

UNIVERSIDADE DE TAUBATÉ
Matheus Silva Teixeira da Costa

**Direitos dos Acionistas Minoritários: uma análise realista
ao “Tag Along”**

Taubaté-SP

2021

Matheus Silva Teixeira da Costa

**Direitos dos Acionistas Minoritários: uma análise realista
ao “Tag Along”**

Trabalho de Graduação para a obtenção
do diploma de Bacharel em Direito no
Departamento de Ciências Jurídicas da
Universidade de Taubaté.

Área de Concentração: Direito Empresarial

Orientador: Prof. Daniel Gomes de Freitas.

Taubaté-SP

2021

**Grupo Especial de Tratamento da Informação - GETI
Sistema Integrado de Bibliotecas - SIBi
Universidade de Taubaté - UNITAU**

C837d Costa, Matheus Silva Teixeira da
Direitos dos acionistas minoritários : uma análise realista ao "*Tag Along*" / Matheus Silva Teixeira da Costa. -- 2021.
58f.

Monografia (graduação) - Universidade de Taubaté, Departamento de Ciências Jurídicas, 2021.
Orientação: Prof. Daniel Gomes de Freitas, Departamento de Ciências Jurídicas.

1. Acionista minoritário. 2. Direito do acionista minoritário.
3. Oferta pública de ações. 4. *Tag along*. I. Universidade de Taubaté. Departamento de Ciências Jurídicas. Curso de Direito. II. Título.

CDU - 347.72

Ficha catalográfica elaborada pela Bibliotecária Regina Márcia Cuba – CRB 8ª/7416

Matheus Silva Teixeira da costa

**Direitos dos Acionistas Minoritários:
uma análise realista ao “Tag Along”.**

Trabalho de Graduação apresentado para
a obtenção do diploma de Bacharel em
Direito no Departamento de Ciências
Jurídicas na Universidade de Taubaté.

Data: _____

Resultado: _____

BANCA EXAMINADORA

Prof.º _____

Universidade de Taubaté

Assinatura: _____

Prof.º _____

Universidade de Taubaté

Assinatura: _____

Prof.º _____

Universidade de Taubaté

Assinatura: _____

Prof.º _____

Universidade de Taubaté

Assinatura: _____

Dedico este Trabalho de Graduação aos meus queridos e amados pais, Gregório e Carla, à minha irmã Gabrielly e meus sobrinhos Adan e Natan, à minha namorada Letícia Rodrigues, à minha Tia, Ana Paula, à minha falecida vó Conceição, e aos meus queridos amigos da faculdade.

AGRADECIMENTOS

Primeiramente agradeço aos meus pais, pois sou fruto da educação que eles sempre me ofereceram, grato por ter herdado a garra e força de meu pai e a mansidão de minha mãe. Agradeço à minha irmã e meus dois sobrinhos, à minha namorada por sempre me dar todo apoio que foi necessário, à minha tia por me ajudar quando necessitei, à minha falecida vó que sempre acreditou no meu potencial até mesmo quando estava internada, e aos meus colegas que auxiliavam sempre.

Aos professores, a instituição e ao querido orientador, pelas orientações e correções que me permitiram apresentar um melhor desempenho no meu processo de formação profissional.

Por fim, e não menos importante, agradeço a Deus por sempre ser o meu refúgio de momentos tribulados, e de dar toda paz necessária para uma vida feliz e motivada.

“Imagino que muitas pessoas teriam chegado à sabedoria se não tivessem imaginado que já haviam chegado.”

Sêneca.

RESUMO

A presente monografia versa sobre o Direito ao “Tag Along”, um dos Direitos do Acionista minoritário, hodiernamente prenunciado no Art. 254-A da Lei das Sociedades Anônimas (Lei nº 6.404/76) e regulado pela instrução 361 da CVM.

