

ESTUDOS E PARECERES

A DEFINIÇÃO DO DESTINATÁRIO NA OFERTA PÚBLICA DE COMPRA DE AÇÕES

ARNOLDO WALD

Advogado no Rio de Janeiro — Doutor em direito.
Professor catedrático de direito civil na Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Vice-Presidente do Instituto dos Advogados Brasileiros.

O conceito de maioria e minoria, na nova lei das Sociedades Anônimas se funda na maior ou menor participação no capital votante, tendo em vista o controle da companhia. Não se incluem na minoria as ações preferenciais que, por suas características, não participam do poder de controle, limitando-se ao interesse de auferir dividendos (Ementa do acórdão da Apelação Cível n.º 73.910 do Tribunal Federal de Recursos, in Revista do Tribunal Federal de Recursos, n.º 88, p. 152).

1 — O Direito brasileiro discriminou tradicionalmente entre os titulares de ações ordinárias, que têm direito a voto e participam da gestão da empresa, e os titulares de ações preferenciais sem direito a voto, considerados como tendo um “título de renda”, sendo “acionistas rendeiros” e, conseqüentemente, sem qualquer ingerência no comando da vida societária e destituídos dos chamados “direitos políticos”.

2 — Por ocasião da sua criação pelo nosso legislador, foi a ação preferencial definida como a que goza de vantagens exclusivamente pecuniárias (*Exposição de Motivos do Decreto n.º 21.536, de 1932*) e as modificações legislativas posteriores não retiraram às ações preferenciais sem direito de voto o caráter de simples participação financeira.

3 — Efetivamente, o Ministro Francisco Campos já fazia, em 1932, a distinção entre *ações ordinárias ou de direção e preferenciais, com vantagens exclusivamente patrimoniais*, esclarecendo que:

“As ações comuns teriam como única remuneração um dividendo sobre os lucros da sociedade e proporcionalmente a estes lucros. A elas, entretanto, caberia a administração da sociedade. *Seriam ações de direção.*” (Ap. ERNESTO LEME, *Das ações preferenciais nas Sociedades Anônimas*, S. Paulo, Livraria Acadêmica, 1933, p. 126 e seguintes.)

4 — Por outro lado, em relação às ações preferenciais, já admitia o Decreto n.º 21.536 que:

“Os estatutos poderão deixar de conferir às ações preferenciais algum ou alguns dos direitos reconhecidos às ações comuns, *inclusive o de voto...*” (art. 1.º § 3.º do Decreto 21.536, de 15.6.1932).

5 — Posição idêntica encontramos, sucessivamente no art. 31 do Decreto-Lei n.º 2.627, de 26.9.1940, e no art. 111 da lei vigente, que admitiram, expressamente, fossem retirados às ações preferenciais os chamados direitos políticos.

6 — A Exposição Justificativa das principais inovações do Projeto, que se transformou na Lei 6.404, atualmente, em vigor, justificou minuciosamente o aumento da proporção entre ações preferenciais e ações ordinárias, não só pela sua orientação geral “de ampliar a liberdade do empresário privado nacional na organização da estrutura de capitalização da sua empresa”, mas também com “o objetivo de *facilitar o controle*, por empresários brasileiros, de companhias com capital distribuído no mercado”.

7 — Posteriormente, em artigos publicados na imprensa, os autores do projeto, rebatendo as críticas feitas às ações preferenciais pela Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, esclareceram que se tratava de título “de extrema flexibilidade” que permite “o levantamento de capitais de risco no mercado sem perda de controle” por parte do empresário. Assim sendo, concluíram que “em troca do voto (que nunca usará), o investidor recebe o título que lhe assegura dividendos mesmo quando o lucro não basta para pagar os acionistas ordinários”, tratando-se, na realidade, de verdadeiras “ações de poupança” (Artigos publicados no jornal *O Estado de São Paulo*, de 21.3.1976, ap. RUBENS REQUIÃO, *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, sob a coordenação de ARNOLDO WALD, vol. I, São Paulo, Saraiva, 1980, p. 153).

8 — Existindo em vários países, tais ações têm a finalidade básica de permitir a mobilização de recursos pelas sociedades anônimas sem modificação do seu respectivo controle, constituindo, no fundo, uma forma de financiamento com uma remuneração aleatória e sem interferência do acionista na gestão da empresa. Trata-se de uma participação que não afeta a estabilidade do

poder como bem salienta RENÉ RODIÈRE (*Les actions de préférence en droit comparé*, Paris, Editions A. Pedone, 1978, p. 15).

