

ALIENAÇÃO DE CONTROLE DE COMPANHIA ABERTA

JORGE LOBO

*“Não existe conhecimento sem crítica racional,
crítica ao serviço da busca da verdade”.¹*

Karl Popper

SÍNTESE

A questão do “prêmio de controle” ou “ágio” ou “sobrepreço”, inerente à alienação de controle de companhia aberta, não deve ser tratada de forma apriorística e abstrata, nem basear-se em juízos de valor, sob pena de a norma, que a regular na Lei das S.A., quando de sua aplicação, poder vir a acarretar graves e irreparáveis prejuízos a controladores, minoritários e preferencialistas, conforme o caso submetido a julgamento.

Por isso, ela deve ser objeto do Direito em ação, com base em juízos de realidade e em proposições empíricas, atendidas as circunstâncias especiais e a condições peculiares do caso concreto.

¹ “Conhecimento e formação da realidade”, in “A busca de um mundo melhor”, Ed. Fragmentos, 3ª ed., p. 33.

I - A POLÊMICA ALIENAÇÃO DE CONTROLE DE COMPANHIA ABERTA

A - A CONTROVÉRSIA NA DOUTRINA BRASILEIRA

Ao ser publicado o Anteprojeto de Lei das S.A., Modesto Carvalho insurgiu-se, com indignação, e sustentou, com veemência, que o texto em questão deveria *“propor medidas concretas de equidade entre acionistas controladores e não-controladores quando da venda das ações de controle da sociedade”*², advertindo que *“não existe precedente, em qualquer país, de um anteprojeto que, no seu preâmbulo, declare taxativamente que os acionistas controladores têm o direito de embolsar o premium na venda do controle da companhia, não assistindo aos demais acionistas, que ao longo da vida da sociedade contribuíram para o seu capital, qualquer direito nessa transação.”*³

(a) O ágio pertence exclusivamente aos acionistas controladores

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

Fábio Konder Comparato⁵, após admitir que, na cessão onerosa das ações do bloco de controle, a tendência dos países desenvolvidos é garantir aos acionistas de igual categoria tratamento equitativo, (1º) atacou a idéia de que o ágio decorrente do poder de controle societário

² *A nova lei das sociedades anônimas. Seu modelo econômico*, Rio de Janeiro, Editora Paz e Terra, 1976, p. 119.

³ Ob. cit., p. 120.

⁴ *Fundamentos da Reforma das S/A*, AEDE- SBERJ, Rio de Janeiro, 1976, 1ª ed., p. 22-23, apud Mauro Rodrigues Pentead, “Apontamentos sobre a alienação do controle de companhias abertas”, RDM, ano XXVIII, 1989, vol. 76, p. 17.

⁵ *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, São Paulo, Ed. Revista dos Tribunais, 1976, p.253-258.

pertence a todos os acionistas, (2º) questionou as causas que permitiriam aos minoritários “pretender essa igualdade de status com os titulares do controle, se àqueles não se atribuem, em estrita lógica, os mesmos deveres e responsabilidades inerentes ao exercício do poder de comando na empresa”⁶, e, (3º) para neutralizar os malefícios que poderiam atingir os não controladores, sugeriu duas medidas: assegurar-lhes o direito de recesso pelo valor contábil de suas ações e a criação de normas para reprimir o *insider trading* praticado por diretores ou controladores da companhia e pessoas a eles ligadas⁷.

Luiz Leonardo Cantidiano defendeu a concepção de que, “se a alienação implicar apenas novos administradores, não sofreriam, em tese, quaisquer minoritários, algum tipo de prejuízo, descabendo, portanto, a extensão da oferta pública a qualquer deles, ordinários ou preferenciais. Mas, na hipótese de o novo controlador visar à extinção da companhia, aí, sim, a oferta deveria ser estendida para todos os minoritários, pois todos eles estariam em situação na qual poderiam sofrer prejuízos.”⁸

Roberta Nioac Prado afirmou que o prêmio de controle cabe apenas aos controladores, pois, “significando a alienação uma simples mudança de controlador, não entendo que deva haver oferta pública a nenhum acionista; seja ele ordinário ou preferencial. (...), neste caso, o valor que se agrega ao bloco de ações que determinam o controle da empresa diz respeito exclusivamente à possibilidade que esse bloco proporciona àqueles que o detém de alterar a administração, de forma a dinamizá-la e fazer com que a empresa gere maiores lucros”, obtemperando, contudo, que deve ser dado tratamento igualitário em caso de posterior encerramento das atividades da sociedade, porquanto, “tratando-se de uma alienação de controle em que os adquirentes intencionem extinguir a companhia em um segundo momento (...), aí, sim, entendo que devam estes estender a oferta a todos os minoritários, inclusive aos preferencialistas sem voto (...), porque, neste caso, no preço pago pelo controle estará embutido não apenas o valor de controlar a empresa, mas principalmente todo o seu ativo. Ativo, este, que muitas vezes não se reflete nem no valor de Bolsa e nem mesmo no patrimonial das ações individualmente consideradas, um dos quais podemos citar como exemplo o valor do intangível da empresa que

⁶ Ob. cit., p. 258

⁷ Idem, p. 261.