Aborda a discussão sobre “a quem deve pertencer o ágio pago pelo poder de controle”, especificando razões jurídicas apontados por autores nacionais, e até mesmo alguns estrangeiros, bem como jurisprudências, e casos levados ao conhecimento da Comissão de Valores Mobiliários, trazendo uma análise empírica a temática.

Entretanto, para entender bem o conteúdo proposto, é de suma importância elencar o que é uma Sociedade Anônima, o conceito de Acionista minoritário e Acionista controlador, a Oferta pública de ações e suas modalidades, em especial aquela que dá oportunidade ao “Tag Along”, bem como um histórico legislativo do artigo.

Finalmente, busca alinhar o tema proposto juntamente as normas de “Boas práticas de governança corporativa” que estão sendo exigidas cada vez mais.

PALAVRAS-CHAVE: 1. Direito do Acionista minoritário 2. Acionista minoritário 3. Oferta pública de ações 4. “Tag Along”.

ABSTRACT

This monograph focuses on the right to “Tag Along” which is one of the rights of the minority shareholders that is currently mentioned on Art. 254-A of the Law of Corporations (Law number: 6.404/76) and it’s governed by the instruction 361 of CVM.

It addresses the discussion about “To whom should belong the premium pay for the power of control?”, specifying legal reasons mentioned by national authors, as well, by some worldwide authors, also it goes about the case law cases brought to the Securities Commission which brings us an empirical study to this topic.

However, to understand well the introduced content, at first it’s very important to discuss what is a Stock Corporation, also the conception of Minority Shareholder and Controlling Shareholder, the Public offering of shares and its modalities, especially which opens opportunities to the “Tag Along”, as well as a legislative history of this article.

Finally, it seeks to clarify and connect the proposed theme to the legal rules of “Best corporate govern practice” that are being demanded increasingly.

KEY WORDS: 1. Rights of the minority shareholders 2. Minority shareholders 3. Public offering of shares 4. “Tag Along”.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	10
2. SOCIEDADE ANÔNIMA	13
2.1. Acionista Controlador.....	15
2.2. Acionista Minoritário.....	15
3. DIREITOS DOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS	17
3.1. Direito de Participar dos Lucros Sociais.....	17
3.2. Direito de Participar do Acervo da Companhia.....	18
3.3. Direito de Fiscalização.....	19
3.4. Direito de Preferência.....	20
3.5. Direito de Retirada.....	22
4. A OFERTA PÚBLICA DE AÇÕES	24
4.1. Considerações Iniciais e Características.....	24
4.2. Oferta Voluntária e Obrigatória.....	26
4.3 A Opa Obrigatória por Alienação de Controle.....	28
5. ANÁLISE REALISTA AO “TAG ALONG”	29
5.1. Breve Histórico.....	29
5.2. O Instituto do “Tag Along”	31
5.3. A Controvérsia na Doutrina Brasileira.....	32
5.4. A Jurisprudência Nacional.....	35
5.5. Hipóteses de Aplicação Levadas à Cvm.....	38
5.6. O “Tag Along” na Legislação Estrangeira.....	43
5.7. Posições na Doutrina e Jurisprudência Norte-Americana.....	45

