

## Sumário

Este parecer foi elaborado pelo autor com base em estrutura simplificada, limitando-se às seções “Exposição da Consulta” ou “Consulta” (ou semelhante) e “Parecer”, sem subdivisões internas, em função da natureza da matéria e da consulta formulada, deixando-se, por essa razão, de apresentar sumário.

## **PARECER JURÍDICO**

Aquisição pela companhia, mediante subscrição de aumento de capital social, do controle de sociedade mercantil. Validade do ato, independentemente de aprovação, nos termos do artigo 256 da Lei nº 6.404/76, pela Assembleia Geral da compradora.

## CONSULTA

A COMPANHIA ALPHA S.A., companhia aberta, formula a seguinte consulta:

A Consulente comprou de terceiras ações que correspondiam a 22,22% do capital social com direito a voto da companhia fechada denominada BETA Eletrônica Brasil S.A. Após essa compra, a Assembleia Geral da Beta, à qual a Consulente compareceu como acionista, aprovou aumento do seu capital social que foi subscrito pela Consulente em virtude da renúncia, pelos demais acionistas, do direito de preferência à subscrição. Em decorrência dessa subscrição, a Consulente passou a controlar a Beta, como proprietária de 60% do capital social com direito a voto.

A Consulente pergunta se o artigo 256 da Lei nº 6.404/76, que subordina à aprovação da Assembleia Geral da companhia compradora a validade do negócio de compra do controle de sociedade mercantil, aplica-se

**José Luiz Bulhões Pedreira**  
*Advogado*

à aquisição pela Consulente, mediante subscrição de aumento de capital, do controle da Beta.

**PARECER**

1. A lei das sociedades por ações (nº 6.404/76), ao regular, no Capítulo XX, a participação da companhia em outras sociedades e as relações entre sociedades coligadas, controladoras e controladas, contém disposições sobre a alienação de controle da companhia aberta (arts. 254 e 255), a compra, por companhia aberta, do controle de outra sociedade mercantil (art. 256) e a aquisição de controle mediante oferta pública (arts. 257 a 263).

2. Controle da sociedade é o poder de orientar e dirigir as atividades sociais. Esse poder é exercido pelo sócio (ou conjunto de sócios) titular de direitos de participação em quantidade suficiente para assegurar, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações dos órgãos sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores da sociedade.

Poder é capacidade de alterar, determinar ou causar a ação ou o comportamento de outrem; e, conforme tenha, ou não, sua fonte no ordenamento jurídico, é jurídico ou de fato.

O poder de fato tem origem em qualidades pessoais, recursos ou posições da organização social. O poder jurídico é conferido e assegurado pelo sistema jurídico, e seu titular pode obter a tutela do Estado para forçar o outro sujeito da relação de poder a ele submeter-se. Exemplo típico de poder jurídico são os direitos subjetivos, que atribuem ao sujeito ativo determinados poderes.

3. O controle da sociedade mercantil é poder de fato, e não jurídico. Não é conferido pelos direitos que compõem as unidades de participação societária, mas tem origem no fato da agregação, como propriedade da mesma pessoa (ou grupo de pessoas), de quantidade dessas unidades que assegura a maioria dos votos no órgão de deliberação social.

Nos tipos mais modernos de sociedade (por ações e por quotas, de responsabilidade limitada), os direitos e obrigações dos sócios são organizados em conjuntos (ou posições de sócios) padronizados, concebidos

e definidos nos atos constitutivos com abstração da identidade das pessoas que em cada momento são seus titulares. Essa característica é mais nítida nas sociedades por ações, em que os direitos de sócios são organizados em unidades denominadas ações, estruturadas abstratamente no estatuto sem qualquer referência à identidade de seus titulares; mas ela pode também ser encontrada na sociedade por quotas, de responsabilidade limitada.

Nas sociedades em que os direitos de participação dos sócios têm esse tipo de organização, em regra a cada ação ou quota cabe um voto nas reuniões dos sócios; as deliberações sociais e a escolha dos dirigentes baseia-se no voto majoritário; e como a mesma pessoa pode ser titular de diversas ações ou quotas, o poder de orientar e dirigir as atividades sociais é exercido pela pessoa (ou conjunto de pessoas) titular de direitos de voto em número suficiente para formar a maioria nas reuniões de sócios.