⁸ *Apud* Roberta Nioac Prado, “Da obrigatoriedade por parte do adquirente do controle de sociedade por ações de capital aberto de fazer simultânea oferta pública, em iguais condições, aos acionistas minoritários- art. 254 da Lei 6.404/76 e Resolução CMN 401/76- é efetivo mecanismo de proteção aos minoritários?” RDM, ano XXXVI, 1997, vol. 106, p.91, referindo-se a “Alienação e aquisição de controle”, RDM, ano XXIV, 1985, vol. 59, p. 62.

será agregado na incorporadora."⁹

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

Arnoldo Wald ensinou que "a oferta pública prevista no art. 254, embora represente um ônus para o adquirente do controle, pode ser saudável por representar o veículo através do qual o valor do controle é distribuído entre todos os acionistas com direito a voto."¹⁰

Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro asseveraram que as "transferências de controle, envolvendo vultosos ágios pagos apenas aos controladores, podem ainda mais desestimular o investimento acionário. Daí entendermos que a solução adotada na lei vale como medida pragmática, tendo em vista as condições do momento histórico e as características peculiares da conjuntura, justificando-se em face da experiência verificada em anos recentes em nosso País."¹¹

Guilherme Döring Cunha Pereira dissertou que "o poder de controle é encarado como pertencente à própria sociedade e, indiretamente, à totalidade dos acionistas."¹²

Modesto Carvalhosa alertou "que o acionista minoritário, embora normalmente não tome a iniciativa de promover a capitalização da sociedade, empresta seu esforço para tal mister, (...); ademais, esse tipo de acionista experimenta os efeitos da política de autocapitalização da companhia, usualmente realizada pelo controlador. É, portanto, co-partícipe da valorização patrimonial da empresa, merecendo portanto tratamento igualitário, quando da alienação de seu controle."¹³

Waldirio Bulgarelli enfatizou que "o não controlador, que não recebeu dividendos durante muito tempo, pela política imposta pelo controlador de fortalecer a empresa, tem direito a reclamar quando o controlador, aproveitando-se dos resultados dessa mesma política, vende com ágio astronômico as suas ações de controle"¹⁴, acrescentando que os especuladores e rendeiros, embora também tivessem contribuído com seus recursos para o auto financiamento da com-

⁹ Ob. cit., p. 105

¹⁰ "A proteção dos acionistas minoritários na alienação do controle de companhias abertas", *Revista da CVM*, 4/2, n. 13, 1986, apud Mauro Rodrigues Penteado, ob. cit., p. 19.

¹¹ *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*, São Paulo, Ed. Bushatsky, 1979, 1ª ed., v.2, p. 743.

¹² *Alienação do poder de controle acionário*, São Paulo, Ed. Saraiva, 1995, p. 164-171.

¹³ Apud Mauro Rodrigues Penteado, loc. cit., fazendo referência a *Oferta Pública de Aquisição de Ações*, tese, São Paulo, 1978, p. 142-143.

¹⁴ *Regime jurídico da proteção às minorias nas S/A.*, Rio de Janeiro, Renovar, 1998, p.158.

panhia, mesmo querendo, não poderiam, devido ao princípio majoritário, participar ativamente da vida societária, e, ademais, que, “*ao vender o controle (...) com grandes lucros, está-se vendendo, subjacentemente, os intangíveis e mais propriamente o aviamento da empresa*”¹⁵, para deduzir que “*o certo será a distribuição, ao menos do ágio, entre todos que contribuíram para o fortalecimento da empresa.*”¹⁶

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

Nélson Cândido Motta advogou que “*admitir que as ações preferenciais, porque não votam, tenham menos direitos — salvos os direitos políticos — do que as ações ordinárias equivale a reconhecer que o direito de voto possa ser causa de desigualdade entre acionistas, quer em relação ao patrimônio da sociedade, quer em relação ao tratamento que a lei manda dispensar a todos, indistintamente, nos casos de alienação de controle de companhia aberta (...)*”¹⁷.

Leslie Amendolara asseverou que, se os acionistas minoritários têm o direito de participar do “prêmio de controle” porque “*havia contribuído com a formação do capital e investido seus recursos nos negócios*”¹⁸, este direito deve ser estendido aos preferencialistas, já que eles também contribuíram para a formação do capital social.

B - A CONTROVÉRSIA NA JURISPRUDÊNCIA BRASILEIRA

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

¹⁵ Ob. cit., p.159.

¹⁶ Idem, p.160.

¹⁷ “Alienação de controle de instituições financeiras. Acionistas minoritários. Notas para uma interpretação sistemática da Lei das S.A.”, RDM, ano XXI, 1982, vol.46, p.41, *apud* Roberta Nioac Prado, art. cit., p. 91.

¹⁸ *Os direitos dos acionistas minoritários: com alterações da lei 9457/97*, São Paulo, Editora STS, 1998, p.105.

ladores¹⁹.

A Primeira Turma do Superior Tribunal de Justiça, ao apreciar o Recurso Especial n° 2.276 – RJ, que tratava de participação ou não dos preferencialistas no prêmio de controle, entendeu que a oferta pública só alcançava as ações com direito de voto, já que as preferenciais têm garantidas outras vantagens, dispostas na Lei n° 6.404²⁰.

Ainda o Superior Tribunal de Justiça, numa decisão relativa à incorporação do Banco Financial de Mato Grosso, envolvendo oferta pública prévia para aquisição de controle, estendeu-a aos acionistas sem voto, por considerar a natureza da sociedade (que necessitava de autorização) e que a aquisição do controle era uma providência preliminar à incorporação²¹.