9 — Na realidade, o privilégio econômico dado à ação preferencial não deixa de ser uma forma de compensação pelo fato de não participar do poder político representado pelo controle da empresa. Neste sentido, esclarece o Professor Philomeno da Costa que:

“Observando-se a matéria sob um prisma abrangente, apura-se logo que essa faculdade de haver ações privilegiadas constitui apenas um dos lados da desigualdade admitida entre ações da mesma sociedade; é que alguns direitos, sobretudo de voto, podem ser retirados de certas classes ou formas de ação (arts. 111 e 112); isto não deixa de constituir um meio de desigualar também as ações. A principiologia a respeito necessita então de ser enunciada diversamente: *As ações de uma anônima podem ser diferenciadas positiva e negativamente; elas podem ser diferenciadas respectivamente com a outorga exclusiva de certos direitos e/ou com a retirada peculiar de outros determinados direitos* (PHILOMENO J. DA COSTA, *Anotações às Companhias*, vol. I, S. Paulo, Editora Revista dos Tribunais, 1980, p. 294).

10 — Não há assim qualquer dúvida possível quanto ao fato de não se considerar as ações preferenciais, sem direito de voto, como participando do controle da companhia, que é definido, na atual lei societária, como pertencendo à “pessoa natural ou jurídica, ou ao grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações de assembléia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e

b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia” (Art. 116 da Lei n.º 6.404, de 15.12.1974).

11 — Por sua vez, o art. 243, § 2.º da lei considera como controlador de uma empresa o “titular de direitos de sócios que lhe assegurem, de modo permanente, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores”.

12 — Finalmente, a doutrina esclarece que o “controle na sociedade anônima reside no poder de *determinar as deliberações da assembléia geral*. Controle interno haverá toda vez que esse poder estiver em mãos de acionistas ou administradores, pessoas físicas ou jurídicas isoladamente ou em conjunto, de modo direto ou indireto” (FÁBIO KONDER COMPARATO, *O poder de controle na*

sociedade anônima, 2.^a edição, S. Paulo, Editora Revista dos Tribunais, 1977, p. 61).

13 — Ora, é evidente que as ações preferenciais, sem direito de voto, não participam nas deliberações das assembléias gerais e, conseqüentemente, não podem ter preponderância nem posição determinante nas mesmas, e ainda não tem o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia, não exercendo, pois, o controle da empresa, nem dele podendo participar sob qualquer forma.

14 — Acontece que a legislação brasileira só se refere à oferta pública para aquisição de ações nas seções do capítulo XX da Lei das Sociedades Anônimas que tratam, respectivamente, da *Alienação de controle* (Seção VI abrangendo os artigos 254 e 256) e da *Aquisição de controle mediante oferta pública* (Seção VII, abrangendo os arts. 257 e 263). Fica, assim, evidenciado que, na sistemática atualmente em vigor, somente é compulsória a oferta pública em relação às ações votantes, dela ficando, conseqüente e necessariamente, excluída a aquisição de ações preferenciais, que não participando do controle e não sendo nem majoritárias, nem minoritárias, estão sujeitas a regime legal distinto.

15 — Acresce que, nas referidas seções, o legislador se refere sempre aos acionistas majoritários e minoritários que só podem ser os titulares das ações com voto, pois os preferenciais sem direito de voto não podem ser caracterizados como tendo uma posição política na sociedade. Em toda a terminologia utilizada pela lei, em momento algum, o titular de ação preferencial sem direito a voto é considerado como podendo ser majoritário ou minoritário. Assim, por exemplo, em relação à representação dos acionistas no Conselho Fiscal, o art. 161 no seu § 4.^o, letras “a” e “b”, faz a devida distinção entre a representação dos titulares de ações preferenciais sem direito a voto, a dos acionistas minoritários e a dos demais acionistas com direito a voto.

16 — Ora, nas seções acima referidas, e, especialmente, nos artigos 254, 255, 256 e 257 sempre se cogita da alienação do controle, como se verifica no *caput* de cada um dos artigos citados. O *tratamento igualitário* é assegurado, no § 1.^o do art. 254, aos *acionistas minoritários*, aos quais o art. 255 § 1.^o determina que seja dado *tratamento eqüitativo*, no caso de transferência do controle de empresa que necessita de autorização governamental.