5.8. O “Tag Along” e a Boa Prática de Governança Corporativa.....	49
6. CONCLUSÃO.....	52
REFERÊNCIAS.....	55

1. INTRODUÇÃO

Nos últimos 5 anos, com o aumento da população interagindo nas redes sociais, muitos canais de finanças e perfis de investidores com a finalidade de ensinar a grande população a investir em Renda Variável cresceu substancialmente, e influenciou muitas pessoas a deixarem de investir somente em Caderneta de Poupança, ou em investimentos de Renda Fixa pouco rentáveis oferecidos por gerentes de grandes bancos que buscavam benefícios somente para a instituição. Não obstante, a taxa de juros básica do país (SELIC) alcançou níveis baixos nunca vistos antes, fazendo com que o público investidor em Renda Fixa não a considere mais uma opção vantajosa e acabe procurando outros investimentos. Diante disso, houve uma grande imersão de pessoas iniciantes e com pouco conhecimento na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), bem como o número de pessoas mais jovens investindo em ações aumentou. Segundo dados da B3, no mês de março de 2021 o número de CPFs na Bolsa de Valores atingiu a marca de 3.561.296 (três milhões, quinhentos e sessenta e um mil, duzentos e noventa e seis) cadastros, já no ano de 2015 os cadastros de CPFs não ultrapassavam os 600.000 (seiscentos mil), dados que demonstram o que foi dito anteriormente, mostrando o grande aumento de novas pessoas no Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro.

À vista disso, a presente monografia tem como foco descrever alguns dos Direitos dos Acionistas Minoritários dentro das Sociedades Anônimas (S/A), em especial analisar empiricamente o direito ao “Tag Along”, trazendo a obrigatoriedade da Oferta Pública de Aquisição de ações (OPA) da Companhia de capital aberto no caso de alienação de controle. Conquanto, dentro das Sociedades Anônimas, existe a divisão entre os sócios, sendo as principais espécies: o Sócio Controlador e o Sócio Minoritário. Todos os sócios são tutelados e amparados pela Lei nº 6.404/76 (Lei das Sociedades Anônimas), inclusive os Minoritários, protegendo-os contra as maiorias societárias.

Vale ressaltar acerca do instituto do “Tag Along”, que a Lei das Sociedades Anônimas, na escrita anterior do art. 254, §§ 1º e 2º, já renunciava o direito igualitário aos acionistas minoritários quando da alienação do controle de companhia aberta, tendo sido revogado tal dispositivo pelo art. 6º da Lei 9.457 de 05.05.1997 ao

argumento de que o mesmo era benéfico ao minoritário apenas de fachada e que não havia aplicação prática.

Efetivamente, e como veremos ao longo do estudo, a mudança na legislação, que acabou modificando também o art. 255, veio a favorecer a aquisição de empresas estatais abertas, dado que, a retirada da exigência da extensão da oferta aos minoritários, desonerava o custo de aquisição destas sociedades.

Contudo, em 2001 a Lei 10.303 de 31.10.2001, por meio do Art. 254-A, restabeleceu o instituto. O art. 254-A pressagia que, sem ter em conta cláusula estatutária ou contratual, a proteção aos acionistas minoritários que, teoricamente, investiram em certa companhia em razão de que confiavam no acionista controlador, é para assegurar que eles tenham a opção de saírem da companhia juntamente com o acionista majoritário, quando houver a troca de controle, logo, foi criado determinado mecanismo.

Entretanto, a matéria não é de fácil resolução, uma vez que a fugacidade com que se avançam as operações tanto no mercado interno quanto internacional acabam por “camuflar” a análise destas operações, visto que, subsistem especificidades nos casos em que se colocam questões de grande controvérsia como, por exemplo, quando o controle é obtido de forma indireta ou é compartilhado igualmente entre dois ou mais acionistas ou ainda quando se trata de aquisição originária de controle.

Paulo Eduardo Penna¹, em sua obra sobre alienação de controle, já expõe o motivo de que o poder de controle é significativo e sistematicamente compreende mais valor que as outras espécies de ações:

“O valor de controlar uma companhia tem valor próprio. As ações que, em conjunto, permitem ao seu titular o exercício do poder de controle da companhia possuem, reunidas, valor unitário superior ao das demais ações da mesma espécie e classe de emissão da companhia.”

Outrossim, a modernidade do mercado acionário brasileiro está se voltando à implantação de sistemas de boa Governança Corporativa nas empresas, em que as entidades regulatórias requerem normas para conceituação e classificação das empresas para compor níveis de listagem na Bolsa de Valores e acesso ao chamado

¹ PENNA, Paulo Eduardo. *Alienação de controle de companhia aberta*. São Paulo, SP: Quartier Latin do Brasil, 2012, pág. 21.

