas obrigam a todos, desde quanto prevaletentes. Sem declarar a *nulidade do ato*, para possibilitar a oferta em igualdade de condições, não se pode admitir o privilégio de alguns em detrimento de outros, principalmente quando os próprios impetrantes não acenaram para tal aspecto. Ou se considera ilegítimo o ato impugnado, devendo então declará-lo expressamente, de sorte a renovar o procedimento, ou, se não o fazendo, permite-se, como o fez a sentença, continuar a sua eficácia, com exceção feita, tão-somente, para os suplicantes, *o que não é possível*”.

Conclui-se, portanto, que uma vez considerado ilegítimo ou ilegal o ato administrativo praticado pela CVM, é o negócio jurídico da oferta pública para aquisição de ações, como um todo, que se tornará ineficaz, na medida em que uma etapa integrante do procedimento previsto para a sua realização restou comprometida.

6. Nulidade ou ineficácia do procedimento licitatório e responsabilidade da CVM

O trecho recolhido do decisório do Tribunal Federal de Recursos lança luz sobre outra peculiaridade marcante da operação de que se está a tratar, consistente em pressupor ela a realização de licitação, ou seja, uma oferta pública de aquisição de ações, a ser dirigida, em igualdade de condições, a todos os acionistas da companhia.

Colocando em realce essa peculiaridade, Fernando Neto Boiteaux, em estudo recente, destacou que a oferta pública para aquisição de ações corresponde a uma proposta dirigida a um número indeterminado de acionistas, de uma determinada classe, equivalendo a declaração unilateral de vontade, sujeita aos ditames do art. 1.080 do CC;³¹ no mesmo sentido, Maria Lúcia Borges de Araújo Cintra assinala que “a exigência primordial para o lançamento da oferta é que esta deverá ser dirigida *em igualdade de condições*, a todos os acionistas detentores de ações de uma mesma categoria”.³²

Desse entendimento não discrepa a doutrina, nem a experiência do Direito Comparado, recenseados por Arnoldo Wald,³³ deixando claro que a anulação do ato administrativo de autorização comprometerá todo o negócio privado de alienação do controle acionário.

Sabendo-se que este último repousa no princípio da autonomia da vontade, cabe indagar: e se o adquirente do controle acionário não tiver mais interesse no negócio, nas novas bases julgadas igualitárias pelo Poder Judiciário? O Acórdão do TFR citado no item 3, nota 23, sequer cogitou dessa hipótese: simplesmente reputou o negócio concluído, em condições mais onerosas do que as que foram propostas e — mais do que isso — atribuiu o encargo pelo pagamento da parcela adicional do preço a quem não é parte, nem sujeito do aludido negócio jurídico, ou seja, à CVM. Olvidou, assim, que a autarquia, embora não figurando como parte na relação jurídica, tinha tão-somente a incumbência de zelar para que a operação fosse concretizada em moldes igualitários para todos os acionistas.

Não se nega que a CVM possa ser responsabilizada, na hipótese. Mas apenas com fundamento na sua pretensa falta de zelo, o que vale dizer que o ônus a lhe ser imputado não pode exceder os eventuais prejuízos sofridos pelos acionistas minoritários em face da indevida aprovação, tais como as despesas judiciais incorridas para anular o ato de autorização etc.

O que se afigura insustentável, *data venia*, é compelir a CVM — como o fez o Acórdão citado — a arcar com parte do preço pela aquisição do controle acionário, em negócio privado que se resume na conhecida troca de prestações *versus pretius*, esta última típica e exclusiva do figurante da avença, o adquirente do controle acionário.

Por esses motivos, é de se esperar que a tese acolhida no Acórdão do Egrégio TFR citado no item 3, nota 23, não venha a prevalecer no Plenário daquela Corte, ou mesmo no Excelso Pretório, mormente porque os seus reflexos podem ter alcance muito mais amplo do que aquele versado na hipótese então *sub judice*, tal como demonstramos no item 4, acima. Caso isso ocorresse, a sociedade como um todo é que experimentaria os prejuízos decorrentes, pois é ela, afinal, que provê os recursos para a atuação e funcionamento da CVM, o que importaria em solução incompatível com os interesses privados em jogo, cuja composição há que se situar nesse plano, mercê a atribuição de eventuais responsabilidades de complementar o preço reputado como justo aos figurantes e beneficiários da operação, caso estes ainda tenham interesse em ultimá-la.