17 — Por sua vez, o art. 257 no seu § 2.^o esclarece que o objeto da oferta pública para aquisição de controle deve ser representado por “ações com direito a voto em número suficiente para assegurar o controle da companhia...”.

Embora os arts. 254 e 255 tratem da alienação e o 257 da aquisição, cogita-se sempre do *controle*.

18 — É, pois, preciso reconhecer que as determinações legais que regem a oferta pública de ações só se referem aos títulos com direito de voto, em relação aos quais se estabeleceu uma igualdade de tratamento entre majoritários e minoritários, em virtude de possuírem ações idênticas, que não podiam ser discriminadas pelo fato de tais ou quais acionistas possuírem um número menor ou maior das mesmas. Essa diferença quantitativa não poderia modificar a situação qualitativa da ação ordinária, com direito a voto. Impunha-se a aplicação do princípio da isonomia, de acordo com o qual nenhuma diferença pode ser feita em relação a acionistas titulares de ações idênticas, pouco importando o número de ações que possuam.

19 — A idéia inicial do projeto de lei consistia em dar valor próprio ao controle, distinguindo-o do valor das ações. Assim ficou esclarecido na Exposição Justificativa que:

“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 controle decorre do poder de determinar o destino da empresa, escolher seus administradores e definir suas políticas”.

20 — Posteriormente, o diploma legal se afastou dessa posição e preferiu garantir, no particular, a igualdade de tratamento entre acionistas titulares de ações com direito de voto, independentemente da sua situação quanto ao controle, equiparando majoritários e minoritários, sempre acionistas votantes.

21 — O aparente conflito entre as disposições dos arts. 254 e 255 não existe. Trata-se de normas complementares de aplicação cumulativa ou sucessiva, sendo a primeira mais ampla na sua incidência e a segunda mais restrita. Efetivamente, o art. 254 trata da alienação do controle da companhia aberta e sujeita-se à prévia autorização da Comissão de Valores Mobiliários, determinando que seja dado aos majoritários e minoritários tratamento igualitário, mediante simultânea oferta pública para aquisição de ações (art. 254, § 1.º). No caso de excesso de oferta, o rateio deverá ser feito alcançando todos os acionistas titulares de ações com direito a voto. Finalmente, as normas gerais aplicáveis à oferta pública poderão ser estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional, como o foram na Resolução n.º 401.

22 — Por outro lado, em relação às companhias abertas sujeitas à autorização governamental, sem prejuízo da aplicação do art. 254, ou seja, da necessidade de prévia autorização da CVM, ainda se exige, cumulativamente, a aprovação do órgão competente que deve examinar o estatuto da sociedade. Tal órgão também deverá “zelar para que seja assegurado tratamento equitativo aos acionistas minoritários”, mediante simultânea oferta pública para a aquisição das suas ações (art. 255, § 1.º). No caso particular das companhias abertas sujeitas à autorização, a lei também admite, como alternativa, que, em vez de oferta pública para os minoritários, possa ser feito “o rateio, por todos os acionistas, dos intangíveis da companhia, inclusive autorização para funcionar” (art. 255, § 1.º). Na realidade, o rateio não seria dos intangíveis, mas sim do valor dos mesmos, apresentando-se como uma alternativa válida para o adquirente do controle.

23 — Verifica-se, assim, que, enquanto em relação às companhias abertas que não necessitam de autorização para funcionar, a aprovação da alienação do controle é exclusivamente da CVM nos termos do art. 254, para as empresas abertas sujeitas à autorização do governo para funcionar, aplica-se um duplo controle que é cumulativo e abrange:

a) o da CVM nos termos do art. 254;

b) o da autoridade competente para autorizar a alienação, que obedece ao disposto no art. 255.

24 — A autoridade competente referida no § 1.º do art. 255 examinará a posição dos minoritários dentro do mesmo espírito fixado no art. 254, mas com menor rigor, pois, este se refere a um “tratamento igualitário”, enquanto aquele menciona a necessidade de ser dado um “tratamento equitativo”.