Novo Mercado, visto que influenciam a pactuação e respeito a essas e outras regras de proteção aos minoritários.

A intenção, portanto, será assimilar o que se tem atualmente decidido nos julgamentos das áreas técnicas e o colegiado da CVM, buscando definir a natureza jurídica de cada uma destas formas, averiguando os efeitos societários que estas operações implicam à empresa e ao mercado como um todo, ou seja, uma análise empírica ao tema, de mesmo modo, busca analisar doutrinas nacionais e estrangeiras a respeito de “a quem deve pertencer o ágio do controle”, e alinhar as “Boas Práticas de Governança Corporativa” com o “Tag Along”.

Todavia, antes de adentrar a matéria proposta, e obrar a análise realista ao “Tag Along”, é de suma importância fazer algumas ponderações iniciais, como informar às reformas que a lei que trata das Sociedades Anônimas obteve, além de esclarecer ao leitor o que é um Acionista Controlador e o que é um Acionista Minoritário, e trazer alguns direitos já consolidados.

2. SOCIEDADES ANÔNIMAS

Podemos definir as sociedades anônimas segundo Sérgio Campinho², como um tipo societário reservado às sociedades empresárias, cujo capital social é dividido em ações, que limita a responsabilidade dos sócios ou acionistas ao preço de emissão dessas frações do capital por eles subscritas ou obtidas. Ademais, é substancial diferenciar a Sociedade Anônima de capital fechado com a de capital aberto. O primeiro tipo refere-se aquelas Sociedades Anônimas em que o capital da companhia se restringe ao quadro de acionistas particulares, ou seja, os seus valores mobiliários não estão autorizados a serem comercializados na Bolsa de Valores. Em contrapartida, a segunda categoria das Sociedades Anônimas é aquela em que está autorizada a captar recurso de forma pública, ou seja, uma parte do capital da empresa permite que Pessoas Físicas ou até mesmo Pessoas Jurídicas adquiram participações na companhia por meio da compra das ações disponibilizadas na Bolsa de Valores, tal capital é chamado de “Free Float”, e isto está disposto no Art. 4 da Lei das Sociedades Anônimas.

Na década de 70, o estímulo ao crescimento do mercado acionário brasileiro acentuou, atingindo seu máximo no primeiro semestre do ano de 1971, com o conhecido “boom” das bolsas de valores, e em decorrência de generalizada febre especulativa, marcada por intensa elevação dos preços e das transações com ações sendo o qual não refletiam o real preço da companhia, e em seguida ocorreu um longo período de queda das cotações e do volume de negócios, logo, inúmeros investidores iniciantes e até mesmo experientes perderam suas economias.

Notou-se que o Banco Central, que na época era quem fiscalizava e controlava o mercado de capitais, não atuou de forma convincente na regularização e na fiscalização. Como consequência, passou-se a difundir a ideia de substituí-lo por um órgão especializado na disciplina desse mercado, aliada a aumentar a proteção legal dos acionistas minoritários, sendo assim, na data de 15/12/1976 foi editada a Lei nº 6.404, que é conhecida como a Lei das Sociedades Anônimas, além da Lei nº

² CAMPINHO, Sérgio. Curso de Direito Comercial: Sociedade Anônima, 5.ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2020.

6.385/76 dispendo sobre o mercado de valores mobiliários e criando a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), retirando assim o Banco Central como órgão fiscalizador.

A Lei das Sociedades Anônimas teve como escopo criar uma estrutura jurídica indispensável ao fortalecimento do mercado de capitais do país, mercado este fundamental à sobrevivência e ao desenvolvimento da atividade privada. Portanto, ficou estabelecida uma sistemática tendente a assegurar aos acionistas minoritários o respeito a regras definidas e equitativas, suficientes à segurança de seus investimentos, sem, contudo, imobilizar a iniciativa empresarial.

