

FÁBIO KONDER COMPARATO

O PODER DE CONTROLE NA SOCIEDADE ANÔNIMA

2ª EDIÇÃO

Texto refundido e adaptado às disposições
da Lei n. 6.404, de 15.12.76.

EDITORA 
REVISTA DOS TRIBUNAIS

SÃO PAULO — 1977

rado esse prazo, as ordens de venda não podem ser fechadas no mercado a termo, a não ser com o depósito prévio dos títulos negociados (art. 96).

95. Como se vê, o direito tende, nos países desenvolvidos do Ocidente, a assegurar a todos os acionistas da mesma categoria, 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”.⁴¹ 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 n. 6.151, de 4.12.74), 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. Tirante as hipóteses de aliena-

41. Projeto n. 1.042, de 1972, de autoria do Deputado Herbert Levy.

ção 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.⁴²

O projeto não passou incólume pelo Congresso, nesse passo. A Câmara dos Deputados ressuscitou, inesperadamente, o projeto Herbert Levy a que já nos referimos, incrustrando-o *ipsis verbis* no texto do projeto governamental. No Senado Federal, porém, pre-

42. "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 que 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".

feriu-se aprovar outra emenda, transformada no atual art. 254.⁴³

O princípio do “tratamento igualitário”, previsto nesse artigo, diversamente do “tratamento equitativo”, declarado no artigo seguinte, suscita uma impossibilidade prática, cuja evidência não tardou a se manifestar na Resolução n. 401, de 22.12.76, do Banco Central, regulamentadora da norma.⁴⁴ Trata-se de verdade elementar que o *status* do acionista controlador não se confunde com o de não-controlador; que ações ordinárias não são equipolentes a ações preferenciais sem voto; que a situação de poder soberano só mesmo no terreno da demagogia atrapalhona 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?

A norma legal fala em “tratamento igualitário aos acionistas minoritários”. Ora, minoria e maioria são noções que só fazem senso quando referidas ao direito

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

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

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

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

44. Resolução n. 401:

“O Banco Central do Brasil, na forma do art. 9.º da Lei n. 4.595, de 31.12.1964, torna público que o Conselho Monetário Nacional, em sessão realizada nesta data, tendo em vista as disposições do art. 254 da Lei n. 6.404, de 15.12.1976, e do art. 3.º, inciso III, da Lei n. 6.385, de 7.12.1976, resolveu:

I — A alienação do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva,

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 dois terços do capital social (art. 15, § 2º). Nesta 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 n. 401, do texto do art. 254 da lei.

Chassez le naturel, il reviendra au galop. Não se trata de ceder ao cinismo da *Realpolitik*, ou de reconhecer que todo direito emana da força, ou deve a ela se conformar. Trata-se, apenas, de evitar a negação normativa de uma realidade absolutamente insuprimível, em qualquer tipo de organização social, qual seja a do poder. A norma do art. 254, parágrafo 1º, da Lei n. 6.404, mesmo entendida no sentido da equidade e não da igualdade absoluta, parece condenada a ser

de que o adquirente se obrigue a fazer, nos termos desta Resolução, oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar tratamento igualitário ao do acionista controlador.

II — Entende-se por alienação do controle da companhia aberta, para efeito do disposto no art. 254, da Lei n. 6.404, de 15.12.1976, e desta Resolução, o negócio pelo qual o acionista controlador (art. 116 da Lei n. 6.404), pessoa física ou jurídica, transfere o poder de controle da companhia mediante venda ou permuta do conjunto das ações de sua propriedade que lhe assegura, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da Assembleia Geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia.

III — Se o controle da companhia é exercido por grupo de pessoas vinculadas por acordo de acionistas, nos termos do art. 118 da Lei n. 6.404, de 15.12.1976, ou sob controle comum, entende-se por alienação de controle o negócio pelo qual todas as pessoas que formam o grupo controlador transferem para terceiro o poder de controle da companhia, mediante venda ou permuta do conjunto das ações de sua propriedade que lhes assegura, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da Assembleia Geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia.

mais um comando inepto e inconsequente da nossa ordenação jurídica. Suponhamos que, ao invés de alienar o bloco de ações de controle da companhia aberta, o controlador crie uma *holding* própria — companhia fechada ou sociedade por quotas de responsabilidade limitada — subscrevendo o capital desta com a transferência daquelas ações de controle da companhia aberta, pelo seu valor nominal. Haverá alienação de controle sujeita às normas da Resolução n. 401? Qual o minoritário que desejará, no caso, reivindicar um tratamento igualitário, para a venda das suas ações? E se, depois, o controle da *holding* for, por sua vez, cedido: ainda estamos na esfera de aplicação do art. 254, § 1º da lei?