25 — Pretendeu-se que a Resolução n.º 401 editada pelo Conselho Monetário Nacional, em 22.12.76, que entrou em vigor em 15.2.77, só seria aplicável ao art. 254, pois somente em relação a ele a lei cogitou de regulamentação. Na realidade, tal argumento não procede e é irrelevante. Não procede porque o Conselho Monetário Nacional tem um poder regulamentar amplo, que lhe é reconhecido pelo art. 3.º da Lei n.º 6.385, de 7.12.1976, de acordo com o qual compete-lhe “definir a política a ser observada na organização e no funcionamento do mercado de valores mobiliários”, sendo-lhe, pois, lícito regulamentar, não apenas o art. 254, mas também o art. 255. Assim sendo, nenhuma dúvida há quanto à legitimidade da Resolução n.º 401.

26 — Acresce que a mencionada Resolução, no seu n.º XXI, determinou que:

“A alienação de controle de Companhia aberta que depende de autorização do Governo para funcionar obedecerá ao disposto no art. 255 da Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976, aplicando-se subsidiariamente as normas desta Resolução”.

27 — Mesmo que não houvesse determinação expressa para mandar aplicar analogicamente a Resolução n.º 401, tal aplicação se imporá, em virtude do que dispõe o art. 4.º da Lei de Introdução que, no caso de omissão do texto legal, manda aplicar a *analogia*, os costumes e os princípios gerais de direito, sendo evidente a simetria existente entre as normas contidas nos artigos 254 e 255 de modo que, mesmo sem determinação expressa, a regulamentação do primeiro incidiria, subsidiariamente, em relação ao segundo.

28 — Finalmente, a argüição de inaplicabilidade da Resolução n.º 401 à hipótese prevista pelo art. 255 é irrelevante, pois, a não incidência da oferta pública em relação às ações preferenciais para aquisição de controle acionário decorre, como já tivemos o ensejo de salientar, da letra e do espírito das determinações contidas na seção VI do Capítulo XX da lei e, em particular, no § 1.º do art. 255, que se refere expressamente ao tratamento que deve ser garantido aos sócios minoritários. Por outro lado, a interpretação sistemática nos leva à mesma conclusão, pois a nossa legislação só prevê a oferta pública para a aquisição de ações com direito a voto, nos precisos termos do art. 257, § 2.º, da legislação sobre sociedades anônimas.

29 — No tocante à inaplicabilidade dos arts. 254 e 255 às ações preferenciais já existe jurisprudência firmada, de acordo com a qual somente os titulares de ações com direito a voto é que têm assegurado o tratamento igualitário a que se refere a lei, conforme se verifica por recentes decisões tanto do Egrégio Tribunal Federal de Recursos, pela sua 3.ª Turma, na Apelação n.º 73.010, em acórdão unânime de 27.10.81, do qual foi relator o ilustre Ministro Carlos Madeira (*in Revista do Tribunal Federal de Recursos*, vol. 88, p. 152), quanto do Egrégio Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro na Apelação Cível n.º 23.012, que acaba de ser decidida por maioria pela 1.ª Câmara, sendo relator o eminente Desembargador Arruda Guerreiro (acórdão de 28.12.82). Em ambas as decisões foi salientado que a lei, ao se referir ao acionista minoritário, considerava como tal “o titular de ação cujo voto irrestrito possa influir na direção das atividades sociais, mas que não integra a maioria que, efetivamente, exerce o poder político na sociedade”.

30 — Os trabalhos parlamentares também comprovam que a intenção do legislador nunca foi no sentido de equiparar o acionista preferencial ao ordinário. Basta lembrar que, no próprio II.º Plano Nacional de Desenvolvimento, o objetivo da reforma da Lei das Sociedades Anônimas consistia em proteger as minorias acionárias, garantindo o direito de dividendos mínimos e evitando “que cada ação do *majoritário* possua valor de mercado superior a cada ação do *minoritário*”. (Projeto do II.º PND, setembro de 1974, publicação do IBGE, p. 119, que foi aprovado pela Lei n.º 6.151, de 4.12.1974.)

31 — Por sua vez, a Exposição de Motivos CDE, n.º 14, dos Ministros da Fazenda e Planejamento, de 25.6.1974, que estabeleceu as diretrizes para o anteprojeto, manifestou-se no mesmo sentido ao determinar que:

“A lei deve prever um sistema de oferta pública para as transações que envolvam uma parcela substantiva de transferência de *capital votante*, de modo a assegurar a igualdade de *acesso aos minoritários*.”