Ocorre que, em 5 de maio de 1997 foi promulgada a Lei nº 9.457, que reformou a Lei nº 6.404/76, o reformismo consistia em duas essências: a primeira era a redução dos custos com os projetos de privatização implementados pelo Governo e a segunda era a desoneração dos processos de concentração. Foram flexibilizadas algumas normas sobre o direito de recesso, e vale ressaltar que foi eliminada a obrigatoriedade de Oferta Pública de Aquisição de ações dos minoritários por ocasião da alienação do controle acionário da companhia aberta ou também conhecido como “Tag Along”, cujo é o objeto de estudo. Todavia, excluindo o “Tag Along”, assegurava-se ao alienante do controle, a apropriação exclusiva do preço pago pelo adquirente, e tinha como autor do projeto de reforma o Deputado Antônio Kandir que, inclusive, ficou conhecida como “Reforma Kandir”.

Posteriormente, com o objetivo de fortalecer o mercado de capitais brasileiro mais uma vez, veio editada a Lei nº 10.303/2001, que serviu de efetivo veículo à introdução de alterações significativas a Lei das Sociedades Anônimas e a Lei nº 6.385/76 (a Lei de criação da CVM). As modificações em suas totalidades ficaram voltadas para as companhias abertas, garantiam-se o estabelecimento de um sistema mais eficiente de proteção aos acionistas minoritários, evidentemente enfraquecidos em suas posições pela “Reforma Kandir”. Vale destacar algumas relevantes alterações: o regime de dividendos das ações preferenciais; o processo para o fechamento do capital da companhia; o ressurgimento ao “Tag Along”; a maior transparência das informações societárias; o redimensionamento do direito de recesso; os deveres e atribuições dos membros do conselho fiscal e do conselho de administração, entre outras. Além de novos poderes à Comissão de Valores

Mobiliários e a garantia de maior autonomia à atuação da autarquia, com o nítido fito de edificá-la à condição de agência reguladora independente.

2.1. Acionista Controlador

O Art. 116 da Lei das S.A. oferece a conceituação do acionista controlador: “entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o 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 da assembleia geral e poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.”.

Diante do exposto, tem-se que o controlador poderá ser pessoa natural ou jurídica, ou um grupo de pessoas. Nesse caso, esse grupamento, com individualidade própria, estará ligado por acordo de voto. O vínculo que os une objetivará um sentido de voto comum, o que constitui uma das possíveis variantes do acordo de acionistas (Art. 118 da Lei das S.A.). Há também a possibilidade de controle por um grupo sob controle comum, como se verifica na sociedade “*holding*”.

À vista de uma posição privilegiada em relação aos demais sócios, o acionista controlador detém de deveres e responsabilidades específicas. O poder de controle exercita-se sem desvios e abusos, não podendo orientar os negócios da companhia em benefícios próprios ou de terceiros, sendo seu poder decisório de exclusividade em favor da própria empresa, caso contrário, configura-se exercício abusivo de poder (Art. 117, §1º da Lei das S.A.). Assim sendo, não é demais registrar que o controlador não responde pessoalmente pelas obrigações contraídas pela companhia, salvo as hipóteses de irregularidades, fraudes ou ilícitos.

2.2. Acionista Minoritário

Pode ser definido como acionista minoritário, aquele sócio que detém pequena parte do capital social da companhia, incluindo assim neste conceito o acionista preferencialista. Ocorre que, para alguns doutrinadores, os preferencialistas não

podem ser denominados como acionistas minoritários, por nem se quer participarem das Assembleias Gerais da companhia, veja o que Waldirio Bulgarelli³ afirma:

“Ora, localizando maioria e minoria dentro da Assembleia Geral, da qual somente participam, como regra, os acionistas detentores do direito de voto, conclui-se que somente estes são minorias, excluindo-se os preferencialistas. Essa indefinição da lei, da doutrina e da jurisprudência gera interpretações subjetivas nem sempre favoráveis às ações pertinentes aos não controladores.”