4. As unidades padronizadas de participação societária são coisas simples, que somente podem ser desdobradas ou grupadas mediante alteração do estatuto ou contrato social, observados os preceitos da lei. E o sócio que é titular de mais de uma ação ou quota possui cada uma delas como objeto distinto do direito.

O controle da sociedade não é poder jurídico contido no complexo dos direitos que integram as unidades de participação societária. Cada ação ou quota confere apenas o direito (ou poder jurídico) de um voto. O poder de controle nasce do fato da reunião, como propriedade da mesma pessoa (ou grupo de pessoas) de um bloco de controle, isto é, de conjunto de unidades de participação societária cujos direitos de voto, se exercidos no mesmo sentido, formam a maioria nas deliberações dos órgãos sociais.

O bloco de controle é universalidade de fato, que somente é considerada como todo em razão da identidade da pessoa (ou grupo de pessoas) titular das ações ou quotas que o compõem. A agregação das ações ou quotas em coisa coletiva baseia-se, exclusivamente, na propriedade comum.

A fonte do poder de controle é o bloco de controle, como coisa coletiva, e não as participações societárias que o compõem, consideradas

singularmente. Detém o poder de controle quem é titular do bloco de controle; e adquire o controle quem se torna titular de bloco de controle.

5. A aquisição do controle pressupõe a do bloco de controle, mas os dois conceitos não se confundem.

Adquirir o controle é obter, assumir ou passar a ter o poder de fato de controlar a sociedade. Adquirir o bloco de controle é tornar-se titular das participações societárias que o compõem.

A aquisição do bloco de controle tanto pode ser original quanto derivada. A aquisição é derivada quando a pessoa o adquire, como universalidade, de quem já o possuía. É originária quando não existia no patrimônio de outra pessoa, mas se forma no patrimônio do titular.

A aquisição originária ocorre, por exemplo, se o acionista que possuía ações em número que era insuficiente para assegurar o controle da companhia adquire quantidade adicional de ações que, também consideradas separadamente, não atribuem o controle, mas que agregadas às anteriormente possuídas pelo adquirente formam o bloco de controle. Neste caso, as ações adicionais são adquiridas como coisas singulares, e não como bloco de controle, e este nasce, originalmente, no patrimônio do titular, pelo fato da agregação das ações antigas e novas.

A oferta pública para aquisição de controle é negócio típico, regulado na lei, de formação do bloco de controle. A subscrição de aumento de capital também pode dar origem à aquisição original de um bloco de controle.

A formação de bloco de controle pode ocorrer mesmo sem aquisição adicional de ações ou quotas: como o controle é poder do fato e a formação do bloco de controle depende tanto do número de ações ou quotas possuídas pelo sócio quanto das condições de pulverização da propriedade das demais unidades de participação na sociedade, o titular de uma quantidade de ações que é insuficiente para formar o bloco de controle pode adquirir -- até involuntariamente -- o controle se a sociedade resgata ou reembolsa ações de outros acionistas, ou se bloco de controle que é possuído por outro sócio é desfeito mediante divisão da propriedade das ações ou quotas entre diversas pessoas.

Nos artigos 254 a 263, a lei de sociedades por ações regula negócios jurídicos de alienação, compra e formação de bloco de controle. Embora os dispositivos legais façam referência à "alienação, compra ou aquisição de controle", sua leitura revela que eles não regulam a situação de fato do exercício do poder de controle, mas negócios jurídicos que têm por objeto ações ou quotas e dos quais decorre a aquisição de controle.

