

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

1934 estenderam a incidência dessa regulamentação a todas as companhias com pelo menos 500 acionistas e com ativo superior a um milhão de dólares, ainda que não tenham ações cotadas em Bolsa.

O sistema norte-americano começa a penetrar nos sistemas jurídicos de origem romanística. Já assinalamos as disposições dos §§ 2º e 3º do artigo 126 de nossa Lei nº 6.404/76. Na França, um Decreto de 23.03.1967, regulamentando a Lei societária do ano anterior, determinou, em seu art. 133, que toda fórmula de procuração endereçada aos acionistas, pela própria sociedade ou por mandatário desta, deve ser acompanhada da ordem do dia da assembléia; do texto das propostas do conselho de administração, da diretoria ou de acionista;⁸⁵ de uma exposição sumária da situação da sociedade durante o exercício imediatamente anterior, com um quadro composto segundo modelo oficial, indicando os resultados obtidos nos cinco últimos exercícios, ou os resultados obtidos desde a constituição da sociedade, se ocorrida há menos de cinco anos, bem como a incorporação de outras sociedades; e de uma solicitação de envio de vários outros documentos (art. 135).

72. Cumpre notar, por derradeiro, que essa disputa pela representação acionária não se estabelece apenas entre facções de acionistas, ou entre acionistas e diretoria, mas pode também envolver os próprios concorrentes empresariais da companhia, interessados em operações de incorporação ou de tomada de controle.

Neste último caso, porém, já se aperfeiçoou outra técnica jurídica bem mais radical: as *take-over bids* ou *tender offers*, que passaremos a examinar.

85 Pelo art. 130 do Decreto, dentro dos dez dias seguintes ao edital de convocação da assembléia geral de uma companhia *faisant publica quement appel à l'épargne*, qualquer acionista pode pedir a inscrição de proposta a ser submetida à assembléia, que não poderá reunir-se antes de trinta dias da publicação do edital.

Capítulo IV

A OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO DE CONTROLE

73. No processo de concentração empresarial, três vias são tradicionalmente seguidas: as incorporações ou fusões societárias, a aquisição de controle acionário e a cessão parcial ou total de ativo. Desses três processos, apenas o segundo – a aquisição de controle acionário – pode dispensar, em certas circunstâncias, a manifestação formal da assembléia geral de acionistas, quer na sociedade anônima adquirente, quer naquela cujas ações são adquiridas. Na primeira hipótese, ao contrário, todas as sociedades implicadas na operação devem produzir uma manifestação favorável por parte do seu corpo de acionistas, reunido em assembléia. E na terceira hipótese – a chamada venda de acervo empresarial – quando há mudança no objeto essencial, a manifestação da assembléia geral da sociedade cedente é de rigor, ainda que, pelos estatutos sociais, a diretoria tenha poderes para alienar os bens constantes do ativo imobilizado.

Normalmente, qualquer que seja a via seguida, o pressuposto é que a administração e, *a fortiori*, o controlador das sociedades em questão sejam favoráveis à operação e tomem as providências adequadas ao seu aperfeiçoamento. A vida econômica moderna, porém, passou a contar com sociedades de controle minoritário, ou mesmo gerencial, graças ao vigoroso desenvolvimento do mercado de capitais e à grande dispersão acionária, verificada nas macrocompanhias de capital aberto.

Nota de Texto 44 Essa realidade é marginal no Brasil, onde é ainda extremamente elevado o grau de concentração acionária das empresas (cf. para dados numéricos da realidade acionária brasileira Nota de Texto 10).

Isso, no entanto, não afasta o interesse do estudo do tema. Além de ser prospectivo, permite acrescentar questões especialmente relacionadas aos poderes-deveres dos administradores e de sua relação com os controladores, cuja solução é de fundamental importância para o direito societário brasileiro. Finalmente tem relevância para a discussão teórica a respeito das escaladas acionárias para a aquisição de blocos, essa sim situação muito mais próxima da nossa realidade acionária, como se verá a seguir.

Já aludimos, no Cap. II da primeira Parte, à extensão desse fenômeno, em certos países de capitalismo desenvolvido, mostrando como o legislador o incorporou à previsão normativa, presumindo a existência de controle pelo fato de uma pessoa ou grupo de pessoas deter, por exemplo, um quarto do capital social com direito a voto.

Ora, em tais situações de controle minoritário ou administrativo, é possível que o controlador se oponha, decididamente, à operação de concentração empresarial que lhe seja proposta, em primeiro lugar passivamente, recusando a cessão do seu bloco de ações, ou deixando de transmitir aos acionistas o teor da proposta recebida; ou então, de modo ativo, passando a adquirir, para si ou para a própria companhia, novas ações no mercado, ou tomando a iniciativa de propor à assembléia geral outro negócio de concentração de empresas, que faça abortar o que lhe pareceu inconveniente.

Para o grupo que visa à aquisição do controle, as vias tradicionais suscitam, ainda, outros problemas. Na incorporação ou fusão societária, por exemplo, a integração dos acionistas da sociedade visada, no quadro social da incorporadora, ou da nova companhia resultante da fusão, pode vir abalar uma situação de maioria precária, ou criar uma minoria qualificada, suscetível de enfraquecer o controle, a não ser que — hipótese rara — os acionistas da outra sociedade consentam em receber, como resultado da operação, apenas ações sem direito de voto. Na cessão de ações ou de acervo empresarial, o custo da operação pode torná-la desinteressante. Tratando-se de companhia com grande pulverização do capital acionário, o recolhimento sucessivo de lotes de ações, em Bolsa ou fora dela, representa um processo extremamente lento, e de resultados aleatórios, suscitando, inevitavelmente, manobras especulativas, ou medidas de defesa por parte do adversário.