C - A CONTROVÉRSIA NA LEGISLAÇÃO, NA DOCTRINA E NA JURISPRUDÊNCIA ESTRANGEIRAS

(a) Direito americano

(1) Legislação americana

Conforme acentuou Roberta Nioac Prado, não há norma legal no Direito americano que torne obrigatória a oferta pública na alienação de controle de uma companhia, sendo a proteção aos minoritários expressa apenas nas noções de *disclosure* e de *insider trading*²².

(2) Doutrina americana

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

William D. Andrews²³, contudo, apregoa que todos os acionistas com ações de espécie e classe iguais devem ter a possibilidade de aliená-las igualmente e de partilhar o *premium* proporcionalmente a sua contribuição no capital, por ser o poder de controle um bem da companhia.

André Tunc recordou que os redatores dos *Principles of Corporate Governance* pensavam que um acionista dominante não deve, sem autorização dos acionistas desinteressados, tirar mais vantagens

¹⁹ Apelação Cível n.º 140.587 – Rio de Janeiro (Registro n.º 8.803.699) Relator: Min. Dias Trindade in Nelson Eizirik. *Sociedades Anônimas: jurisprudência*, Rio de Janeiro, Renovar, 1996, p. 743-746.

²⁰ Recurso Especial n.º 2.276 – Rio de Janeiro (Registro n.º 90.0001659-2) Relator Min. Garcia Vieira in Nelson Eizirik, ob. cit., p. 367-372.

²¹ José Edwaldo Tavares Borba. *Direito Societário*, 6ª ed. rev. aum. e atual., Rio de Janeiro, Renovar, 2001, p. 475-476 (nota de rodapé 1), citando matéria da *Gazeta Mercantil* de 21.10.93, p.35.

²² Ob. cit., p. 97.

²³ *The stockholder's right to equal opportunity in the sale of shares*, Harvard Law Review, 78/ 505-563, 1965, apud Roberta Nioac Prado, ob. cit., p. 98.

de sua situação, proporcionalmente aos acionistas que estão nas mesmas condições.²⁴

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

Berle e Means²⁵, a seu turno, foram além, pois, após qualificarem a alienação de controle da empresa como a venda de um bem social, sustentaram que o valor pago como ágio pelo bloco de controle deve ser distribuído a todos os acionistas da companhia.

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

Hoje, nos EUA, prevalece a opinião de que somente o acionista controlador, alienante do controle, faz jus ao prêmio²⁶, desde que não haja fraude ou atos de má fé, acentuando Lewis D. Solomon e Alan R. Palmiter que “ a regra geral é a de que os acionistas podem vender suas ações pelo preço que conseguirem, incluído neste o prêmio não disponível aos outros acionistas. Os acionistas controladores não precisam dividir esse prêmio”²⁷.

Para Easterbrook e Fischel,²⁸ os minoritários não se opõem à alienação de controle se ela puder levar a uma administração mais eficiente, capaz de tornar a companhia mais rentável e suas ações mais valorizadas.

Steven L. Emanuel afirma que a posição do controlador na companhia tem valor econômico e que o controlador hesitaria na alienação caso não recebesse nenhum prêmio, já que conta com vantagens e privilégios não desfrutados pelos minoritários, advertindo que há exceções ao direito do controlador de vender suas ações livremente²⁹, como, v.g.: (1) A exceção de pilhagem (*the “looting” exception*) é a mais importante, pois impede o controlador de transferir suas ações para quem irá pilhar a companhia, se ele tem ciência disso ou tinha como saber; (2) A exceção da venda de voto (*the “sale of vote” exception*) verifica-se quando o bloco de controle é menor que a maioria das ações, mas o vendedor exerce uma influência relevante sobre a diretoria ou quando o contrato de venda expressamente menciona um pagamento adicional se o alienante entregar parte do controle da dire-

²⁴ André Tunc. *Le droit américain des sociétés anonymes*. Économica: Paris, 1985, p. 158-159.

²⁵ *Apud* Roberta Nioac Prado, ob. cit., p. 98.

²⁶ Robert W. Hamilton, *The Law of Corporations*, St. Paul, Minnesota, 1987, p. 359, *apud* Osmar Brina Corrêa Lima, *O acionista minoritário no direito brasileiro*, Rio de Janeiro, Forense, 1994, p. 79.

²⁷ *Corporations. Examples and Explanations*, Aspen Law & Business, Second Edition, 1994, p. 411-420.

²⁸ *Corporate Control Transactions*, 91 Yale L. J. 737, 1982 *apud* Lewis D. Solomon e Alan R. Palmiter, ob. cit., p. 411-420.

²⁹ Steven L. Emanuel, *Corporations*, NY, Emanuel Publishing Corp., 1997, 3rd Edition, p. 240-249.

toria, garantindo a eleição de pessoas indicadas pelo comprador; (3) O desvio de uma oportunidade coletiva (*"diversion of collective opportunity"*) aplica-se a situações em que, por alguma razão, o prêmio de controle deva pertencer à companhia ou a todos os acionistas, dando-se como principais exemplos situações em que *"a Corte entende que o prêmio de controle representa uma oportunidade de negócios que a companhia poderia ou deveria perseguir como sociedade e quando o comprador inicialmente tentou comprar a maior parte ou todo o ativo da companhia (...), mas foi chamado pelo controlador que lhe ofereceu seu bloco de ações em troca de um prêmio"*.³⁰