NOTAS

1. Cf. Waldírio Bulgarelli, *Manual das Sociedades Anônimas*, 3.ª ed., Atlas, S. Paulo, 1984, p. 37.
2. Cf. nosso *Aumento de Capital das Sociedades Anônimas*, 1.ª ed., Saraiva, 1988, p. 266 e ss.; sobre o tema, v. a insuperável monografia de Fábio Konder Comparato, *O Poder de Controle na S/A*, 3.ª ed., Forense, 1983.
3. Modesto Carvalhosa assevera que “o controle é poder efetivo de direção dos negócios sociais. Não se trata, portanto, de um poder potencial, eventual, simbólico ou diferido” in *Comentários à Lei de S/A*, v. 4.º, 1.ª ed., 1978, p. 126.
4. Cf. Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro, *Das S/A no Direito Brasileiro*, v. 2.º, 1.ª ed., Bushatsky, 1979, p. 702.
5. José Washington Coelho, *A Nova Lei das Sociedades Anônimas Interpretada*, 1.ª ed., Resenha Tributária, 1977, p. 8; Paulo Vallim Lobo, *Direito Empresarial — Estudos*, 1.ª ed., Resenha Tributária, 1987, p. 70; Fábio Konder Comparato, em face do texto do art. 243, taxado de omissão por Teixeira e Guerreiro (v. nota 4), sustenta que “tal omissão não me parece de maior significação, pois esse uso efetivo do poder de controle é algo sempre suposto, como resultado necessário da preponderância nas deliberações sociais” (in *Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*, 1.ª ed., Forense, 1978, p. 201).

6. *O Poder de Controle na S/A*, cit., p. 67.
7. *Direito Societário*, 1.ª ed., Forense, 1984, p. 153.
8. *Oferta Pública de Aquisição de Ações*, tese, S. Paulo, 1978, pp. 189-190.
9. Ap. Cível 29.888-1, Jundiaí, 6.ª Câm. Cível, Rel. Macedo Bittencourt, j. 14.4.83, in *RJT/ESP* 85/251-253. Na hipótese *sub judice* os cinco acionistas da companhia detinham, cada um, 20% das ações com direito a voto; um deles, com a procuração outorgada por dois outros, contava com a posição majoritária nas deliberações assembleares e apesar de negar sua condição de acionista controlador, foi considerado como tal pelo Tribunal.
10. *Fundamentos da Reforma das S/A*, 1.ª ed., AEDE-SBERJ, Rio, 1976, pp. 22-23.
11. O Projeto de autoria do Dep. Herbert Levy tinha a seguinte redação: “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” (cf. Paulo C. A. Lima, *Sociedades por Ações*, v. II, 1.ª ed., Ed. Trabalhistas, Rio, 1977, p. 143).
12. *Comentários à Lei de S/A*, v. 3.º, 1.ª ed., Forense, Rio, 1979, p. 342.
13. *Comentários...*, cit., pp. 343-344.
14. *Comentários...*, cit., pp. 339-340.
15. *O Poder de Controle na S/A*, cit., p. 249.
16. “A proteção dos acionistas minoritários na alienação do controle de companhias abertas”, artigo publicado in *Revista da CVM*, 4/2, n. 13, 1986.
17. *Oferta Pública...*, cit., pp. 142-143.
18. *Ob. cit.*, p. 746.
19. *Ensaios e Pareceres...*, cit., p. 106.
20. *Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*, 1.ª ed., Forense, Rio, 1981, pp. 212-213.
21. Cf. Ap. Cível 73.910-RJ, Acórdão do TFR de 27.10.81, in *Revista do TFR* 88/152-157; Ap. Cível 23.012, Acórdão do TJRJ de 28.12.1982, in *Mercado de Capitais e S/A — Jurisprudência*, de Eizirick e Wander Bastos; no mesmo sentido, v. Arnoldo Wald, “A obrigação de fazer oferta pública e a transferência de controle no Direito brasileiro”, artigo publicado in *RF* 302/49-56, 1988.
22. *Ob. cit.*, p. 743.
23. Ap. Cível 140.587-RJ, Acórdão de 26.2.88, publicado in *DJ*, 26.2.88, Relator Min. Dias Trindade.
24. Cf. Luiz Gastão Paes de Barros Leães, *Mercado de Capitais & Insider Trading*, 1.ª ed., Ed. RT, S. Paulo, 1982.
25. *Ob. cit.*, p. 121.
26. V.g., Nelson Laks Eizirick, *O Papel do Estado na Regulação do Mercado de Capitais*, 1.ª ed., IBMEC, Rio, 1977, pp. 120-121.
27. Apud Luiz Gastão Paes de Barros Leães, *Comentários à Lei de S/A*, v. 2.º, Saraiva, S. Paulo, 1980, p. 131.
28. Cf. nosso *Aumento de Capitais...*, cit., p. 134 e ss.
29. Cf. Parecer CVM-SJU 15/80, publicado in *DOU* 10.7.80.
30. AMS 98.060, Relator Min. William Patterson, cit. por Arnoldo Wald, in “A oferta pública e a uniformidade de tratamento dos acionistas”, artigo publicado in *Revista da CVM*, 1/71-74, jan.-abr./1983.
31. “Oferta pública de aquisição de controle de companhia aberta”, artigo publicado in *RF* 301/56, 1988.
32. “Oferta Pública de Compra de Ações”, artigo publicado in *RDM* 13/143, 1974.
33. “A oferta pública...”, cit.