Reflitamos, agora, sobre o item XV da Resolução n. 401. A alienação de controle é estipulada como geralmente ocorre, com a assunção, pelo alienante, de uma obrigação de garantia de todo o ativo e o passivo

IV — Na companhia cujo controle é exercido por pessoa, ou grupo de pessoas, que não é titular de ações que asseguram a maioria absoluta dos votos do capital social, considera-se acionista controlador, para os efeitos desta Resolução, a pessoa, ou o grupo de pessoas, vinculadas por acordo de acionistas, ou sob controle comum, que é titular de ações que lhe asseguram a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas três últimas Assembléias Gerais da companhia.

V — A alienação do controle da companhia aberta depende de prévia aprovação da Comissão de Valores Mobiliários, para efeito de verificar se as condições da oferta pública aos acionistas minoritários satisfaz aos requisitos desta Resolução.

VI — A aprovação, pela Comissão de Valores Mobiliários, do instrumento da oferta pública implica a da alienação do controle, sob a condição de que a oferta pública venha a ser efetivada, nos termos aprovados, no prazo máximo de 90 (noventa) dias.

VII — O instrumento de oferta pública de aquisição das ações dos acionistas minoritários considerar-se-á aprovado se a Comissão de Valores Mobiliários sobre ele não deliberar no prazo de até 45 (quarenta e cinco) dias do recebimento do pedido de aprovação, instruído nos termos desta Resolução.

VIII — A Comissão de Valores Mobiliários somente poderá recusar a aprovação do instrumento de oferta pública mediante deliberação que relacione todas as modificações que devem ser feitas no instrumento da oferta, para que satisfaça

da companhia; o que significa, em termos econômico-contábeis, a garantia do patrimônio líquido. Terão os minoritários algum interesse em alienar as suas ações unicamente pelo montante do eventual ágio a ser pago ao alienante, acima do valor contábil das suas ações?

Ademais, 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?

aos requisitos desta Resolução. Nesse caso, a alienação do controle considerar-se-á aprovada, independentemente de nova deliberação da Comissão de Valores Mobiliários, se a oferta pública for feita com as modificações constantes da deliberação da Comissão.

IX — Quando o contrato de alienação de controle declarar a oferta pública aos demais acionistas como condição resolutive, o negócio considerar-se-á automaticamente desfeito se:

a) dentro de 30 (trinta) dias da data da sua contratação não for requerida à Comissão de Valores Mobiliários a aprovação da oferta pública aos acionistas minoritários;

b) a Comissão de Valores Mobiliários recusar a aprovação do instrumento de oferta pública, ressalvado o disposto no item VIII;

c) dentro de 90 (noventa) dias da aprovação pela Comissão, a oferta pública não for efetivada, mediante publicação e início do decurso do prazo.

X — A oferta pública aos acionistas minoritários será feita por intermédio de banco de investimento ou de sociedade corretora, e poderá ter por objeto:

a) todas as ações com direito a voto, com exceção das de propriedade do acionista controlador, sem limite máximo das ações a serem adquiridas;

b) ações até o limite máximo indicado na oferta, que compreenda tanto as ações do acionista controlador quanto de demais acionistas.

XI — No caso da alínea b do item anterior, se o número das ações dos aceitantes da oferta, somado às do acionista controlador, ultrapassar o máximo indicado no instrumento da oferta, será obrigatório o rateio proporcional, entre o acionista

Tomemos, por outro lado, o caso da alienação de controle das companhias sujeitas à autorização governamental para funcionar (Lei n. 6.404, art. 255). Na “exposição justificativa das principais inovações do projeto”, o Ministro da Fazenda declara ser “inegável que o critério — muitas vezes adotado entre nós — de considerar o valor dos intangíveis das instituições financeiras como pertencente ao acionista controlador, e não a todos os seus acionistas, na proporção da participação no capital social, conflita com os fundamentos do direito societário”. Muito bem. E quando o adquirente do controle paga o valor desses intangíveis,

controlador e os demais acionistas, do total de ações a serem adquiridas.