(3) Jurisprudência americana

William A. Klein e J. Mark Ramseyer, em seu ótimo livro *"Business Associations. Agency, Partnerships, and Corporations"*³¹, citam diversos casos de alienação de controle analisados pelas Cortes americanas, a saber:

Pertman v. Feldmann

Feldmann, acionista controlador e principal diretor da companhia de aço Newport Steel Corporation, vendeu suas ações à Wilport Company, uma das destinatárias finais do aço, que visava criar uma fonte certa de fornecimento no mercado, obtendo por suas ações um valor de US\$ 20,00 por ação, embora o preço de mercado fosse US\$ 12,00, o que levou os minoritários a alegarem que esse preço incluía uma compensação pela venda de um ativo da empresa, consistente no poder de alocar os produtos fabricados pela companhia numa época em que havia maior demanda e pouca oferta de fornecimento, havendo esse poder sido transferido com a venda e beneficiado apenas ao controlador.

Obtemperaram, ainda, que, como diretor e acionista controlador, Feldmann tinha uma relação fiduciária com a companhia e com os minoritários e, que, não obstante, neste caso, não tenha havido fraude, nem mau uso de informações confidenciais, nem saque, ele obtivera proveitos pessoais de uma oportunidade da companhia³².

Ao tratar deste julgamento, Osmar Brina Corrêa Lima alerta que, em segunda instância, o Tribunal, para reformar a sentença de primeiro grau, baseou-se no seguinte fundamento: *"Nós não pretendemos sugerir que o acionista majoritário não possa dispor do seu bloco de ações de controle a terceiros de fora (outsiders) sem ter de prestar contas à companhia de seu proveito, ou mesmo nunca fazer*

³⁰ Ob. cit., p. 245.

³¹ Westbury (New York), The Foundation Press, Inc., 1997, Third Edition, p. 644 e segs.

³² Ob. cit., p. 652-656.

*isso impunemente, quando o comprador é cliente interessado, atual ou potencial, no produto da sociedade. Entretanto, quando a venda necessariamente resulta no sacrifício desse elemento dos intangíveis (goodwill) e conseqüente inusitado proveito para o fiduciário que causou o sacrifício, ele deve prestar contas de seu ganho. Assim,(...), nós pensamos ser juridicamente correto que o fiduciário não possa apropriar-se sozinho do valor desse prêmio”.*³³

Zetlin v. Hanson Holdings, Inc.

Neste caso, os acionistas controladores venderam suas ações com prêmio, havendo a Corte, ao reconhecer que aquele que investe o capital necessário para adquirir um *status* dominante na companhia tem o direito de controlá-la, decidido que, fora casos de pilhagem no ativo da companhia, usurpação de oportunidade da companhia, burla ou outras condutas de má-fé, o controlador é livre para vender e o comprador é livre para adquirir, pois o prêmio de controle é adicionado pelo investidor que está disposto a pagar pelo privilégio de influir diretamente nos negócios da companhia, não sendo razoável impor, na omissão da lei, que o controle só fosse transferido mediante oferta para todos os acionistas, ressaltando, por fim, que uma mudança tão radical deveria ser realizada pelo Legislativo³⁴.

Frandsen v. Jensen-Sundquist Agency, Inc.

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

Grande parte do ativo da Jensen-Sundquist Agency, Inc. era composta pela maioria das ações do First Bank of Grantsburg, que despertaram o interesse da First Wisconsin Corporation, oferecendo esta US\$ 88,00 por ação do banco, constando da proposta, ademais, que cada acionista da Jensen-Sundquist receberia US\$ 62,00 por ação, que seria transformada em US\$ 88 em ação do banco, e que um documento deveria ser assinado pelos minoritários, renunciando a qualquer direito que eles porventura pudessem ter naquela transação.

Frandsen discordou da proposta, anunciando que exerceria o seu direito de preferência e compraria o bloco majoritário a US\$ 62,00

³³ Pronunciamento da Corte, reproduzido por Osmar Brina Corrêa Lima, ob. cit., p.78-79.

³⁴ Klein e Ramseyer, ob. cit., p. 649-652.

por ação, tendo a companhia decidido, entretanto, alienar suas ações do First Bank of Grantsburg ao First Wisconsin por US\$ 88,00 a ação e depois liquidar-se, para que todos os acionistas fizessem jus ao seguimento da sociedade.

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

Neste caso, o Tribunal não vislumbrou uma venda de ações, já que a idéia da First Wisconsin não era tornar-se acionista da Jensen-Sundquist, entendendo que Frandsen, na verdade, disputava a aquisição do First Bank of Grantsburg e, por fim que, o First Wisconsin estava apto para concluir sua proposta sem se preocupar com Frandsen, já que não infringira nenhum texto legal (aí incluída a lei anti-truste), nem induzira o controlador do First Bank a violar o acordo de acionistas³⁵.

Jones v. H.F. Ahmanson & Company

Embora não tenha havido, neste caso, nenhuma transferência de controle, a Corte de Apelação achou por bem manifestar-se sobre o assunto e acabar por confirmar que os acionistas majoritários têm uma responsabilidade fiduciária, para com a minoria e a sociedade, de controlar a companhia de maneira justa e equitativa, não podendo utilizar seu poder em seu benefício ou em detrimento da minoria, daí porque qualquer uso que envolva a companhia ou o poder de controlá-la deve beneficiar a todos os acionistas proporcionalmente, não devendo conflitar com a conduta correta dos negócios da sociedade, negando, portanto, acolhida à defesa da maioria que alegou que, no uso de suas próprias ações, não há dever fiduciário.³⁶

(b) Direito francês

(1) Legislação francesa

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

Em 1973, a “Association Française des Banques” editou “normas determinando que quando houvesse transferência de controle acionário de uma instituição financeira com alienante identificado, os minoritários deveriam alienar suas ações, obrigatoriamente, junto

³⁵ Idem, p. 644-649.