32 — A redação aprovada pela Câmara dos Deputados que se inspirou na posição defendida pelo Deputado Herbert Levy determinou, por sua vez, que:

“Na transferência do 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*”. (Ap. PAULO C. A. LIMA, *Sociedades por ações*, Crítica-Exegese, Rio de Janeiro, Edições Trabalhistas, 1977, vol. II, p. 143.)

33 — Dentro da mesma orientação, escreveu CÉLIO MARQUES FERNANDES que:

“É imprescindível, porém, para colimar esse objetivo, que o atual projeto seja alterado, com a inclusão de dispositivos que visem:

a) *Assegurar aos minoritários, titulares de ações ordinárias, que também quiserem vender suas ações, a oportunidade de vendê-las por preço igual ao que for pago aos acionistas majoritários, detentores do controle, o que será conseguido tornando-se obrigatório que a alienação do controle somente seja feita mediante oferta pública, através da Bolsa de Valores, de acordo com o regulamento que for aprovado pela Comissão de Valores Mobiliários;*

b) *assegurar, aos titulares de ações preferenciais da companhia aberta, cujo controle for transferido, o direito de recesso, mediante o reembolso do valor patrimonial de cada ação, exerci-*

tável contra a companhia, dentro do prazo de 30 dias, contado da segunda publicação da comunicação, que a Diretoria da companhia deverá efetuar, uma vez no órgão da União ou Estado, conforme o lugar da sua sede, e uma vez em outro jornal, editado no lugar da sede ou que nele tenha grande circulação" (Ap. PAULO A. C. LIMA, ob. cit., vol. II, p. 169).

34 — Os vários parlamentares que opinaram na matéria, destacando-se, entre outros, os Deputados e Senadores Cunha Bueno, Alberto Hoffman, Franco Montoro e Otto Lehmann, salientaram a necessidade de *tratamento igualitário* para "*todos os acionistas da mesma categoria*", passando finalmente, em virtude da Emenda Otto Lehmann, a competência para aprovação das operações à CVM e a regulamentação da matéria para o Conselho Monetário Nacional, que baixou a Resolução n.º 401 (v. PAULO C. A. LIMA, obra citada, vol. I, p. 385 a 396).

35 — Por sua vez, o Professor Modesto Carvalhosa em pronunciamento que fez, por ocasião da feitura da lei, reconheceu que a melhor solução, no caso de alienação do controle, seria garantir aos minoritários o mesmo preço por ação atribuído aos majoritários, não concebendo, todavia, que o mesmo mecanismo pudesse atender os direitos dos titulares de ações preferenciais, para os quais advogava a possibilidade do recesso. Escreveu o professor paulista que:

"É necessário, como em todos os países do mundo, *estender aos acionistas não controladores os mesmos benefícios dos acionistas controladores, na mesma classe, e aos acionistas de outra classe, por exemplo, ações preferenciais, o direito de recesso...*" (Ap. PAULO C. A. LIMA, obra citada, vol. II, p. 384.)

36 — Toda a doutrina reconhece que os arts. 254 e 255 não tratam das ações preferenciais, como em seguida verificaremos.

37 — Assim, o Professor Rubens Requião, em excelente estudo que recentemente publicou, ensina que:

"A lei passou, então, a distinguir, para esses efeitos, entre *ações com direito a voto e as ações sem direito a voto*. O mecanismo de alienação do controle, de que dão notícias os artigos 254 a 264, passou, por conseguinte, a considerar apenas, *nessas operações, os acionistas com direito a voto*. Os *acionistas sem direito a voto, como os acionistas preferenciais, não foram e não são considerados por ocasião daquelas operações*.

A *minoria e a maioria de que se deve cogitar, nas hipóteses de alienação e aquisição de controle, são as que detêm o direito de voto*. Isso é importante compreender no sistema do "*take over Bid*" (RUBENS REQUIÃO, *Responsabilidade das maiorias e proteção*

das minorias nas sociedades anônimas, in "Estudos Jurídicos em homenagem ao Professor Orlando Gomes", Rio de Janeiro, Forense, 1979, p. 573 e no mesmo sentido RUBENS REQUIÃO, Aspectos modernos de direito comercial — Estudos e Pareceres, 2.º vol., S. Paulo, Saraiva, 1980, p. 85).