XII — Se a alienação de controle tiver sido contratada com a fixação de número mínimo das ações que o acionista controlador aceita vender ou permutar, o adquirente do controle poderá reservar o direito de revogar a oferta e desistir da aquisição de controle, se o número das ações dos aceitantes ultrapassar o limite indicado no respectivo instrumento.

XIII — Ressalvado o disposto nos itens XIV, XV e XVI, a oferta pública deverá prever a aquisição das ações dos acionistas minoritários em condições iguais às contratadas com o acionista controlador, sob todos os aspectos de preço ou relações de permuta, prazos de pagamento e demais direitos e obrigações do vendedor das ações, previstos no instrumento de alienação firmado entre o acionista controlador e o adquirente do controle.

XIV — Se a venda das ações do acionista controlador for contratada com pagamento a prazo, o adquirente do controle poderá optar pela oferta aos acionistas minoritários de pagamento à vista, em valor que corresponda ao preço unitário contratado com o acionista controlador, descontado à taxa de juros em vigor no mercado financeiro considerada adequada pela Comissão de Valores Mobiliários.

XV — Se o instrumento de alienação do controle criar para o acionista controlador outras obrigações além da transmissão das ações vendidas ou permutadas, relacionadas com os negócios ou o patrimônio da companhia, o adquirente do controle poderá optar por oferecer aos acionistas minoritários a aquisição das suas ações sem as obrigações adicionais assumidas pelo acionista controlador. Nesse caso, as condições de preço ou permuta ofertadas aos acionistas minoritários deverão responder às contratadas com o acionista controlador, com dedução do valor correspondente às obrigações por este assumidas.

XVI — Na hipótese prevista no item anterior, o adquirente do controle submeterá à Comissão de Valores Mobiliários, jun-

por que razão não se pode dizer que os adquiriu em estrita propriedade, podendo, depois, revendê-los como coisa sua? A seguir-se o mesmo critério de raciocínio, a solução contrária não conflitaria com os fundamentos do direito patrimonial e, sobretudo, com os dogmas capitalistas?

tamente com o pedido de aprovação do instrumento de oferta pública, demonstração da equivalência de valor entre as condições contratadas com o acionista controlador e as oferecidas aos acionistas minoritários, cabendo à Comissão zelar para que os acionistas minoritários recebam tratamento igualitário ao do acionista controlador.

XVII — A minuta do instrumento de oferta pública será submetida à aprovação da Comissão de Valores Mobiliários juntamente com cópia do contrato de alienação do controle, devendo ser feita comunicação simultânea às Bolsas de Valores, na forma estabelecida pela Comissão de Valores Mobiliários.

XVIII — O instrumento de oferta, firmado pelo ofertante e pela instituição intermediadora (banco de investimento ou sociedade corretora), deverá indicar:

- a) o número mínimo de ações que o ofertante se propõe a adquirir e, se for o caso, o número máximo;
- b) o preço e todas as demais condições da aquisição;
- c) a forma de rateio entre os aceitantes, se o número de ações ultrapassar o máximo fixado;
- d) o procedimento que deverá ser adotado pelos acionistas aceitantes para manifestar sua aceitação e efetivar a transferência das ações;
- e) o prazo de validade da oferta, que não poderá ser inferior a 30 (trinta) dias;
- f) informações sobre o ofertante e sobre a companhia emissora das ações objeto da oferta;
- g) outros elementos exigidos pela Comissão de Valores Mobiliários com o fim de proteger os interesses dos acionistas minoritários.

XIX — Aprovadas as condições da oferta, será esta publicada na imprensa.

XX — Findo o prazo da oferta, a instituição intermediadora comunicará o resultado à Comissão de Valores Mobiliários e, mediante publicação na imprensa, aos aceitantes.