Foi para obviar todos esses inconvenientes que se criou e aperfeiçoou, no mercado de capitais dos países anglo-saxões, o mecanismo da oferta pública de aquisição de ações, visando à tomada de controle. O assunto já foi disciplinado,

por via legislativa,¹ administrativa² ou corporativa,³ em vários países, e vem suscitando importante jurisprudência e extensa literatura no estrangeiro.⁴ Não

- 1 O art. 206 do *Companies Act* britânica, de 1948, regula a operação de troca de ações de duas ou mais companhias, visando a uma fusão. O art. 209, primeira alínea, da mesma lei, prevê a aquisição compulsória das ações da minoria, pelo lançador de uma *take-over bid*, e o direito reversivo da minoria de obrigar o ofertante a adquirir as suas ações.
- 2 São de grande importância, nesse particular, as regras ditadas pela *Securities and Exchange Commission* nos Estados Unidos, bem como as normas baixadas pela *Commission Bancaire* na Bélgica. Também de caráter nitidamente administrativo, e não corporativo, como poderia parecer à primeira vista, é o regulamento geral da *Compagnie des Agents de Change*, na França, cujo Cap. V trata das ofertas públicas. Na Grã-Bretanha, o Departamento do Comércio e da Indústria e a *Monopolies Commission* regulamentam, concorrentemente, as *take-over bids*.
- 3 Modelo de disciplina corporativa é o chamado *City Code on Take-overs and Mergers*, elaborado por representantes dos grandes agentes do mercado de capitais da City Londrina. Como órgão encarregado de zelar pela sua aplicação, foi criado, em 1968, o *City Panel on Take-overs and Mergers*, sob o patrocínio do Governador do Banco da Inglaterra. Sobre a origem do *City Code*, cf. o artigo de R. Pennington, "Take Over Bids in United Kingdom" in *The American Journal of Comparative Law*, 1969, vol. 2, pp. 159 e ss. Ver também A. Johnston, *The City Take-Over Code*, Londres, Oxford University Press, 1980. Igualmente corporativa é a regulamentação emanada da *Börsensachvertandigungskommission* na Alemanha.
- 4 Sobre o direito inglês, além do citado artigo de R. Pennington, cf. do mesmo autor a sua conhecida obra *Company Law*, cit., pp. 802 e ss. Veja-se, também, o artigo de L. G. R. Spoliansky e B. N. Buckley, "Practice and Procedures for Take-overs in England", *BL*, novembro de 1972, p. 63; e a obra de F. Malan, *Les Offres Publiques d'Achat, L'expérience anglaise*, Paris, L.G.D.J., 1969. Sobre o direito norte-americano, a bibliografia é extensíssima, bastando citar aqui, como monografia completa, a obra de E. Aranow e H. A. Einhorn, *Tender Offers for Corporate Control*, Nova York, Columbia University Press, 1973. No direito francês, cf. Gide — Loyrette — Nouel, *Les Offres Publiques d'Achat*, Paris, 1971, *Dictionnaires André Joly*; bem como os relatórios e debates da "IV Jornada de Atualidades do Direito da Empresa" de Montpellier, de 1971, publicados em *Nouvelles Techniques de Concentration, travaux de la Faculté de Droit et des Sciences Économiques de Montpellier*, Libraries Techniques. Sobre a experiência belga, cf. D. Buonomo, *Esperienze di Controllo Pubblico sulle società nell'Ordinamento Belga*, Nápoles, 1970, pp. 139 e ss.; e C. Lempereur, "Les Offres publiques d'acquisition en Belgique", *Rivista delle Società*, 1976, fasc. 1/2, p. 221. Na Itália, cf. F. Cesarini, "Le Offerte Pubbliche di azioni nell'esperienza italiana", *RS*, 1973, fasc. 1-2, p. 145, entre vários outros artigos e comentários. Sobre a legislação do estado canadense de Ontário cf. D. D. Prentice, "Take-over Bids. Part IX, of the Ontario Securities Act 1966", *The American Journal of Comparative Law*, 1971, n° 2, p. 325.

se trata aqui, bem entendido, de versar o tema em toda a sua extensão e profundidade, o que representaria evidente desequilíbrio na estrutura desta dissertação, mas apenas de colocá-lo no quadro geral das técnicas de organização e transferência do controle interno de companhias, objeto desta segunda parte.

Reduzida à sua expressão mais simples, a operação consiste na oferta pública de aquisição, durante certo período, de todas ou parte das ações de determinada classe, ou de determinadas classes, de uma companhia, mediante pagamento de certo preço ou troca por ações ou debêntures de outra companhia. A oferta pública pode, teoricamente, objetivar ou não a tomada de controle da companhia visada, mas na quase totalidade dos casos este tem sido o objetivo efetivamente colimado pelo ofertante, e estimulado pela regulamentação normativa.⁵

Nota de Texto 45 Importa então saber que participação faz com que sejam aplicáveis as regras da oferta pública de aquisição.

Uma primeira hipótese, mais ampla, seria considerar aplicável a regra mesmo em caso de alienação de participação minoritária, desde que relevante. Essa alternativa não carece de justificativa econômica. Blocos minoritários são também passíveis de valorização econômica, ainda mais quando garantem participação societária estratégica. Com a recente atribuição aos minoritários do direito de eleger em separado membros do Conselho de Administração (art. 141, § 4º, lei societária) esse valor adicional (estratégico) de participação no negócio fica caracterizado.

O fato é que o legislador brasileiro adotou visão mais restritiva, optando por aplicar a disciplina da oferta pú-

5 O *City Code on Take-overs and Mergers* declara “indesejáveis” as ofertas públicas que não visem à aquisição da totalidade das ações do capital da companhia-alvo. Há, aí, uma demonstração da equivalência das operações de tomada de controle (*take-over*) e de fusão (*merger*), na prática britânica, e do encorajamento à concentração empresarial total. Cf. L. G. R. Spoliansky e B. N. Buckley, “Practice and Procedures for Take-overs in England”, cit., p. 63.

Por outro lado, a regra 34 do mesmo *City Code* prescreve que todo aquele que adquirir, isoladamente ou em associação com outras pessoas, em uma ou mais transações, trinta por cento do capital votante de uma companhia deve lançar uma oferta pública, para a absorção das ações restantes.

blica apenas às alienações de controle. Mesmo com relação a essas foi bastante restritivo. Desde a edição da lei de 1976, a jurisprudência e boa parte da doutrina vem se negando a reconhecer o fenômeno do controle minoritário, apesar de, como visto, haver espaço para esse entendimento caso se adote uma interpretação sistemática e teleológica do art. 116 da lei societária. Ao disciplinar a oferta pública a CVM optou por desconsiderar o controle minoritário. A instrução CVM nº 361, de 5 de março de 2002, disciplinou três tipos de oferta pública de aquisição (OPA) obrigatória: a OPA para cancelamento de registro, a OPA por aumento de participação do acionista controlador, a OPA por alienação de controle (art. 2º). Todos pressupõem a existência de controle majoritário. Essas regras deixam atrás de si uma grande lacuna. Tornam possível a aquisição de controle minoritário sem qualquer tipo de oferta pública aos acionistas minoritários. O paradoxal é que as poucas companhias que hoje estão em situação de controle minoritário são exatamente companhias de enorme escala produtiva e enorme dimensão patrimonial, que exatamente por essas proporções não contam com sócios majoritários. Exatamente essas sociedades têm número e participação proporcional de minoritários (estratégicos) maior, bem como maior necessidade de capitalização via mercado. A inexistência de regra que garanta a oferta pública aos acionistas não controladores em caso de alienação de controle minoritário é sem dúvida um importante desestímulo ao investimento nessas companhias e em última análise à sua própria liquidez. Cria, portanto, um círculo vicioso negativo.