Por fim, embora para alguns doutrinadores os preferencialistas não possam ser considerados minorias, será adotado ao longo deste trabalho, o critério de considerar os direitos dos preferencialistas como equivalentes ao das minorias, quando a lei não fizer uma clara distinção entres ambos, haja vista que o escopo do trabalho não será este.

³ BULGARELLI, Waldirio. Proteção às minorias nas Sociedades Anônimas. São Paulo: Pioneira, 1977, p.24.

3. DIREITOS DOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS

Como já foi aludido, o acionista minoritário apesar de não ter o poder de controlar a empresa de maneira uniforme, possui diversos direitos intrínsecos a sua condição de sócio da companhia em que detém ações. Os direitos da minoria dos acionistas representam um contrapeso ao controle dos acionistas majoritários, haja vista que tal equilíbrio é fundamental para o funcionamento efetivo da empresa. Destarte, tais direitos decorrem de lei ou de estatuto social, podendo ser estendidos a todas as ações ou apresentar exclusão em relação a uma ou mais classe pelo estatuto. É o que ocorre com o direito de voto, do qual as ações preferenciais, ou alguma de suas classes, podem ser desprovidas ou ter seu exercício deferido com limitações (Art. 111 da Lei nº 6.404/76). Conjuntamente aos direitos específicos dos sócios minoritários, há aqueles direitos que são inerentes a todos acionistas, chamados também de direitos essenciais trazidos pela Lei das S.A em seu Artigo 109, em virtude de disposição legal, não podendo o estatuto nem a assembleia geral privar os acionistas de exercê-los.

3.1. Direito de Participar dos Lucros Sociais

O direito do acionista ao lucro social está previsto no Art. 109, inciso I da Lei das Sociedades Anônimas, caracterizado como um direito subjetivo, de caráter nitidamente patrimonial, inerente à qualidade de sócio, que se materializa no dividendo. Sendo assim, o dividendo é a parcela dos lucros líquidos efetivamente partilhados aos acionistas, tendo em conta cada uma das ações por eles possuídas.

Com a intenção de tutelar o direito da minoria acionária, impossibilitando, assim, que o acionista controlador retenha na sociedade a integralidade dos lucros, a lei consagra, no Art. 202 da LSA, a regra do dividendo obrigatório. Compreende-se na distribuição compulsória de um dividendo mínimo, em cada exercício, com os ajustamentos previstos no próprio Art. 202, exceto quando esse pagamento for incompatível com a situação financeira da companhia (§ 4º do Art. 202 da LSA). O inteligível propósito do instituto é o de conferir às ações, no mercado de capitais, certo prestígio, estimulando assim, os investimentos da poupança popular nesse tipo de ativo.

Ademais, a participação nos lucros é revestida do caráter de periodicidade, derivado do resultado de cada exercício social. Tal periodicidade, em primórdio, é anual. Faculta-se, entretanto, a distribuição de dividendos intermediários, isto é, em períodos inferiores a um ano (Art. 204 da LSA).

Há também a hipótese de ações preferenciais com prioridade na distribuição de dividendo fixo ou mínimo (Art. 17, inciso I da LSA). A constituição de reservas estatutárias (LSA, Art. 194), de reservas para contingências (Art. 195) e de reservas de lucros a realizar (Art. 197), a retenção de lucros (Art. 196) e as normas do Art. 202, não podem prejudicar o pagamento dos dividendos fixos ou mínimos, inclusive os atrasados se cumulativos, a que tenham direitos os preferencialistas (Art. 203).