³⁶ Ibidem p. 657-661.

com o bloco de controle, pelo mesmo preço e condições”³⁷ e, em 2 de agosto de 1989, a Lei 89-531 deu competência ao Conselho das Bolsas de Valores para regular as ofertas públicas e obrigou “aquele que adquirisse mais de 1/3 das ações votantes de uma empresa (...) a fazer oferta pública de compra dos 2/3 restantes pela chamada *garantie de cours*”³⁸ e, por fim, em maio de 1992, a oferta de compra foi estendida a todas as ações, votantes ou não³⁹.

(2) Doutrina francesa

André Tunc ensinou que o princípio de que um acionista é livre para vender suas ações pela quantia que lhe for oferecida esbarra, no caso da cessão de controle, em um dever fiduciário, portanto, a venda de ações de um acionista que dirige a sociedade comporta a alienação de uma função ou, pelo menos, do poder de designar quem a exercerá, aduzindo que se a venda for por preço maior que o da bolsa, por compreender a posição de comando, haverá, então, um proveito ilícito, que deve ser restituído à sociedade.⁴⁰

Michel de Juglart e Benjamin Ippolito doutrinam que a cessão de controle permite, de forma mais simples que as ofertas públicas de venda, que se opere a transferência de controle de uma sociedade⁴¹.

Ripert e Roblot, no entanto, lecionam que a oferta pública, embora intrincada e custosa, é mais vantajosa, por não obrigar o comprador a adquirir todos os títulos que lhe forem oferecidos⁴².

(3) Jurisprudência francesa

Num caso de concentração de sociedades, cuja questão era saber se os acionistas minoritários, que se recusaram a ceder suas participações, poderiam opor-se à transferência de controle, que levava praticamente ao desaparecimento da sociedade, invocando a nulidade das decisões do conselho de administração e da deliberação da assembléia geral extraordinária por abuso de direito, a *Cour de Cassation* respondeu que não cabe aos tribunais, mas aos órgãos da sociedade, apreciar a oportunidade de suas decisões, válidas se tomadas regularmente, reafirmando, mais, que os acionistas minoritários podem, se

³⁷ Apud Roberta Nioac Prado, ob. cit., p.102.

³⁸ *Idem*, p. 103.

³⁹ Roberta Nioac Prado, ob. cit., p. 103.

⁴⁰ *Le droit américain des sociétés anonymes*, Paris, Ed. Économica, 1985, pp. 156-158.

⁴¹ Michel de Juglart e Benjamin Ippolito, *Cours de Droit Commercial avec travaux dirigés et sujets d'examen*. Deuxième volume, Septième édition, Paris, Éditions Montchrestien, 1983, pp. 843-844.

⁴² Georges Ripert. *Traité Élémentaire de Droit Commercial*. Dixième édition par René Roblot. Paris, Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, 1980, Tome II, p. 86.

tiverem interesse, se desfazer de seus títulos pelo mesmo preço pago pela cessão do bloco de controle (conforme decisão de 6 de março de 1973, arts. 91 a 96, regulamento geral da *compagnie des agents de changé préc.*)⁴³

Em caso de alienação de controle por operação complexa, em duas etapas (aquisição de ações e posterior subscrição em aumento de capital), o *Tribunal de grande instance de Paris*, em sentença de 20 de janeiro de 1988, decidiu que a oferta pública não era necessária, por considerar que “*se a obrigação de manter a cotação deve ser observada quando a compra atinge uma quantidade de títulos suscetível de dar o controle da sociedade emissora, este não é o caso quando o controle é conseguido por uma operação complexa cuja venda dos títulos corresponde apenas a um dos elementos, o outro elemento, ligado ao aumento de capital, excluindo qualquer transferência de ações.*”⁴⁴

(c) Direito inglês

Segundo Guilherme Döring Cunha Pereira, o *City Code on take and mergers* inglês deu uma diretriz inovadora às ofertas públicas para aquisição de controle de uma companhia, fixando como idéia fundamental garantir as mesmas condições oferecidas ao alienante aos acionistas de classes idênticas⁴⁵, acentuando John H. Farrar que “*a principal regra nesse sentido é a que determina que, efetuada a compra de alguma ação da sociedade alvo quando já se pretendia adquirir o controle por meio de uma futura oferta pública de aquisição, essa oferta deve ser feita a todos os acionistas em termos não menos favoráveis que os da compra isolada.*”⁴⁶

(d) Direito belga

A Comissão Bancária belga, entidade governamental sem poder normativo, prega que o prêmio de controle deve pertencer a todos os acionistas e recomenda a oferta pública de aquisição das demais ações para que haja um tratamento igualitário.⁴⁷

D - SÍNTESE DA CONTROVÉRSIA

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

⁴³ Michel de Juglart e Benjamin Ippolito, ob. cit., p. 844.

⁴⁴ *Revue Trimestrielle de Droit Commercial et de Droit Économique*. Paris, Sirey, 1989, p. 80.