Exatamente por essa razão, a Regulamentação do Novo Mercado da Bovespa serviu-se da noção de controle efetivo para definir o poder de controle⁶ e previu que a

6 Segundo o Regulamento do Novo Mercado, poder de controle “significa o poder efetivamente utilizado de dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da Companhia de forma direta ou indireta, de fato ou de direito. Há presunção rela-

alienação de controle tanto por meio de uma operação – como de operações sucessivas – gera obrigação de oferta pública (Seção VIII, item 8.1 do Regulamento de Listagem do Novo Mercado). O objetivo é sem dúvida captar as escaladas em Bolsa que permitem a aquisição de controle minoritário e assim incentivar a liquidez das grandes companhias. Trata-se de forma bem mais coerente que a idealizada pelo legislador societário.

74. O procedimento da oferta varia, de país a país. Na Inglaterra, o teor da oferta deve, prioritariamente, ser comunicado à diretoria da sociedade visada ou aos seus conselheiros (*advisers*), indicando-se a identidade do ofertante. Os diretores da sociedade visada podem solicitar garantias quanto ao cumprimento da oferta, notadamente quando se trata de troca com títulos de uma sociedade controlada pelo ofertante, caso em que se considera indispensável uma auditoria prévia por peritos independentes. A diretoria da sociedade visada deve, em seguida (*City Code*, regra 2.3), levar a oferta ao conhecimento do corpo acionário e também do Takeover Panel (*City Code*, regra 2.6), por meio de um comunicado publicado na imprensa, e também por circular, contendo um certo número de informações indispensáveis. Ela deve indicar, por exemplo, além da identidade do ofertante, a existência de participação deste ou de sociedades por ele controladas, na companhia (*City Code*, regra 2.5). Não há, na Grã-Bretanha, exame prévio das ofertas pelas autoridades administrativas. Mas a *Competition* e a *European Commission* (regra 12) podem suspender o prosseguimento de uma operação, que considerem lesiva ao interesse público.

Na França, ao contrário, o princípio do prévio exame é inderrogável. Toda oferta pública de compra ou troca de ações cotadas no pregão de uma Bolsa, ou negociadas no mercado de balcão, deve ser apresentada, inicialmente, ao *Conseil des Marchés Financiers* e à *Commission des Operations de Bourse* (*Règlement* n° 2002-04 da COB), por intermédio de um ou mais estabelecimentos bancários, por conta do ofertante. Além dessa indicação, com o esclarecimento do ofertante sobre a sua intenção de adquirir ou não

tiva de titularidade do controle em relação à pessoa ou ao grupo de pessoas vinculadas por acordo de acionistas ou sob controle comum (“grupo de controle”) que seja titular de ações que lhe tenha assegurado a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas três últimas assembleias gerais da Companhia, ainda que não seja titular das ações que lhe assegurem a maioria absoluta do capital votante”.

os títulos que lhe sejam apresentados além do limite previsto, deve a oferta conter elementos precisos quanto ao preço e o modo de pagamento, com uma justificativa econômica desse preço, ou então, tratando-se de *offre publique d'échange*, quanto à natureza e à quantidade dos títulos oferecidos em troca das ações a serem adquiridas. Pode aquela, igualmente, exigir garantias suplementares do ofertante, sobretudo a prévia cobertura das aquisições. Não havendo oposição, a *Commission des Operations de Bourse* leva a oferta ao conhecimento do público, precisando os seus elementos. A partir dessa publicação, começa a correr o prazo de aceitação da oferta, que é de vinte e cinco dias úteis (art. 5-2-2 do *Règlement Général du Conseil des Marchés Financiers*).

O Decreto legislativo italiano n° 58 de 24.02.1998 impõe também a regra do prévio exame da oferta por um órgão administrativo, por ela criado, a Comissão Nacional para as Sociedades e a Bolsa, que poderá, dentro de quinze dias, estabelecer o modo de publicação da oferta, assim como os dados e notícias a divulgar, obrigatoriamente (art. 102).

Nos Estados Unidos, a lei não regulava essas operações até há alguns anos. Com duas sucessivas alterações introduzidas no *Securities Exchange Act* de 1934, a primeira em 1968 pelo *Williams Act*, sobre as ofertas públicas de compra de ações (*cash tender offers*), e a segunda em 1970, sobre as ofertas públicas de troca de ações (*stock tender offers*), foi preenchida essa lacuna. O *Williams Bill* determinou que toda e qualquer oferta pública de aquisição de mais de 5%⁷ de ações, de determinada classe de companhia aberta (*publicly held corporation*), ou uma sociedade de investimento *closed-end* registrada, para pagamento em dinheiro, só pode ser lançada após registro na SEC. Uma vez registrada, a SEC exige que a oferta se faça com todas as informações julgadas necessárias, sob as penas da lei. Para prevenir o desrespeito velado a essa disposição, a lei prescreveu a necessidade desse mesmo registro, toda vez que uma pessoa ou grupo de pessoas adquirir a propriedade (*beneficial ownership*) de mais de 5% das ações de determinada classe de uma das companhias mencionadas.⁸ Em certo litígio

7 A porcentagem inicialmente fixada por essa lei era de 10%. Em 1972, outra intervenção do legislador baixou-a para 5%.

8 Esta última disposição é extremamente vaga, deixando à jurisprudência grande latitude de apreciação. Com efeito, o que vem a ser um “grupo de pessoas” e qual o sentido preciso dessa *acquisition*? Sobre o assunto, cf. J. W. Robins e J. D. Mahoney, “Schedule 13 D: Wild Card in the Take-over Deck”, em *BL*, julho de 1972, p. 1.107.

judicial, um tribunal federal decidiu que havia oferta pública na ampla solicitação de acionistas em pessoa, ou por telefone ou correspondência, muito embora não utilizados os veículos de comunicação de massa.⁹

Nota de Texto 46 No Brasil, o similar das ofertas públicas de aquisição de ações são as chamadas OPAs voluntárias (art. 2º, IV, da Instrução CVM nº 361/2002). Sua regulamentação é bastante flexível, podendo inclusive, caso vise à aquisição de controle e não envolva troca de ações, ser feita sem registro na CVM (art. 32, Instrução CVM nº 361/2002).