38 — Por sua vez, o Professor Fran Martins reconhece que os titulares de ações preferenciais não têm direito a exigir que lhe seja pago o preço oferecido às ações ordinárias na oferta pública de aquisição das mesmas. Entende, todavia, que os acionistas preferenciais poderiam participar do rateio pelo fato de referir-se o art. 255 no seu § 1.º ao "rateio, por todos os acionistas, dos intangíveis da companhia, inclusive autorização para funcionar". Escreve a respeito, o ilustre comercialista cearense, que:

"Procura, assim, a lei proteger os acionistas minoritários dando-lhes uma posição não apenas *equitativa* mas de igualdade com os acionistas controladores, quando houver alienação do controle social, não só determinando que seja, simultaneamente à *aquisição do controle*, feita uma oferta pública de aquisição das ações dos *minoritários* como quando *tal não acontecer, que sejam rateados entre os acionistas, minoritários ou majoritários, os intangíveis da companhia, inclusive a autorização para funcionar*. Note-se que falando a lei em *todos os acionistas*, dá ensejo a que os acionistas possuidores de *ações não votantes, isto é, ações preferenciais sem direito a voto ou preferenciais ao portador, se julguem com o direito de participar do rateio dos intangíveis da sociedade, por não haver a lei, nesta passagem, feito discriminação entre acionistas votantes e não votantes*. No *caput* do artigo estabelece a lei, como condição para que haja prévia autorização do órgão competente para a alienação do controle da sociedade, que as ações ordinárias sejam nominativas ou endossáveis, isto é, ações votantes; mas isso não impede que existam ações preferenciais sem direito a voto, sejam essas nominativas ou ao portador. *Tais ações, entretanto, em se tratando de alienação do controle acionário, não deverão participar da mais-valia dada pelos adquirentes do controle às ações de comando, já que elas se caracterizam como ações destinadas apenas a produzir rendas para os seus titulares desprovidos do poder político que são*. Contudo, o disposto, de modo generalizado ("o rateio, por todos os acionistas"...), faz com que titulares de tais ações possam pleitear a participação nesse rateio. *Tal pretensão nos parece contrária ao sentido que a lei dá à alienação do controle das companhias, sempre levando em conta, às vezes até mesmo de forma explícita (art. 257, § 2.º), as ações com direito a voto, que são as que dão*

o controle da sociedade" (FRAN MARTINS, *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, Rio, Forense, 1979, vol. III, p. 349).

39 — Não obstante a afirmação do Professor FRAN MARTINS, que considera que o rateio abrange também as ações preferenciais, poder-se-ia suscitar dúvidas quanto a esta tese baseada exclusivamente na interpretação literal, pois o próprio professor reconhece que a sua conclusão não se coaduna com o espírito da lei. Na realidade, não nos parece constituir heresia a afirmação de acordo com a qual a referência a "todos os acionistas" significaria a inclusão, no rateio, de *todos os titulares de ações ordinárias*, abrangendo tanto os controladores ou majoritários, como os minoritários, mas excluindo os preferenciais. Efetivamente, toda orientação do art. 254 e dos seus parágrafos e do "caput" do art. 255, assim como da primeira parte do § 1.º do mencionado artigo, consagra a *equiparação de majoritários e minoritários*, compreendendo-se que no fim do § 1.º, o rateio devesse também obedecer ao mesmo princípio e não ser estendido aos acionistas preferenciais dos quais não cogita o mencionado artigo.

40 — Também FÁBIO KONDER COMPARATO reconhece que, nos arts. 254 e 255, o legislador tratou tão-somente da proteção dos titulares de ações ordinárias. Conclui o ilustre professor paulista que:

"A norma legal fala em "tratamento igualitário aos acionistas minoritários". Ora, *minoría e maioria são noções que só fazem senso quando referidas ao direito de voto*, a assembléias 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, § 2.º). 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.º 401 do texto do art. 254 da lei" (FÁBIO KONDER COMPARATO, obra citada, 2.ª edição, p. 232 e 233).

41 — Em palestra que realizou na Faculdade de Direito de São Paulo, a respeito da alienação de controle, no curso de extensão universitária sobre sociedades anônimas realizado em colaboração com a Associação dos Advogados de São Paulo, o Professor Nelson Abrão, também assinala que a lei não prevê oferta pública para aquisição de ações preferenciais sem direito de voto, concluindo, em seguida, que mesmo o rateio previsto no § 1.º do art. 255 só deve beneficiar os titulares de ações com direito de voto.