⁴⁵ John H. Farrar, *Company Law*, Londres, Butterworths, 1985, p. 521, *apud* Guilherme Döring Cunha Pereira, ob. cit. p. 135.

⁴⁶ *Apud* Guilherme Döring Cunha Pereira, ob. cit., p. 135.

⁴⁷ *Apud* Guilherme Döring Cunha Pereira, ob. cit., p. 145.

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

(b) os que sustentam que o controle é um bem intangível, um ativo social da companhia, os quais, a sua vez, se dividem em duas correntes, uma, pensa que o ágio, que os adquirentes estão dispostos a pagar para deter o controle da companhia aberta, deve ser rateado entre controladores e minoritários; outra, argumenta que, se o controle é um bem social, todos os acionistas, independentemente da espécie de ações que possuam, merecem beneficiar-se com a venda do controle e participar do rateio do ágio.

Anote-se, por fim, que, no Brasil, dissertaram, com proficiência, sobre o tema, sem, todavia, adotar uma posição em favor de determinada tese: Nelson Laks Eizirik⁴⁸, J. A. Tavares Guerreiro⁴⁹, Mauro Rodrigues Penteado⁵⁰, Luiz Gastão Paes de Barros Leães⁵¹, Wilson de Souza Campos Batalha⁵² e Fran Martins.⁵³

II - Interpretação realista⁵⁴ da alienação de controle da

⁴⁸ *Reforma das S.A. e do mercado de capitais*, Rio de Janeiro, Renovar, 1997.

⁴⁹ "Alienação de controle de companhia aberta: o papel das instituições financeiras", in RDM, ano XVII, 1978, vol. 30, p. 115 - 119, cabendo ressaltar que em seu clássico *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*, em co-autoria com Egberto Lacerda Teixeira, ensinou que o prêmio de controle deve ser partilhado entre controladores e minoritários.

⁵⁰ "Apontamentos sobre a alienação do controle de companhias abertas", in RDM ano XXVIII, 1989, vol. 76, p.15-25.

⁵¹ "Alienação de controle de companhia aberta seguida de fechamento de capital (parecer)", in RDM, ano XXXVII, 1999, vol. 113, p. 255-264.

⁵² *Comentários à Lei das sociedades anônimas: Lei 6404, de 15 de dezembro de 1976*, Rio de Janeiro, Forense, 1977, v.3.

⁵³ *Comentários à lei das sociedades anônimas; lei nº 6404, de 15 de dezembro de 1976*, Rio de Janeiro, Forense, 1978, v. 3.

⁵⁴ No final do século XIX, Oliver Holmes, juiz da Suprema Corte dos Estados Unidos da América, lançou os fundamentos da Escola de Jurisprudência Sociológica Americana, depois desenvolvidos por Benjamin Cardoso e Roscoe Pound, havendo Pound, de forma lapidar e inovadora, defendido que (a) o Direito "é uma ciência de engenharia social"; (b) "o Direito deve ser estável e, sem dúvida, não pode permanecer inalterável"; (c) "a tarefa do Direito na resolução dos conflitos de interesses é eminentemente prática; eficaz, executiva"; (d) "a tarefa de engenharia social do Direito é ajustar os interesses em conflito, detectando os de maior prioridade sobre os demais"; (e) para valorar um problema jurídico ou conflito litigioso é necessário captar o sentido e o alcance de fatos abrangidos pelo problema" (*apud* Maria da Conceição Ferreira Magalhães, *A Hermenêutica Jurídica*, Forense, 1989, p. 80/84).

Inspirando-se em Holmes, Cardoso e Pound, eminentes juristas americanos criaram a Escola do Realismo Jurídico, que, ultrapassando a Escola Sociológica, afirma ser o direito real, efetivo, concreto, o declarado pelos tribunais, ao julgarem casos concretos, e não produto de um método silogístico-dedutivo, frio e mecânico, puramente lógico-racional.

companhia aberta

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

Se pregaríamos que o ágio integra o preço do bloco de controle e, portanto, deve pertencer tão somente aos controladores, ou se advogarmos que o ágio é um sucedâneo da valorização patrimonial da companhia e, por conseguinte, deve ser distribuído entre controladores e minoritários, ou se sustentarmos que o ágio é um bem social e que o seu rateio não pode basear-se no fato de ações da companhia serem de diferentes espécies e terem ou não direito de voto, daí dever a lei assegurar a controladores, minoritários e preferencialistas, indistintamente, o direito à percepção do ágio, estaremos enunciando uma proposição apriorística⁵⁵, porque formulada sem conhecermos mais e melhor as circunstâncias do caso e independentemente das forças que, de fato, devem motivar a aplicação do Direito, estaremos emitindo um juízo de valor⁵⁶, sempre ditado “por predileções de ordem pessoal”⁵⁷, baseado na razão prática, que, como diz KANT, por ser prática, deixa de

Enquanto nos Estados Unidos da América as Escolas Sociológica e Realista granjeavam adeptos, na Europa se fortalecia e expandia, por inspiração das idéias do Círculo de Viena, da escola de Upsala e de Cambridge, a Escola do Realismo Empírico, à frente Alf Ross, Lunds-tedt e o sueco Olivecrona, segundo a qual os juristas não devem pautar-se pelo idealismo metafísico, que defende poder chegar-se ao conhecimento imediatamente através da razão e independente dos sentidos e da experiência (o denominado conhecimento *a priori*), mas pelo realismo científico, que nega ser possível atingir-se o conhecimento apenas exercitando a faculdade da razão, em especial no campo do Direito, em que deve prevalecer o estudo, a observação e a verificação dos fatos e fenômenos sociais, aos quais se aplicará o Direito positivo pelos tribunais e se tornará eficaz a norma por sua aceitação por parte da consciência jurídica popular.