75. Como ficou dito, há duas modalidades de oferta: de compra e de troca de ações. Neste último caso, os títulos oferecidos em troca são, em geral, debêntures conversíveis em ações, ou ações do capital autorizado. Mas essas modalidades não são excludentes, podendo o ofertante oferecer, conjuntamente, dinheiro e títulos.

Na regulamentação francesa, dispõe-se que o ofertante se obriga, na oferta pública de troca, tão-somente a apresentar à assembléia geral da sua companhia a proposta de emissão dos títulos que serão ofertados. Mas a assembléia pode, evidentemente, rejeitar a proposta. A disposição parece um tanto leviana, mas é explicável pelo fato de o direito francês ainda desconhecer o sistema de capital autorizado, e também em razão do efeito de surpresa que se deseja conservar para a operação. Se a emissão de debêntures, por exemplo, devesse preceder a oferta pública, provavelmente o segredo desta não poderia ser mantido.

Nos Estados Unidos, aliás, esse segredo é sempre afastado em matéria de *exchange offer*, pois o ofertante é obrigado a registrar previamente, junto à *Securities and Exchange Commission*, os títulos que pretende oferecer em troca. Mas, apesar dessa desvantagem, tal modalidade é em geral escolhida quando se pretende adquirir o controle de grandes companhias, em razão do custo extremamente elevado que implicaria, no caso, uma *cash tender offer*.

Nota de Texto 47 Na regulamentação brasileira é também prevista a oferta pública de permuta, voluntária, mas que requer prévio registro na CVM. O objetivo é que, em especial,

9 *Cattlement's Investment Co. v. Fears*, 343 F. Supp. 1.248 (W. D. Okla. 1972).

caso a permuta envolva valores mobiliários não admitidos à negociação, a autoridade administrativa garanta o tratamento equitativo e adequada informação aos titulares de ações objeto da OPA (art. 33, I, Instrução CVM nº 361/2002).

76. Se os diretores ou controladores da companhia visada por uma *take-over bid* opõem-se à operação, quais as medidas de defesa de que podem lançar mão?¹⁰

São, em geral, de dois gêneros. Procurarão demover os acionistas do seu intento de alienação das ações, prometendo ou conferindo uma série de vantagens, como dividendos suplementares e bonificações extraordinárias. Ou então tentarão intervir, direta ou indiretamente no mercado, para aquisição das ações.

A prática inglesa considera inadmissível tais medidas de defesa, pelo fato de falsearem o resultado normal da operação. Tudo o que os administradores da sociedade visada podem fazer é advertir os seus acionistas sobre os aspectos que entendam desfavoráveis aos seus interesses. Mas compete a cada qual tomar, livremente, a sua opção. O *City Code on Take-overs and Mergers* recomenda que, uma vez lançada uma oferta pública de aquisição de ações, os administradores da sociedade visada se abstenham de praticar, sem autorização da assembléia geral, qualquer ato que exorbite da ordinária administração e tenda a esvaziar a oferta. Determina, precisamente, que desde o momento em que o *board of directors* da sociedade visada tem conhecimento da iminência do lançamento de uma oferta pública, não mais poderá, sem autorização específica da assembléia, proceder a emissões já autorizadas; emitir ou atribuir opções de subscrição de ações da companhia; emitir debêntures conversíveis; vender, dispor, adquirir, ou prometer vender, dispor ou adquirir bens de grande valor ou, ainda, celebrar contratos que excedam a ordinária administração. Por outro lado, os arts. 27 e 54 da lei acionária de 1948 vedam, expressamente, que uma companhia adquira as suas próprias ações, ou as ações da sociedade que detém o seu controle, ou ainda financie essas aquisições. Nos Estados Unidos, o panorama nesse particular é diferente. As companhias gozam de ampla faculdade de aquisição das ações do seu capital, e não se privam de fazê-lo, quando

10 Nos Estados Unidos, a bibliografia é a mais ampla possível sobre este ponto. Cf., por ex., D. S. Bradshaw, "Defensive Tactics Employed by Incumbent Managements in Contesting Tender Offers", 21 *Stanford Law Review* 1.104 (1969), republicado em *Selected Articles on Corporate Law*, American Bar Association, 1977, pp. 1.097 e ss.; M. Lipton, "Takeover Bids in the Target's Boardroom", *BL*, novembro de 1979, p. 101.

constituem o alvo de uma operação de oferta pública de tomada de controle. Recorre-se, também freqüentemente, ao lançamento de ações preferenciais (com voto, evidentemente), numa espécie de fogo de encontro. Há alguns anos, a fim de fazer abortar a *tender offer* lançada pela Chris-Craft Industries, Inc. sobre as ações da concorrente Piper Aircraft Corporation, esta última emitiu cerca de 30% do seu capital autorizado. A jurisprudência só considera abusivos esses procedimentos, quando redundam em prejuízo dos próprios acionistas, admitindo, em princípio, que os administradores se sirvam dos fundos sociais para defender a sua política empresarial, desde que consigam demonstrar que ela é mais benéfica ao corpo acionário que a da companhia ofertante.¹¹ Se essa demonstração é inconvincente, os administradores correm o risco de ser demandados pelos acionistas descontentes com o insucesso da tomada de controle.¹²

Muito eficazes para a defesa da companhia visada por uma operação de *tender offer* são as medidas de alteração estatutária, aumentando o capital autorizado, exacerbando o *quorum* deliberativo na assembléia geral ou dificultando a substituição dos administradores.¹³

Nota de Texto 48 Há ainda uma outra alternativa para a classificação sistemática das técnicas de defesa que permite talvez melhor controlá-las e classificá-las à luz do direito brasileiro. A breve análise que se seguirá será dividida em técnicas estruturais, ou seja, possíveis em decorrência da legislação societária, e aquelas chamadas estatutárias, tornadas possíveis através da introdução de cláusulas específicas nos estatutos, mais conhecidas como *poison pills*. Dentro do primeiro grupo, o mais famoso meio de defesa é talvez aquele conhecido como *greenmail*, ou seja, a aquisição por parte da própria sociedade das ações por um preço tão alto a ponto de induzir o pretendente a renunciar a oferta. Trata-se de técnica evidentemente no-

11 Cf. N. D. Lattin, *The Law of Corporations*, cit., p. 315, nota 10; C. M. Nathan e M. Sobel, *Corporate Stock Repurchases in the Context of Unsolicited Takeover Bids*, BL, julho de 1980, p. 1.545.