42 — Interpretando o disposto no art. 255, conclui o livre-docente da Faculdade de São Paulo que:

“Se as companhias de seguro, etc., pretenderem vender o seu controle, e elas naturalmente tiverem o seu capital representado por ações ordinárias nominativas ou endossáveis, a autorização para alienação também é feita por órgão público, mas não, desta vez, pela Comissão de Valores Mobiliários, mas sim pelo próprio poder público que é quem autoriza a alteração dos estatutos desta companhia dependente de ordem governamental para funcionar. A matéria se justifica porque, nesse tipo de sociedades, o poder público tem interesse em conhecer a figura do acionista controlador; então a alienação do controle é feita mediante autorização deste órgão, que geralmente é o governo federal, mas também com oferta simultânea de aquisição de ações dos não controladores, é a mesma operação que se efetua na alienação de controle da companhia aberta comum, mas sendo esta regida, ou melhor, dependente de autorização governamental para funcionar, a autorização para a alienação do controle é dado pelo órgão público competente para autorizar o funcionamento e também deverá ser acompanhado de oferta pública de aquisição das ações dos não controladores. E, aí então, a lei no art. 255, no seu parágrafo primeiro prevê uma forma de compensação excepcional, ou seja, ao invés de haver esta simultânea oferta pública de aquisição das ações dos não controladores, poder-se-ia proceder através de um rateio dos intangíveis, ou seja, o intangível aqui é evidentemente o valor econômico do poder de controle; ao invés então de se propor ao cessionário, pretendente à cessão do controle, comprar as ações do minoritário naturalmente com fiscalização do órgão governamental concedente, proceder-se-ia uma distribuição equitativa do valor do controle por todos os acionistas conforme diz a lei, mas *“essa expressão, por todos os acionistas também deve ser entendida em termos, já que a melhor doutrina firma o princípio de que na alienação do controle os direitos a serem preservados são sempre os direitos dos titulares de ações votantes; portanto, os portadores de ações preferenciais, neste caso, não teriam direito a participar do rateio dos intangíveis, ou seja, do valor econômico do poder de controle”*.

43 — Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro reconhecem expressamente que a oferta pública só deve abranger as ações com direito a voto, tanto no caso do art. 254, como no do art. 255. Comentando o primeiro destes artigos, esclarecem, invocando a Resolução n.º 401, que:

“É importantíssimo ressaltar que as ações em relação às quais vigora a oferta pública são, nos termos do inciso I da Resolução

n.º 401, apenas as ações com direito a voto. Trata-se de substancial limitação ao tratamento igualitário preconizado para os acionistas não-controladores, que em muito reduz o seu significado concreto, mormente quando se tem em vista que, de acordo com a lei, (a) o número de ações preferenciais sem direito a voto pode agora atingir até 2/3 (dois terços) do total das ações emitidas (art. 15, § 2.º); e (b) as ações ao portador estarão privadas no exercício do direito de voto a partir de um ano da data em que a lei entrou em vigor (art. 112, combinado com o art. 295, § 3.º) (EGBERTO LACERDA TEIXEIRA e JOSÉ ALEXANDRE TAVARES GUERREIRO, *Das Sociedades Anônimas no direito brasileiro*, S. Paulo, José Bushatsky Editor, 1979, vol. II, p. 737 e no mesmo sentido, p. 745).

44 — Os mesmos autores consideram que as regras do art. 254 também se aplicam na hipótese do art. 255 e entendem que a competência, em ambos os casos, deveria ser exclusivamente da CVM (obra citada, p. 747 e 748).

45 — Finalmente, Egberto Teixeira e Tavares Guerreiro, analisam a hipótese do rateio, concluindo que o legislador, ao estabelecer uma possibilidade de alternativa no art. 255, § 1.º, concebeu um regime no qual a proteção do minoritário se tornou menos efetiva do que a existente no art. 254, explicando tal fato pelo interesse que o Governo pode ter na política de fusões e incorporação, nas áreas de bancos e seguradoras (Obra citada, vol. II, p. 750).