6. O negócio regulado no artigo 256 da Lei nº 6.404/76 é definido no seu caput como "compra do controle de qualquer sociedade mercantil". Os conceitos acima expostos, especialmente a distinção entre "aquisição do poder de fato de controle" e "aquisição do bloco de controle", não deixam dúvidas de que aquele dispositivo legal não regula a "aquisição do poder de fato do controle", mas o negócio jurídico típico de compra e venda que tem por objeto o bloco de controle da sociedade mercantil:

- a) a ementa do artigo é "aprovação pela Assembleia Geral da compradora";
- b) o item I dispõe que as normas do artigo se aplicam aos negócios em que "o preço de compra constitui, para a compradora, investimento relevante";
- c) o item II refere-se ao "preço médio de cada ação ou quota", e preço significa, tecnicamente, prestação do comprador no negócio de compra e venda;
- d) o § 1º requer que "a proposta ou contrato de compra" seja submetida à prévia autorização da Assembleia Geral.

Uma única vez -- no § 2º -- a lei substitui a designação própria do negócio de compra pela referência à "aquisição", e mesmo nesse caso usa a palavra aquisição na expressão "preço de aquisição".

A interpretação literal das normas do artigo 256 impõe a conclusão de que ele somente tem aplicação no caso em que a companhia aberta adquire (de modo derivado) o controle de outra sociedade mercantil mediante o negócio jurídico de compra e venda do bloco de ações ou quotas de controle. Essa conclusão resulta da redação dos dispositivos legais, os quais, como

José Luiz Bulhões Pedreira  
*Advogado*

destacado, referem-se, especificamente, ao negócio de compra, e empregam sempre expressões próprias desse negócio (compradora, preço de compra e proposta ou contrato de compra): o objeto dessa compra é, indiscutivelmente, o bloco de controle; e o que o preceito legal requer é a aprovação da compra desse bloco pela Assembleia Geral. A referência do § 2º a "preço de aquisição" não é suficiente para infirmar essa conclusão, pois a expressão é empregada, inquestionavelmente, como modo resumido de exprimir a ideia de "preço da compra de que decorre a aquisição do controle".

7. A interpretação que pretendesse estender a aplicação do artigo 256 a qualquer outro negócio de "aquisição de bloco de controle", especialmente às modalidades de aquisição original, seria incompatível com a letra dos preceitos legais:

a) as normas do artigo 256 pressupõem compra -- e não a formação -- de um bloco de controle: elas preveem a aprovação da Assembleia Geral quando o preço médio de cada ação ou quota do bloco de controle comprado ultrapassa de uma vez e meia o valor econômico de cada unidade de participação, mas a formação (ou aquisição original) do bloco de controle pode ocorrer sem aquisição de ações ou quotas, ou mediante a aquisição adicional de unidades de participação; e nestes casos não fariam sentido as disposições da lei relativas ao preço médio unitário das ações ou quotas adquiridas;

b) a lei pressupõe contrato de compra a ser submetido à ratificação da Assembleia Geral, ou proposta de compra autorizada pela Assembleia; e se a aquisição original do bloco de controle pode ocorrer independentemente da aquisição de ações ou quotas, submetê-la às normas do artigo 256 implicaria pedir a Assembleia Geral a ratificação de uma situação de fato, e não de um negócio jurídico.

A nosso ver, a redação do artigo 256 não permite dúvidas de que a lei regula o negócio jurídico de compra e venda de bloco de controle, e não o fato da aquisição de poder de controle; e que o dispositivo não tem aplicação nem na aquisição originária de controle nem na aquisição derivada que é efeito de outros negócios jurídicos que não a compra e venda.

José Luiz Bulhões Pedreira  
*Advogado*

8. A subscrição de ações em aumento de capital da sociedade anônima não é contrato, cuja proposta possa ser submetida à prévia aprovação da Assembleia Geral, ou cujo instrumento possa ter sua validade subordinada à ratificação pela Assembleia.

Nas expressões de TRAJANO DE MIRANDA VALVERDE (Sociedades por Ações, nº 225),

"Subscrevendo partes ou ações do capital social, não faz a pessoa com os demais subscritores, nem com os fundadores, nenhum contrato. A natureza jurídica do ato é a mesma, quer a sociedade se constitua por subscrição pública, quer por subscrição particular. É uma declaração unilateral, pela qual o subscritor se obriga, satisfeitos os requisitos legais, a participar da futura sociedade, concorrendo, lado a lado, com os outros subscritores, para a constituição da companhia".