Dessa maneira, o direito essencial dos acionistas ao dividendo transforma-se em direito de crédito definido e concreto com a deliberação da assembleia que fixa o montante e as condições de sua distribuição, transformando o acionista em credor da companhia. Logo, o credor receberá os dividendos em moeda corrente do país, no caso o real, através de cheque nominativo ou mediante crédito em conta bancária aberta em seu nome (LSA, Art. 205, §1º). Se as ações estiverem em custódia bancária ou em depósito, os dividendos serão pagos à instituição financeira depositária, que se responsabiliza pela transferência para o credor dos dividendos (LSA, Art. 205, §2º). Por fim, salvo deliberação justificada em contrário da assembleia-geral, os dividendos devem ser pagos no prazo legal de 60 dias, contados da data em que for declarado (LSA, Art. 205, §3º).

3.2. O Direito de Participar do Acervo da Companhia

Outro direito individual do acionista é o de participar do acervo social remanescente, no caso de liquidação da sociedade e está previsto no Art. 109, inciso II da LSA. Esse direito, embora também essencial, não é aplicável de forma igualitária a todos os acionistas. Poderão existir ações preferenciais com prioridade no reembolso de capital conforme o Art. 17, II, as quais aproveitarão, portanto, de um peso diferente no exercício do direito. A igualdade de tratamento aqui, mais uma vez, é verificável dentro da mesma classe ou categoria de ação.

Satisfeito o passivo social pelo pagamento a todos os credores da companhia, o acervo líquido que remanescer será distribuído entre os acionistas. Como regra,

essa distribuição far-se-á segundo o valor patrimonial da ação. Logo, o pressuposto para o exercício desse direito é a dissolução da sociedade. Terá lugar, assim, na fase de liquidação, que é a fase subsequente a dissolução. Encerrada a liquidação, estará extinta a companhia. Completa a partilha do ativo, sendo pagos os acionistas, verifica-se o término da sua relação com a sociedade, apesar de esta manter a sua personalidade jurídica até a extinção, de maneira que regulamente sejam viabilizados os atos finais da liquidação.

Contudo, é lícito à sociedade, antecipar a distribuição desse patrimônio líquido por meio de amortização das ações (§2º do Art. 44).

3.3. Direito de Fiscalização

O direito de fiscalizar à gestão dos negócios sociais, pela forma estabelecida em lei, consiste também em um inafastável direito do acionista, conforme o Art. 109, III da LSA, e que pressupõe o conhecimento exato dos negócios da sociedade.

Com o efeito de harmonizar o seu exercício em face da gestão eficiente da companhia, evitando seja a vida social constantemente conturbada ou até imbuída com investidas de contínua e inoportuna fiscalização, a lei disciplina esse direito, não sendo ele de livre execução pelo acionista, embora sendo essencial e inderrogável. É significativo ressaltar que o referido direito jamais pode ser suprimido, por decorrer do “*status*” de acionista, entretanto, pode ser restringido pela lei, pelo estatuto e pela assembleia-geral.

A fiscalização do acionista se processa de duas maneiras: indireta ou direta. Na primeira, materializa-se pelo funcionamento do conselho fiscal e dos auditores independentes, estes obrigatórios nas companhias abertas (§3º do Art. 177 da LSA). Efetiva-se a segunda pelo volume de informações que a companhia está obrigada a divulgar (§6º do Art. 124; Art. 133, e incisos e §3º), as quais se submetem à análise, discussão e votação durante a assembleia-geral, e pelo direito de à exibição integral dos livros sociais (Art. 105). O acesso aos livros, para fins de fiscalização, encontra-se submetidos a duas condições: representatividade do acionista no capital (5% no mínimo) e indicação de atos violadores e irregulares.

Ademais, o direito de fiscalizar possui função preventiva e de controle. Tem função preventiva quando o acionista, de posse das informações obtidas, diretas ou

indiretamente, judicial ou extrajudicialmente, contribui para que as deliberações da assembleia-geral atentem as advertências da lei e do estatuto social e atendem aos interesses individuais dos acionistas, os interesses da sociedade e o da coletividade. Outrossim, tem função de controle, genuíno “controle externo” da companhia, ao reconhecer o acionista a verificar se as diretrizes do conselho de administração foram implementadas e o desempenho da diretoria executiva foi aceitável; a asseverar-se da carência de irregularidades nos indicativos financeiros e nas contas dos administradores; a averiguar-se se a remuneração dos gestores e os benefícios que se concedem são pertinentes com os princípios de governança corporativa e estão dentro dos parâmetros da concorrência e do mercado.