12 Cf. J. C. McIntyre, Shareholders, "Recourse under Federal Securities Law against Management for Opposing Advantageous Tender Offers", BL, abril de 1979, pp. 1.283 e ss.

13 Cf. S. A. Hochman e O. D. Folger, "Deflecting Takeovers: Charter and By-Law Techniques", BL, janeiro de 1979, pp. 537 e ss.

civa na medida em que leva a sociedade à aquisição de seu próprio patrimônio, motivo pelo qual tem sido proposta a sua proibição nos Estados Unidos.¹⁴ No Brasil, o art. 30 da Lei das S.A. estabeleceu limites quantitativos para a negociação da companhia com as próprias ações (a aquisição não pode exceder o saldo de lucros ou reservas, exceto a legal). A Instrução CVM, nº 10, de 14.02.1980, resolveu definitivamente a questão com relação às ofertas públicas, dispondo em seu art. 2º, e, a vedação de aquisição das próprias ações por parte da companhia, "quando estiver em curso oferta pública de aquisição de suas ações".

Outro importante meio de defesa utilizado no exterior é a disputa direta entre adquirente externo e administrador pelo controle. No direito positivo brasileiro não parece haver qualquer óbice *per se* a uma tal atuação dos administradores, desde que evidentemente não constitua aproveitamento de informações privilegiadas obtidas em razão do cargo (art. 155, I, da Lei nº 6.404/76). O artigo é aplicável, apesar de a operação envolver em linha direta apenas interesses dos eventuais alienantes, por prever um dever de abstenção independente de dano. Falta ainda mencionar uma última e importante técnica estrutural, consistente nas alienações e aquisições de bens tendentes a tornar desinteressante a sociedade alvo para o potencial adquirente.

Devem-se analisar separadamente as alienações das aquisições. Caso típico do primeiro grupo é a alienação dos principais itens do ativo permanente da empresa. Evidentemente que tal venda não pode consistir na alienação da própria *azienda*, pois implicaria alienação simulada do controle da companhia. Pode consistir, no entanto, em venda de bens sem os quais a empresa perde interesse para o adquirente. Novamente aqui a análise deve ser casuística: a alienação de qualquer item que

14 Cf. nesse sentido J. Coffee, "Regulating the market for corporate control in 84" (1984), *Columbia Law Review* (1984), pp. 1.145 e ss.

comporte diminuição da capacidade produtiva da empresa não pode ser considerada compatível com o interesse social. Não assim para vendas que objetivem livrar a sociedade de elementos não diretamente relacionados à sua atividade principal, mas que têm grande valor para o potencial adquirente. Nesse caso a alienação é até recomendável, pois evita um potencial desvirtuamento da atividade social futura em função dos interesses do adquirente (caso, haja, por exemplo, interesse exclusivo por aquele bem e não pela continuação da atividade social). Há que se notar que, como já ressaltado, a alienação de bens do ativo permanente inclui-se entre as competências naturais do Conselho de Administração (art. 142, VIII). Dessa maneira, caso o único objetivo da aquisição seja o bem e haja fundado receio de desvio de atividade da companhia em caso de alienação de controle, o voto do conselheiro, acionista representante do grupo controlador interessado na alienação de controle, em sentido contrário à venda é passível de anulação com base em conflito de interesses (v. discussão *supra*, Nota de Texto 26).

Diferente é o caso da aquisição de controle de outras companhias. Tal técnica consiste na aquisição de concorrente visando a criar óbices do ponto de vista concorrencial. A referida aquisição deve obviamente ser analisada, no direito brasileiro, como qualquer outro ato, à luz de sua compatibilidade com o interesse social (nos termos do art. 54, § 3º, da Lei nº 8.884).

O segundo grupo de técnicas de defesa é o que se convencionou chamar de técnicas estatutárias. Trata-se de técnicas conhecidas no direito norte-americano como *poison pills*. A mais comum é a emissão de títulos de vencimento condicionado a uma alienação de controle. Fala-se tanto na emissão de debêntures como de bônus de subscrição respectivamente resgatáveis e exercitáveis em caso de alienação de controle em condições muito favoráveis para o titular, de modo a impedir ou tornar desinteressante a aquisição para o potencial adquirente do controle.

Sua aplicação ao direito brasileiro levanta, no entanto, dúvidas de diversas naturezas. A primeira delas é quanto à sua conveniência. A emissão de tais títulos é geralmente acompanhada de cláusula que permite à administração da sociedade resgatá-los quando considerar oportuno. Tal cláusula é necessária para impedir a utilização dos títulos inclusive naquelas ofertas amigáveis, não hostis à diretoria e à empresa. Ocorre que do ponto de vista puramente civil, tal cláusula seria de validade extremamente duvidosa, em face da vedação legal das condições meramente potestativas (art. 122, 2ª parte, do Código Civil de 2002).

Mas existe uma outra consideração a ser feita. Enquanto através das outras técnicas, ou da maioria delas, cogita-se de intervenção na relação comprador/vendedor no (potencial) interesse de um terceiro (a sociedade) sem que a conclusão do negócio jurídico possa ser considerada *per se* lesiva, através dessa técnica se cogita da inserção da sociedade em um dos pólos do negócio jurídico (como emissora de ações ou devedora de debêntures) realizado necessariamente em condições favoráveis aos adquirentes para interferir na compra e venda. O potencial prejuízo que poderia ser causado por um futuro adquirente não parece ser suficiente a justificar o dano incorrido no negócio jurídico realizado com a sociedade. No conflito entre um interesse potencial e futuro e um interesse patrimonial atual, parece que a atuação do administrador favorável ao primeiro supera os limites da *business judgement rule*, caracterizando concreto descumprimento do dever de atuação no interesse da sociedade, previsto no art. 154, *caput*, da Lei nº 6.404/76 e conseqüentemente induz à sua responsabilidade nos termos do art. 158, II da mesma lei. A admissibilidade e efetividade dessa *poison pill* no direito brasileiro é portanto, no mínimo, bastante duvidosa.