CARLOS FULGÊNCIO DA CUNHA PEIXOTO (Sociedade por Ações, vol. II, nº 416) assim se manifesta sobre a questão da natureza jurídica do ato de subscrição:

"A subscrição é o ato pelo qual alguém se compromete a entrar para a sociedade. Tem duplo significado: afirma o subscritor que conhece e aprova o programa da sociedade e obriga-se a participar dela com um certo número de ações, nas condições estabelecidas pela lei e pelo estatuto.

A lei brasileira não definiu esse ato, no que andou acertadamente, uma vez que até hoje não há acordo entre os doutos sobre a conceituação jurídica do ato da subscrição. A lei francesa, por exemplo, emprega a expressão "contrato de subscrição", o que não representa uma verdade jurídica, já que a subscrição pode ser o consentimento de uma pessoa a um contrato, mas nunca um contrato, pois, mesmo para aqueles que vêm um contrato na constituição da sociedade, este não se forma com a subscrição. Tanto é verdadeira a assertiva que não se constituirá a sociedade se a maioria desaprova os estatutos. E, se tal acontecer, nenhuma responsabilidade existe entre a maioria e a minoria, bem como entre aquela e os fundadores.

Tem-se procurado justificar a teoria contratual, utilizando a ideia de representação. Proclamam ser o contrato feito com a sociedade que, entretanto, ainda não existe. Outros veem no ato do fundador o de um gestor de negócios da sociedade, a qual posteriormente o ratificará. Entendem

José Luiz Bulhões Pedreira  
*Advogado*

alguns ainda que o fundador estipula com o subscritor a favor da sociedade beneficiária. Nenhum destes institutos tem aplicabilidade à espécie, pois não se pode compreender um mandatário, ou a estipulação do negócio a favor de terceiro, quando não existe a pessoa. Não há representante sem representado e não se pode assumir compromisso a favor de quem não existe.

Não vemos, pois, como enquadrar o ato de subscrição no conceito de contrato. De fato, a pessoa que subscreve ações de uma sociedade futura não faz contrato com uma sociedade que não existe; tampouco com os fundadores, que não podem ceder direitos que não possuem; muito menos com os demais subscritores, que não conhece, com os quais não assume nenhum compromisso, já que lhe é lícito votar contra formação da sociedade, assim como não comparecer à Assembleia de constituição.

O subscritor, com o pagamento de parte das ações e sua assinatura, declara sua vontade de entrar para a sociedade a ser criada, e esta declaração, por disposição de lei, tem valor jurídico e é irrevogável."

A subscrição de ações é ato unilateral do subscritor cujos efeitos são definidos em lei em razão da necessidade de ordenar o processo de formação das companhias, ou do aumento do seu capital social. A viabilidade desse processo pressupõe a vinculação, nos termos da lei, de todos os subscritores do capital. Por isso, não tem validade qualquer condição estipulada na subscrição. A norma do artigo 256 da Lei nº 6.404/76, que requer a aprovação da Assembleia Geral, quer da proposta de contrato, quer da sua ratificação, é, portanto, incompatível com a natureza do ato de subscrição de ações.

9. Essa conclusão, a que se chega com base na interpretação literal do artigo 256, é a única que se ajusta à função do preceito no sistema da lei.

A origem do dispositivo esclarece essa função.

O anteprojeto que veio a se transformar na Lei nº 6.404/76 foi elaborado com base nas definições de política legislativa fixadas na Exposição de Motivos CDE nº 14, de 25 de junho de 1974, dos Ministros da Fazenda e do Planejamento, aprovada pelo Presidente da República, que incluía -- entre outros -- a diretriz de que a nova lei devia conter dispositivos assegurando a participação de acionistas minoritários no preço de venda do bloco das ações de controle; mas o anteprojeto foi submetido ao Ministro da

Fazenda com omissão de dispositivo nesse sentido, assim justificada na exposição dos seus autores:

"24 - Alienação de Controle: - No capítulo sobre sociedades controladoras e controladas, o Anteprojeto fixa normas sobre alienação de controle de companhias abertas, com base nas considerações a seguir resumidas:

- a) toda economia de mercado atribui valor econômico ao controle da companhia, independentemente do valor unitário das ações que o asseguram; o valor das ações resulta do direito, que confere, de participação nos lucros e no acervo líquido da companhia, enquanto que o do controle decorre do poder de determinar o destino da empresa, escolher seus administradores e definir suas políticas;
- b) a transferência do controle, qualquer que seja o preço de negociação das ações, não acarreta, em princípio, agravo a direito do minoritário; mas se a compra efetivar-se por companhia que, a seguir, promova a incorporação da controlada, do fato pode resultar flagrante prejuízo para a minoria, tanto da incorporada quanto da incorporadora: -- com a extinção da companhia controlada, deixa de existir o controle adquirido e os acionistas minoritários da controladora (dependendo das bases da incorporação) suportam parte do preço pago pelo controle. Mais ainda: em regra, todo o valor do controle da companhia incorporada, ou ao menos parte dele, acresce ao valor do controle da incorporadora, isto é, resulta em benefício do seu acionista controlador;
- c) os exemplos das vendas do controle de instituições financeiras, que apresentam circunstâncias peculiares, não devem servir de justificativa para normas gerais que pretendem negar o valor de mercado do controle; no entanto, é inegável que o critério do considerar o valor dos intangíveis das instituições financeiras como pertencente ao acionista controlador, e não a todos os seus acionistas, na proporção de sua participação no capital social, conflita com os fundamentos do direito societário;
- d) o Anteprojeto reconhece a realidade do poder do acionista controlador para atribuir-lhe responsabilidades próprias, de que não participam os acionistas minoritários; seria, pois, incoerente se pretendesse, para efeitos de transferência desse poder, negar a sua existência e proibir o mercado de lhe atribuir valor econômico.

Com essas premissas, o Anteprojeto fixa normas que podem ser assim resumidas:

**José Luiz Bulhões Pedreira**  
*Advogado*

- a) a alienação do controle de companhia aberta, por sua importância na vida da sociedade, deve ser imediatamente divulgada no mercado (art. 263);
- b) a alienação do controle da companhia sujeita a autorização governamental para funcionar, e cujas ações ordinárias sejam, por força de lei, nominativas ou endossáveis, está subordinada à prévia autorização da autoridade competente para aprovar o seu estatuto, à qual caberá velar para que os acionistas minoritários não sejam prejudicados (art. 264);
- c) a compra, por companhia aberta, do controle de outra sociedade, está sujeita à aprovação da Assembleia Geral, se constituir investimento relevante para a compradora, ou se o preço exceder de uma vez e meia os critérios usuais de avaliação das ações; e a aprovação da compra, nesta última hipótese, dá ao acionista dissidente o direito de retirar-se da companhia mediante reembolso do valor de suas ações (art. 265);
- d) no caso de incorporação de companhia controlada, seu processamento fica sujeito a normas especiais, adiante referidas."

10. A função do artigo 256 no sistema da lei é proteger os acionistas minoritários contra negócio de compra do bloco de controle a preço muito superior ao valor unitário das ações ou quotas que o compõem, consideradas como coisas singulares.

O mercado em regra atribui ao bloco de controle valor superior ao da soma do valor das ações ou quotas que o integram.

O valor econômico da ação ou quota tem fundamento nos direitos que assegura a seu titular. O direito de participar nos lucros fundamenta seu valor de rentabilidade; o de participar no acervo líquido em caso de liquidação, seu valor de patrimônio líquido; e o de dispor, seu valor de troca.

O bloco de controle tem valor superior à soma do valor unitário das ações ou quotas porque, como coisa coletiva, assegura o poder de controle; e o mercado atribui valor a esse poder em razão da maior segurança do investimento, quando o investidor tem capacidade para determinar o destino da empresa e escolher seus administradores.

Salvo em circunstâncias especiais (como, por exemplo, a integração de sociedades mediante incorporação, ou a formação de grupo de sociedades)

não há fundamento econômico para que a diferença entre o valor unitário das ações do bloco de controle e das ações minoritárias atinja a grandes porcentagens. Não obstante, por circunstâncias peculiares ao nosso sistema financeiro, as vendas de controle de instituições financeiras realizaram-se, durante muito tempo, por valor várias vezes superior ao das ações que compunham o bloco de controle, chegando em alguns casos a atingir mais de 20 vezes. Essa diferença exagerada era explicada, em parte, pela garantia de balanço dada pelo vendedor, mas resultava também do critério, então adotado, de considerar que o valor do intangível dos bancos cabia apenas ao bloco de controle, e não a todos os acionistas.