XXI — A alienação do controle da companhia aberta que dependa de autorização do Governo para funcionar obedecerá ao disposto no art. 255 da Lei n. 6.404, de 15.12.1976, aplicando-se, subsidiariamente, as normas desta Resolução.

Como se percebe, não obstante se haver consagrado em lei a instituição do poder de controle e a figura do acionista controlador, continua-se a pensar em termos dos velhos conceitos jurídicos. Os chamados valores intangíveis de uma companhia constituem um bem empresarial, isto é, de produção, não de consumo. Em relação a tais bens, como vimos ⁴⁵, não há falar, vagamente, em propriedade, mas é mister distinguir a “propriedade dinâmica” da “propriedade-pertinência” ou “propriedade estática”. Ambas coexistem sobre os bens da empresa, e a missão do direito empresarial é assegurar a sua coexistência harmônica. Ora, o objeto de toda a discussão, em matéria de alienação de controle, não é a “propriedade-pertinência”, mas sim o poder de comando sobre as pessoas e de disposição dos bens de produção, ou seja, a soberania na empresa. Não importa, de modo absoluto, a quem pertencem, estaticamente, tais bens. Importa, isto sim, saber quem tem sobre eles o poder de controle — algo totalmente diferente. Esse alguém — falando-se em maioria e minoria acionárias — não são todos os acionistas mas apenas alguns.

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

XXII — A Comissão de Valores Mobiliários expedirá normas complementares para a execução desta Resolução.

XXIII — Enquanto não for instalada a Comissão de Valores Mobiliários, cabe ao Banco Central executar o disposto nesta Resolução.

XXIV — Esta Resolução entrará em vigor no dia 15.2.1977.

Brasília (DF), 22 de dezembro de 1976

Paulo H. Pereira Lira
Presidente”

45. Cf. supra n. 30.

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".⁴⁶ 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 conseqüentes, 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 igualdade dos acionistas 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 igualdade absoluta entre os acionistas 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,

46. Ballantine, *op. cit.*, pág. 433.

pois a oneração, como tem sido ensinado sem descontinuar, desde a *jurisprudencia* romana, constitui início de alienação.

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

97. 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, 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 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 adquiriu ações, e não o controle. É o interesse do capitalista, não do empresário.

Não se pode negar que uma cessão de controle, quaisquer que sejam as circunstâncias em que se realize — onerosa ou gratuita, com ou sem ágio — é um fato sempre suscetível de alterar os riscos do investimento acionário. Poderá diminuí-los, quando, por exemplo, os antigos controladores eram empresários ineptos, desonestos ou sem recursos, e o adquirente do controle possui condições pessoais ou patrimoniais para transformar um mau negócio em empreendimento florescente. Poderá, ao contrário, agravá-los, quando o cessionário do controle se revele incapaz, defraude o patrimônio social, faça cessar as atividades empresariais por razões de abuso de poder econômico, ou pratique uma política de autofinanciamento à *outrance*.

O legislador nacional teria andado melhor, se não se tivesse deixado impressionar pelas pressões da especulação bolsística frustrada, ou pela altissonância dos falsos igualitaristas econômicos (que recusam, com horror, a igualdade política e social), mas se houvesse mantido a diretriz de reforçar os deveres e as responsabilidades do controlador, protegendo o simples investidor enquanto tal e não como empresário, que não é.

Para tanto, poderia ter lançado mão, mais largamente, e não apenas na hipótese da aquisição por companhia aberta do controle de outra sociedade (Lei n. 6.404, art. 256), do remédio do direito de retirada do acionista não-controlador.

Poderia, igualmente, ter condenado, mais completamente, as práticas de *insider trading*.⁴⁶ Elas foram previstas, de modo expresso, tão-só quando emanadas de administradores (arts. 155, § 1º e 157). Mas nada se disse, de modo explícito, sobre os abusos praticados pelo controlador enquanto *insider*, na especulação acionária (cf. art. 117). Poderá e saberá a novel Comissão de Valores Mobiliários preencher a lacuna? É o que a experiência dirá, nos próximos anos.

46. Reenviamos o leitor ao nosso artigo precitado, publicado na RDM, nova série, 1971, n. 2, pág. 41.