77. Quanto ao desenvolvimento da operação, a prática inglesa criou e aperfeiçoou, ao lado das ofertas diretas (*straightforward bids*), as chamadas ofertas reversivas (*reverse bids*) para o caso em que, não obstante o

apoio dado à operação pela diretoria da sociedade-alvo, os seus acionistas não se mostrem inclinados a aceitá-la.¹⁵ A sociedade visada lança, então, uma oferta pública de troca de ações do seu capital autorizado por ações já emitidas da companhia ofertante. Se essa oferta reversiva for bem-sucedida, a companhia que lançou a primitiva oferta passará a ser controlada pela outra, e esta última pelos antigos acionistas daquela, num impressionante *chassé-croisé*. A utilização dessas *reverse bids* tem sido feita, ainda, mediante prévia combinação das diretorias de ambas as companhias, de modo a contornar certas disposições proibitivas, de cunho regulamentar ou corporativo. Assim, por exemplo, se uma companhia norte-americana tenciona adquirir o controle de sociedade inglesa, sem que as ações desta deixem de ser cotadas em Bolsa, pelo fato de perder o seu caráter de *public company*, monta-se um processo de aquisição reversiva parcial, de sorte que haja transferência do controle da companhia inglesa, com a manutenção nesta de um numeroso corpo de acionistas, e sem que seja afetado o controle da sociedade norte-americana. Igualmente, se se deseja contornar a regra do *City Code*, que obriga o adquirente de 30% das ações de uma companhia a tornar a sua oferta incondicional para aquisição de todas as demais ações, a *reverse bid* pode ser útil.

Se a operação se desenrola num clima de morosidade, o ofertante costuma alterar as condições primitivas da oferta, anunciando uma dilação no prazo inicialmente previsto, uma elevação do preço que se propõe a pagar, ou ambas as medidas. O *City Code*, por sua vez, dispõe que se o ofertante, no curso da operação, por si ou em associação com outras pessoas, adquire no mercado as ações visadas por preço superior ao da oferta, fica obrigado a proceder a uma elevação geral deste, em nível não inferior ao maior preço pago no mercado.

As ofertas públicas entendem-se irrevogáveis, quando o ofertante não se reservou, expressamente, a faculdade de desistência. Mas uma oferta revogável pode ser declarada firme pelo ofertante, no curso da operação, a fim de tentar convencer os acionistas hesitantes. E já vimos que a regulamentação inglesa impõe, em certas circunstâncias, a incondicionalidade, a fim de tentar convencer os acionistas indecisos. Quanto às aceitações, elas são também, em princípio, irrevogáveis. A regulamentação francesa só admite a revogação até o dia do encerramento da oferta. Mas a legislação

15 Cf. L. G. R. Spoliansky e B. N. Buckley, *Practice and Procedures for Take-overs in England*, cit., pp. 68 e ss.

americana, sempre preocupada, antes de tudo, em proteger o investidor, admite que o aceitante desista do negócio, nos primeiros sete dias seguintes ao anúncio público da oferta, ou após sessenta dias do início da operação.¹⁶

No que concerne à disciplina das transações, durante o desenrolar da oferta, a preocupação geral é evitar operações fora da Bolsa. A regulamentação francesa exige que todas as ordens sejam levadas à Bolsa, proibindo a aplicação, pelo mesmo corretor, de ordens de compra a ordens de venda, isto é, os chamados negócios "diretos" da prática brasileira.¹⁷

A regulamentação francesa cuidou, também, em disciplinar as ofertas públicas concorrentes, com base na experiência de alguns litígios passados. Determinou que o montante em capitais, nessas ofertas, deve superar pelo menos ao das anteriores ou então deve haver melhora significativa das condições ofertadas ou supressão de condição desfavorável. Em qualquer hipótese, o lançamento de uma oferta concorrente torna sem efeito as aceitações já manifestadas à oferta anterior, embora o lançador desta possa mantê-las em vigor. Neste último caso, o prazo da anterior é prorrogado até o vencimento da concorrente.¹⁸

78. Na hipótese de as aceitações superarem a quantidade de ações que o ofertante se dispôs a adquirir, costuma-se obrigá-lo a efetuar uma aquisição *pro rata* de todos os aceitantes.¹⁹

Nesse particular, porém, o direito inglês, em audaciosa disposição, foi mais além. O art. 209, primeira alínea do *Companies Act* de 1948, estatuiu que, se ao cabo de quatro meses após o lançamento de uma *take-over bid*, o ofertante recebe aceitações de venda de 90% das ações da classe visada, ele pode, durante os dois meses seguintes à expiração desse prazo, adquirir compulsoriamente, nos termos da oferta, as ações restantes dessa mesma classe. Trata-se, como se vê, de autêntica expropriação privada. Em contrapartida, os acionistas minoritários, nas mesmas circunstâncias, têm o poder de obrigar o ofertante a adquirir as suas ações, escapando assim de ficarem bloqueados na sociedade. Igual dispositivo se encontra na lei federal canadense sobre sociedades anônimas (art. 128). A jurisprudência britâni-

16 *Securities Exchange Act*, art. 14 (d) (5).

17 *Règlement Général du Conseil des Marchés Financiers*, art. 5-1-11.

18 *Règlement Général du Conseil des Marchés Financiers*, arts. 5-2-6 a 5-2-8.

19 *Securities Exchange Act* norte-americano, art. 14 (d) (6); *Ontario Securities Act*, art. 81 (7).

ca, no entanto, tem procurado temperar a rigidez da norma. Já se decidiu, assim, que essa expropriação das ações do minoritário não é de ser admitida, quando a oferta lançada é patentemente injusta ou desleal (*unfair*).²⁰ Em outro caso mais interessante,²¹ tratava-se de uma companhia editora, com três acionistas apenas: Shaw, Jackson e Treby. Os dois primeiros, possuidores de 90% do capital acionário, constituíram outra sociedade, que lançou uma *take-over bid* sobre as ações da companhia editora. Como Shaw e Jackson aceitaram, obviamente, a oferta que a sua própria sociedade lançara, Treby viu-se, aparentemente, compelido a ceder suas ações, por força do art. 209 do *Company Act* de 1948. Foi, no entanto, a juízo, alegando que o preço oferecido pelas ações era muito inferior ao seu valor patrimonial, e declarando-se, ademais, não obrigado a aceitar uma oferta, em que os ofertantes e a maioria qualificada dos aceitantes se identificavam. A Justiça deu-lhe razão, entendendo que, em tal caso, compete ao ofertante provar que a sua oferta é limpa (*fair*). Aplicou-se, aí, a teoria da desconsideração da personalidade jurídica, de que trataremos *ex professo* na última parte deste estudo.