Ao referirmo-nos a “interpretação realista” da questão do ágio na alienação de controle de companhia aberta, pretendemos, inspirados nos cânones das Escolas de Jurisprudência Sociológica Americana, do Realismo Jurídico e do Realismo Empírico, abordar o tema de forma “ eminentemente prática, eficaz, executiva”, tendo em conta “o sentido e o alcance dos fatos abrangidos pelo problema” (cfr. Roscoe Pound), “o Direito real, efetivo, concreto” e não o elaborado de forma apriorística, pois, a nosso ver, no campo do Direito, o que deve preponderar é o estudo, a observação e verificação dos fatos e fenômenos sociais e se a sua aplicação pelos tribunais fará Justiça às partes.

⁵⁵ Para Alf Ross, as proposições distinguem-se em apriorísticas e empíricas. “As proposições apriorísticas são verdadeiras tão só em virtude de sua forma e, por isso, são tautológicas ou analíticas, pois nada dizem a respeito do mundo... As proposições empíricas só possuem valor enquanto possam refletir a realidade dos fatos, devendo, portanto, ser verificadas por meio da experiência” (Alaôr Caffé Alves, apresentação à edição brasileira da obra “Direito e Justiça”, de Alf Ross, Ed. Edipro, 1ª ed., p. 10).

⁵⁶ Segundo Alaôr Caffé Alves, para Ross, os juízos de valor “são subjetivos, expressões de sentimentos e desejos e não vinculados a propriedades reais do objeto”, ob. cit., p. 9.

⁵⁷ Karl Popper, A Lógica da Pesquisa Científica, Ed. Cultrix, 2ª. ed., pág. 39.

ser razão e passa a ser vontade, e, exatamente por ser vontade e não verdade, a questão do ágio, no Direito brasileiro, ao ser considerado no II PND e na CDE-14/74, mereceu um tratamento; no Anteprojeto e no Projeto de Lei das S.A., outro; sob o império do art. 254 original, com a redação da Emenda Lehmann, outro; após a Lei nº 9.457/97, outro; com o Projeto Kapaz-Kandir, outro, e, por fim, na sua definitiva redação, outra, quase se podendo dizer que, no caso do indigitado art. 254 revogado ou 254-A, da Lei brasileira de Anônimas, a vontade e a razão (teórica ou pura) estão dissociadas, o que inevitavelmente acarretou, na vigência do superado art. 254, e acarretará, na do art. 254-A, quando de sua aplicação, flagrantes injustiças, consoante se constata dos seguintes exemplos, frutos de nossa faculdade especulativa:

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

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

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

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

(d) se, além da venda de suas ações e da função de comandar os destinos da companhia, o controlador deliberar demitir importantes administradores e eleger pessoas de confiança do futuro adquirente?

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

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

(a) se o controlador houver dado mais importância à empresa do que à sua vida pessoal e familiar, a ela se dedicando com abnegação

14 horas por dia, 7 dias por semana, 12 meses por ano, e, sempre que necessário, houver (1) prestado fiança e aval pessoais, para beneficiar a companhia, (2) dado em penhor bens móveis e em hipoteca imóveis próprios, pondo em risco seu patrimônio pessoal, para manter a empresa em funcionamento, (3) acordado com a companhia operação de lease-back de bens sociais a juros módicos ou, até mesmo, sem juros, para capitalizar a empresa, (4) concedido empréstimos e financiamentos, inclusive sem cobrar juros por possuir geração de caixa própria e disponibilidade ociosa, (5) participado efetivamente da administração dos negócios sociais, enquanto os minoritários e preferencialistas viviam vida de acionista renteiro, sem a menor preocupação com os destinos da empresa?

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

Como se vê, se o legislador decidir que o ágio deve ser dividido entre controladores e minoritários, segundo corrente doutrinária predominante, muitas vezes, nas multiformes situações fáticas⁵⁸ que se apresentam no complexo, intrincado e sofisticado mundo das empresas, estar-se-á premiando os minoritários em detrimento dos controladores e preferencialistas; outras tantas, se o legislador decidir que o ágio é um bem intangível, que deve ser partilhado entre todos os acionistas, consoante sustentam alguns doutos, estar-se-á premiando os minoritários e preferencialistas em prejuízo dos controladores; outras mais, se o legislador decidir que o ágio é uma parcela integrante do preço de venda das ações de controle, dele devendo beneficiar-se apenas os controladores, estar-se-á premiando os controladores esquecendo-se dos minoritários e preferencialistas.