A compra de controle de sociedades foi também usada, no passado, como instrumento de distribuição disfarçada de lucros em favor do acionista controlador, ou de pessoas a ele ligadas. Como o valor do bloco de controle de cada sociedade não pode ser facilmente estabelecido com base em avaliações objetivas, mas depende, em boa parte, de considerações subjetivas do vendedor e do adquirente, o negócio de compra de controle prestava-se à fixação de preços exagerados, ajustados mediante conluio entre vendedor e comprador -- com a finalidade de transferir recursos do patrimônio da companhia para o dos acionistas controladores ou pessoas a eles ligadas.

11. A Lei nº 6.404/76 considerou normal que o valor do bloco de controle de uma sociedade seja superior, em até 50%, à soma do valor das unidades de participação societária que o compõem, determinado segundo qualquer dos três métodos usuais na avaliação de ações ou quotas -- valor de rentabilidade, de patrimônio líquido e de troca. E, para dificultar negócios que sejam de instrumento ao desvio de recursos do patrimônio da companhia, criou exceção ao princípio geral de que compete aos órgãos da administração da sociedade representá-la perante terceiros e praticar os atos necessários a seu funcionamento regular, subordinando à autorização da Assembleia Geral a contratação da compra de bloco de controle, quando representa investimento relevante para a compradora ou o preço médio das ações ou quotas ultrapassa, em mais de 50%, o valor unitário das participações societárias da mesma sociedade, consideradas como coisas singulares.

O dispositivo inspirou-se na observação de que em regra o acionista controlador e os administradores da companhia não contratariam a compra de

bloco de controle a preço que não possam justificar na Assembleia Geral. Basta o fato da obrigatoriedade de expor a diversas pessoas todas as circunstâncias do negócio, e de submetê-lo a crítica de outros interessados, para evitar os negócios notoriamente injustificáveis.

Além disso, como proteção adicional ao acionista minoritário, a lei assegura o direito de retirada, se o preço do bloco de controle da outra sociedade ultrapassa desse limite e os acionistas majoritários aprovam a compra.

12. Essa função do dispositivo legal mostra que ele somente tem aplicação no caso de compra do bloco de controle, quando a companhia compradora paga preço a terceiros. Não existe a mesma razão para sua aplicação quando a companhia adquire (originalmente) o controle mediante subscrição de aumento de capital da sociedade controlada: nesse caso não há pagamento de preço de compra em benefício de antigos acionistas ou quotistas da sociedade controlada, mas os recursos desembolsados pela companhia acrescem ao patrimônio da sociedade controlada, isto é, continuarão, indiretamente, a pertencer (na porcentagem da participação) à companhia controladora.

Este fato é mais fácil de perceber na hipótese limite de subscrição de capital de subsidiária integral, quando a distinção de patrimônios é apenas jurídica, pois economicamente todo o patrimônio da subsidiária integral continua a pertencer à controladora: neste caso não existe o desvio de recursos do patrimônio da companhia compradora para o de acionistas controladores ou terceiros, que é a razão básica das disposições do artigo 256 da Lei nº 6.404/76. A situação é a mesma (na proporção da participação) sempre que a controladora subscreve aumento de capital da controlada.

13. Por essas razões, assim respondemos à consulta formulada:

a) o artigo 256 da Lei nº 6.404/76 somente, tem aplicação na hipótese em que a companhia aberta adquire, mediante negócio de compra e venda, o bloco de ações de controle de uma sociedade mercantil;

José Luiz Bulhões Pedreira  
*Advogado*

b) as disposições do artigo 256 não se aplicam, portanto, à subscrição, pela Consulente, do aumento do capital social da Beta, mediante a qual adquiriu (originalmente) seu controle.

É o nosso parecer.

Rio de Janeiro, 17 de maio de 1979