79. Na análise estrutural da operação de oferta pública de aquisição de ações, o jurista corre o risco de se perder numa visão estreitamente atomista, considerando, isoladamente, cada uma das aceitações individuais da oferta global. Por outro lado, na análise funcional do instituto, não se deve perder de vista que as *take-over bids* foram criadas para a aquisição do controle das companhias e não para a proteção dos interesses dos acionistas não-controladores, havendo a intervenção legislativa ulterior procurado conciliar esses objetivos.

Sob o aspecto estrutural, com efeito, a operação não pode ser decomposta em uma proposta e um feixe de aceitações individuais, como se estivessemos diante de múltiplos contratos.²² Para que um acordo de vontades possa gerar a relação jurídica contratual, é mister que as vontades concordem sobre o mesmo objeto. Ora, na aquisição de controle de companhias mediante oferta pública não existe, de modo algum, identidade de objeto entre a manifestação de vontade do ofertante e a manifestação de aceitação

20 Re Sussex Brick Company Ltd. (1961) cf. 289.

21 Re Bugle Press Ltd. (1961). Ch. 270.

22 Cf. S. Pescatore, *La struttura contrattuale delle offerte pubbliche di acquisto*, RDC, ano LXXIII (1975), n.º 3-4, parte I, pp. 75 e ss.

da oferta por parte de cada um dos acionistas, individualmente considerados. A primeira tem por objeto não ações isoladas, mas um bloco acionário correspondente ao poder de controle. Já a segunda – a manifestação de vontade individual de adesão à oferta – incide, como é óbvio, apenas sobre as ações que o aceitante possui e deseja alienar.

Nem se poderia dizer que a relação contratual se forma com a manifestação de vontade do último acionista, cuja aceitação perfaz o bloco acionário de controle, porque essa manifestação de vontade é rigorosamente igual às anteriores. Não é ela, isoladamente, que responde à oferta, mas todas as aceitações individuais adicionadas. Portanto, para que haja acordo de vontades, com identidade de objeto, há que se casar à oferta global o somatório das aceitações individuais.

Para explicar esse mecanismo de transformação jurídica da qualidade em razão da quantidade, parecem-me inaproveitáveis as teorias da condição suspensiva e do contrato preliminar.²³

A explicação pela teoria da condição suspensiva representa, de fato, um deslizamento do *objeto* do acordo de vontades para os *efeitos* do acordo já formado. Sendo a condição uma cláusula, derivada exclusivamente da vontade das partes, que subordina os efeitos do ato jurídico a evento futuro e incerto (Código Civil de 2002, art. 121), ela pressupõe um ato jurídico perfeito e acabado – no caso, um contrato já formado – para regular tão-só os efeitos desse ato, no sentido suspensivo ou resolutório. Ora, na oferta pública de aquisição de ações, não há contrato já formado enquanto não obtidas todas as aceitações individuais necessárias a compor o bloco de controle, porque é este, na verdade, o objeto da oferta de aquisição. A consecução do objeto contratual não pode, obviamente, ser estipulada como sendo a realização de um evento futuro e incerto.

A contraprova do que acaba de ser dito é obtida, facilmente, se indagarmos a respeito do momento exato de formação do contrato. O contrato se reputa celebrado logo com a primeira aceitação individual de venda, mesmo de quantidade irrisória de títulos?

A questão não é, pois, de determinação dos efeitos do negócio jurídico, como supõe a teoria da condição suspensiva, mas da própria formação do liame contratual.

23 A aplicação dessas teorias ao direito brasileiro foi feita por M. Carvalhosa, *Oferta Pública de Aquisição de Ações*, São Paulo, 1978.

Tampouco acolhível, em nosso entender, a teoria do contrato preliminar. Para que ela apresentasse um mínimo de verossimilhança, seria mister identificar o momento da contratação definitiva, o que supõe nova manifestação de vontade das partes. Mas essa nova emissão volitiva não existe. A colaboração ulterior dos contratantes não é para formar definitivamente o contrato e, sim, para executar as obrigações dele decorrentes, a saber, a transferência da titularidade das ações e o pagamento do preço.

Se a operação é necessariamente una em sua funcionalidade social, é porque existe um só contrato. Deparamo-nos, aí, com um conspícuo exemplo de contrato grupal, típico do moderno direito empresarial.²⁴ Contrapondo-se ao ofertante ou proponente, existe, sempre, um grupo de aceitantes por adesão, formando uma parte plúrima, isto é, um mesmo centro de interesses coincidentes, embora não comuns.²⁵ Pode-se, pois, interpretar esse feixe de adesões individuais à oferta global como um ato jurídico coletivo.²⁶

Nota de Texto 49 Na matéria que importa para a definição jurídica da presente questão o Código Civil de 2002 tornou mais clara uma tendência já anunciada no Código anterior e já desenvolvida pela doutrina.

Trata-se de reduzir a abrangência e as hipóteses das chamadas declarações unilaterais de vontade puras, ampliando por outro lado o reconhecimento das chamadas declarações de vontade receptícias.²⁷ Acompanha assim tendência marcada no direito alemão, que tende a privilegiar os *Rechtsgeschäfte* sobre os *Beschlüsse*. Ofertas e propostas contratuais são vinculantes no direito alemão enquanto geradoras de posições contratuais subjetivas para seus destinatários.²⁸ Assim é que de um lado reduziram-se no Código Civil de 2002 as hipóteses

24 Pertence ao gênero “contrato grupal” o seguro em grupo ou coletivo.

25 *Sic.*, S. Pescatore, *La struttura contrattuale delle offerte pubbliche di acquisto*, cit.

26 É freqüente que um ato jurídico coletivo, como a deliberação de uma assembléia geral de companhia ou de sindicato, faça parte do procedimento de formação de um contrato.

27 Cf. para ambas as noções, C. M. da Silva Pereira, *Instituições de direito civil*, 18ª ed., Rio de Janeiro, Forense, 1997, vol. I, n° 83, p. 309.

28 Cf. sobre a distinção em ambas as figuras K. Larenz, *Allgemeiner Teil des deutschen Bürgerlichen Rechts*, cit., pp. 319 e ss.

de declaração unilateral de vontade (limitadas agora às promessas de recompensa – arts. 854 e ss.). De outro, ampliou-se a abrangência e reforçou-se o caráter vinculante das propostas contratuais.