Por isso, pensamos que:

1º) não há resposta extreme de dúvidas, nem mesmo razoavelmente satisfatória, sobre a polêmica de se o ágio é um bem intangível da companhia ou se integra o preço do bloco de controle, mas há resposta certa para esta outra: se, de forma apriorística, determinar-se que (a) o ágio compõe o preço global das ações de controle ou (b) que o ágio é um ativo da companhia, com certeza absoluta estar-se-á criando a possibilidade de o juiz ser compelido a ignorar as condições peculia-

⁵⁸ Situações assaz agravadas pelo fato de que o homem não é *anima* incorporada, como pregou a tradição cartesiana, mas uma unidade psicofísica, uma criatura que vive na corrente da vida, tem desejos e paixões, sente alegrias e tristezas, ama e odeia, consoante ressaltou Wittgenstein (*in* Wittgenstein, *La Naturaleza Humana*, de P.M.S. Hacker, tradução espanhola, Editorial Norma, 1ª ed.)

res e as circunstâncias especiais do caso concreto submetido a seu julgamento e a aplicar uma regra que não fará Justiça a controladores, minoritários e preferencialistas, conforme a opinião que se sustente;

2º) a questão do ágio na alienação de controle de companhia aberta deve ser resolvida não pelo Direito *in abstracto*, mas pelo Direito concreto em ação, não por juízos de valor, mas por juízos de realidade, não por proposições apriorísticas, mas por proposições empíricas, com base nos cânones do neoempirismo lógico e, em especial, nos da Escola do Realismo Empírico, que é uma tentativa de superar a alternativa entre o realismo psicológico da Escola de Uppsala e o realismo comportamentista ou sociológico americano, para a qual “*constitui princípio elementar da ciência a necessária definição de um objeto de acordo com qualidades objetivas e não de acordo com quaisquer avaliações apriorísticas baseadas em juízos de valor*”.⁵⁹

Destarte, com fundamento nos ensinamentos da Escola do Realismo Empírico, em especial quando enfatiza que, “na ciência jurídica, se deve sustentar que o direito é um fato social, cuja existência e descrição somente podem ser equacionadas em termos puramente fáticos, sensíveis e empíricos, sem necessidade de se recorrer a princípios morais, racionais ou ideológicos”⁶⁰, e partindo da premissa de que não se deve, aprioristicamente, formular uma norma legal definindo se o ágio cabe (a) só ao controlador, (b) ao controlador e aos minoritários ou, então, (c) ao controlador, minoritários e preferencialistas, a Lei das S.A. deve instituir um princípio geral sobre a matéria, cometendo, primeiro, ao órgão regulador do mercado de capitais, no caso do Brasil à CVM⁶¹, e à jurisprudência, em segunda e definitiva instância, o

⁵⁹ Alf Ross, ob. cit., p. 96. Recorde-se, ademais, por oportuno, que, na multiplicidade das filosofias, o ceticismo provocou uma separação metodológica entre os juízos de realidade e os juízos de valor, sendo que os juízos de realidade seriam a expressão de um conhecimento objetivo, empírico e racionalmente fundado, enquanto os juízos de valor, conforme, por todos, ensinou PERELMAN, por definição são irracionais, não, obstante, acentue-se, por indiscutível, que uma análise mais profunda e isenta de paixões, concluirá que os juízos de realidade não são inteiramente independentes dos juízos de valor, daí não poder haver um fosso entre os juízos de realidade e os juízos de valor, mas, por igual, não se poder preferir estes em prejuízo daqueles.

⁶⁰ Alf Ross, ob. cit., p. 11.

⁶¹ Para que não se diga, sem conhecer dados concretos, que é inviável o exame pelo órgão controlador, atente-se para o exemplo da CVM, a qual, como ressaltado por Modesto Carvalho, sempre lutou para “*dar consistência ao preceito (do art. 254) notadamente quando tratou da matéria da transferência indireta de controle*” (Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, cit., vol. cit., p. 145), o que é explicitado no Parecer nº 86/82, objeto de estudo de Luiz Leonardo Cantidiano em artigo lapidar, publicado em RDM, ano XXXIV, 1985, vol. 56, pág. 59. A CVM firmou ainda orientação no sentido de:

- (a) o art. 254 só se aplicar na venda ou permuta de ações cujos titulares estejam no efetivo exercício do controle (Parecer CVM-SJU nº 58/78);
- (b) para garantir o pagamento de igual preço aos minoritários, ter competência de verificar o

exame e a solução de eventuais conflitos de interesses surgidos entre os acionistas de companhia aberta quanto ao direito ao rateio do ágio com apoio em juízos de realidade, na certeza de que o próprio mercado encontrará meios de se proteger e de evitar litígios.⁶²

cálculo do preço pago às ações dos controladores (Parecer CVM-SJU nº 09/83);

(c) mesmo não tendo havido pagamento de ágio na alienação de controle, ser obrigatória a oferta pública aos minoritários, para que exerçam, querendo, o direito de alienação de suas ações pelo preço pago aos controladores (Parecer CVM-SJU nº 79/83), e

(d) a oferta aos minoritários dever ocorrer simultaneamente à compra das ações dos controladores (Instrução CVM-SHJU nº 63/83), o que levou o excelente Carvalhosa a concluir que, "*para a Comissão (...), o controle possui um valor econômico inerente*" (ob. cit., p. 146, recomendando-se a leitura e o estudo de todo o capítulo, que esgota a matéria, inclusive com um amplo e atualizado enfoque sobre a orientação jurisprudencial, do qual nos valemos, mais uma vez, pela segurança que nos inspira seu festejado e inclito autor).

⁶² Por fim, como ressaltado por Roberta Nioac Prado (ob. cit., p. 101), a solução adotada no Direito americano foi a de deixar o legislador fundar-se em princípios gerais e, para a doutrina e jurisprudência, a análise e a decisão casuística, já que o próprio mercado é capaz de regular-se.