46 — A competência da CVM para assegurar a proteção dos minoritários no caso do art. 255, é também reconhecida pelo Professor Modesto Carvalhosa, na sua brilhante tese de concurso, na qual conclui pela competência simultânea dos dois órgãos de fiscalização (CVM e autoridade governamental incumbida de autorizar o funcionamento da empresa) (MODESTO CARVALHOSA, *Oferta Pública de aquisição de ações*, dissertação de concurso para provimento de cargo de professor titular de direito comercial, São Paulo, 1978, p. 175).

47 — Na mencionada tese, o autor não tem dúvida alguma em reconhecer a legitimidade da Resolução n.º 401, por ele considerada como consequência razoável e lógica do sistema legislativo decorrente da nova lei. Neste sentido, escreve:

“A Resolução n.º 401 do Banco Central, no entanto, restringe a obrigação do adquirente de fazer oferta pública de aquisição apenas às ações dos minoritários com direito a voto, excluída, portanto, a obrigatoriedade de a oferta pública alcançar as ações destituídas dessa prerrogativa. A legalidade dessa interpretação

do Conselho Monetário Nacional ao art. 254 é *discutível*, já que a lei não estabeleceu essa restrição dos direitos dos minoritários. *Pode-se argumentar a favor da legalidade que a exegese é razoável, na medida em que o nosso regime societário admitiu, e agora amplamente, a emissão de ações sem direito a voto, não sendo estas obviamente suscetíveis de outorgar o controle da companhia poder-se-ia, assim, admitir que estariam excluídas dos benefícios da lei. Em consequência, o tratamento não igualitário dos acionistas, na espécie, não seria fruto da interpretação administrativa da norma legal, na medida em que esta seria, além de razoável, rigorosamente lógica.*" (Obra citada, p. 168/169.)

48 — Idêntica é a posição do Professor WALDIRIO BULGARELLI que, ao definir os direitos dos minoritários, esclarece que:

"De acordo com a Resolução, a alienação de controle da companhia depende da prévia aprovação da Comissão de Valores Mobiliários, para efeito de verificar se as condições da oferta pública aos acionistas minoritários satisfazem aos requisitos desta Resolução o que parece confirmar as críticas de que a Resolução esvaziou o sentido do art. 254.

Em consequência, a alienação do controle da companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição suspensiva ou resolutiva de que o adquirente se obrigue a fazer *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. *Ficaram, pois, de fora, as ações sem voto (preferenciais e ao portador)* e se na alienação do contrato forem fixadas obrigações ao controlador, além da transmissão das ações, o adquirente poderá oferecer aos minoritários o preço deduzido do valor dessas outras obrigações" (WALDIRIO BULGARELLI, *A proteção às minorias na sociedade anônima*, São Paulo, Livraria Pioneira, 1977, p. 119).

49 — A própria Comissão de Valores Mobiliários tem reconhecido que a *oferta pública de aquisição somente abrange as ações com direito a voto*, em virtude da legislação vigente, pois como esclarecem as informações prestadas em mandado de segurança:

"A exclusão dos titulares de ações preferenciais de qualquer oferta pública, seja ela fundada no art. 254, seja apoiada no art. 255 da Lei 6.404/76, é baseada no próprio sistema da lei, e não na aludida norma regulamentar do Conselho Monetário.

Realmente, a oferta pública, em qualquer dos dois artigos, dirige-se aos Acionistas Minoritários, e não a todos os acionistas, inclusive preferenciais".

50 — A apresentação cansativa de exaustivas citações que acabamos de fazer teve como única finalidade comprovar o consenso que existe entre a lei, a jurisprudência e a doutrina na matéria, para comprovar que se reconhece de modo manso e pacífico que as ações preferenciais não se incluem na oferta pública de aquisição de controle. Na realidade, é importante não dar interpretação analógica a uma norma de caráter excepcional, que cria uma obrigação de adquirir e que só se justifica no caso específico legalmente previsto, não se concebendo, nem pela redação, nem pelo espírito da lei que deva abranger outras situações de acionistas destituídos do direito de voto. Como bem salienta a Constituição Federal, a obrigação de fazer só pode decorrer de lei, pois somente em virtude dela é que alguém pode ser obrigado a fazer ou deixar de fazer alguma coisa (art. 153, § 2.º), não se admitindo equiparações sem amparo legal e sem justificativa econômica e moral.