Dentre as principais inovações encontra-se exatamente a definição legislativa da natureza jurídica das ofertas ao público que segundo o art. 429 do Código Civil de 2002 “equivale à proposta quando encerra os requisitos essenciais ao contrato, salvo se o contrário resultar das circunstâncias ou dos usos”.

Esse movimento é à primeira vista curioso, pois afinal as distinções práticas entre declaração receptícia e não-receptícia não são grandes com respeito à disciplina. Enquanto a primeira requer aceitação, a segunda exige um serviço ou um ato para gerar conseqüências jurídicas. Quanto à disciplina, ambas geram efeitos para o declarante desde o momento da declaração pública.

Na verdade, por pequena que possa parecer, a distinção se justifica e a evolução relatada corresponde a preocupações razoáveis.

Duas necessidades de política jurídica entrelaçam-se. De um lado a necessidade de identificar a titularidade de relações jurídicas. A sistemática das declarações unilaterais de vontade (não-receptícias) permite a existência de titulares não identificados de relações jurídicas e patrimoniais. É o que ocorria com os títulos ao portador. A simples exigência de aceitação individualizada já resolve essa questão.

Mas não apenas isso. Há uma segunda e talvez mais importante necessidade suprida pela aceitação. Trata-se do equilíbrio das posições jurídicas. A declaração unilateral de vontade, exatamente por ser unilateral, não permite qualquer medida reequilibradora, caso o beneficiado pela declaração unilateral encontre-se em condição mais frágil. O seu conteúdo não comporta, portanto, interpretação reequilibradora.

Não assim com as declarações receptícias. A necessidade da aceitação e da formação de um vínculo bilateral traz à tona toda a discussão do equilíbrio da relação. Sobretudo tratando-se de contratações em massa, fenôme-

no tão comum no mundo moderno, torna possível caracterizar o contrato como de adesão, beneficiando então o adquirente em sua aceitação.

É o que ocorre nas ofertas públicas de aquisição de ações. É indúbio que a própria regulamentação pública das ofertas já impõe elementos de garantia aos acionistas destinatários. É evidente, também, por outro lado, que esse controle administrativo não é exauriente. A interpretação de cláusulas de oferta tem gerado e continuará a gerar importante contencioso administrativo. A aplicação dos arts. 423 e 424 do Código Civil de 2002 prevendo respectivamente a interpretação favorável ao aderente de cláusulas ambíguas e a nulidade das cláusulas de renúncia a direitos são sem dúvida um importante complemento civil à regulamentação publicística das ofertas, que permitirá atribuir maior equilíbrio nas relações entre ofertante e acionistas.

80. Na Lei nº 6.404/76, prevêm-se duas modalidades de oferta pública de aquisição de ações: para a tomada de controle (arts. 257 a 263) e para complementar negócio de cessão de controle (art. 254-A). Tal não significa, porém, que a lei exclua a possibilidade jurídica de ofertas públicas de aquisição de ações com outros objetivos.

A oferta de tomada de controle é irrevogável (art. 257, § 2º). Não se trata, aí, de mera aplicação do direito contratual comum (Código Civil de 2002, art. 427), pois o ofertante não tem o direito de declarar a sua proposta retratável. Tal não significa, porém, a incolumidade do negócio aos efeitos de uma impossibilidade de fato, oriunda de caso fortuito ou força maior, nos moldes da chamada “out” clause da prática norte-americana.²⁹ Em sen-

29 Ela costuma ser assim redigida:

“The offeror may withdraw this invitation at any time, at its option, and shall not be obligated to purchase any of the shares, tendered pursuant to the offer if any state of war or national emergency or banking moratorium or suspension of trading on the New York Stock Exchange shall have been declared or if any act of sabotage or any natural disaster shall effect any material change in the business or operations of the target, or if any other material change in the capitalization or business of the target is proposed or occurs” (cf. E. R. Aranow e H. A. Einhorn, *Proxy Contests for Corporate Control*, cit., p. 53).

tido inverso, dever-se-ia admitir a retirada das aceitações, caso a oferta se prolongasse em demasia, como sucede também nos Estados Unidos, o que a nossa lei não prevê.

O prévio registro da oferta na CVM somente é exigido se se tratar da modalidade de troca de valores mobiliários (art. 257, § 1º). Nada impede, entretanto, que a Comissão venha a exigir o registro prévio também para a oferta de compra, fundando-se no poder regulamentar geral que lhe foi atribuído para o caso (art. 257, § 4º).

Não se exige que o ofertante seja uma sociedade, razão pela qual torna-se incompreensível a colocação da matéria no capítulo consagrado às “sociedades coligadas, controladoras e controladas”.

O sigilo é imposto, como regra, à instituição intermediária e à Comissão de Valores Mobiliários, até a publicação da oferta (art. 260).

A melhoria das condições da oferta parece admitida tanto para o caso de compra, como para a hipótese de troca, não obstante o sentido estrito dos termos empregados no art. 261, § 1º.

As aceitações serão dadas a instituições financeiras ou do mercado de valores mobiliários, que representam o lançador da operação (art. 261). Parece-nos que seria mais prudente centralizar as aceitações em Bolsa de Valores, exigindo-se, ademais, que elas sejam acompanhadas das ações conferidas. A centralização em Bolsa ensejaria um acompanhamento diário do desenrolar da operação, além de racionalizar o processamento das liquidações. Por outro lado, seria de todo inconveniente o prosseguimento das negociações no pregão, durante o prazo da oferta. A Lei nº 6.404/76, quanto a isto, limita-se a declarar que “a Comissão de Valores Mobiliários poderá expedir normas que disciplinem a negociação das ações objeto de oferta durante o seu prazo” (art. 263).

Finalmente, disciplina-se também a oferta concorrente (art. 262). A sua publicação torna ineficazes (a lei diz “nulas”, com evidente impropriedade) as ordens de venda que já tenham sido firmadas em aceitação de oferta anterior. Quanto ao primeiro ofertante, faculta-se-lhe prorrogar o prazo da sua, até fazê-lo coincidir com o da oferta concorrente.

Essa regulação, com os reparos assinalados, representam, sem dúvida, um incontestável progresso legislativo. Além dos efeitos diretos de disciplina de tais operações, ela produzirá também, por certo, um efeito indireto de dissuasão de manobras lesivas ao interesse dos investidores. E, em qualquer hipótese, não deixará de influir em outro processo de transferência de controle acionário, a chamada “cessão de bloco de controle”, cujo exame passamos a fazer.

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 ucasses 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 ucasses, 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.