3.4. Direito de Preferência

O direito de preferência para a subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição também faz parte do bloco dos direitos essenciais, erigido no inciso IV do Art. 109 da LSA como um direito impostergável, muito embora não se configure como um direito absoluto, admitindo-se em certas condições, a sua superação. Promove-se, com a previsão legal de preferência, um mecanismo protetivo das posições acionárias dos antigos acionistas, em tese, possibilita subscrever as novas ações decorrentes do aumento do capital. Como já dito, ao menos em tese, tendo em vista que há a necessidade de despender recursos para a realização da subscrição e, desse modo, assegurar a posição antes desfrutada.

O princípio geral de sua enunciação é traduzido no *caput* do Art. 171, cujo se verifica que, na proporção do número de ações que possuírem, os acionistas terão preferência para a subscrição do aumento de capital.

Todavia, tal preferência não se observa apenas no plano geral das ações. Também realiza de forma específica, segundo as espécies ou classes de ações que componham o capital. Assim sendo, em conformidade com o disposto no §1º do Art. 171, sendo o capital social dividido em ações de diversas espécies ou classes, e o aumento realizado por emissão de mais de uma espécie ou classe, deverão ser observadas os seguintes preceitos: a) no caso de aumento, na mesma proporção, do número de ações de todas espécies e classes existentes, cada acionista exercerá o direito de preferência sobre as ações idênticas às de que for possuidor; b) se as ações

emitidas forem de espécies e classes existentes, mas importarem alteração das respectivas proporções no capital social, a preferência será exercida sobre ações de espécies e classes idênticas às de que forem possuidores os acionistas, somente se estendendo às demais se aquelas forem insuficientes para lhes assegurar, no capital aumentado, a mesma proporção que tinham no capital antes do aumento; c) se houver emissão de ações de espécies ou classes diversas das existentes, cada acionista exercerá a preferência, na proporção do número de ações que possuir, sobre ações de todas as espécies e classes do aumento.

Esse direito deve ser exercido dentro de um prazo de natureza decadencial, e deve ser determinado. Estipula o §4º do Art. 171 que o estatuto ou a assembleia-geral o fixará, entretanto, não pode ser inferior a trinta dias, e nas companhias abertas com capital autorizado é permitido que o estatuto o reduza, em conformidade com o *caput* do Art. 142.

Como já foi dito, a lei admite em condições especiais a exclusão do direito de preferência. A materialidade do direito de preferência já vem traçada na própria lei. As hipóteses são limitadas, não admitindo-se interpretação extensiva. O *caput* do Art. 172 da LSA admite que o estatuto da companhia aberta que contiver autorização para o aumento do capital, na forma do Art. 168, possa prever a emissão, sem direito de preferência para os antigos acionistas, de ações e debêntures conversíveis em ações, ou bônus de subscrição, cuja colocação seja feita mediante: a) venda em bolsa de valores ou subscrição pública; b) permuta por ações, em oferta pública de aquisição de controle.

O parágrafo único do artigo supracitado autoriza que o estatuto da companhia, aberta ou fechada, exclua a preferência para subscrição de ações nos termos de lei especial sobre incentivos fiscais.

Assim sendo, compreende-se que nas situações contempladas, os acionistas previamente já pormenorizam o interesse social meritório, e no estatuto introduzem a previsão de exclusão específica do direito de preferência. O interesse da sociedade já vem em lei presumido e limitado às hipóteses legais autorizadas da supressão.

3.5. Direito de Retirada

O direito de recesso, também alistado como um direito inderrogável, constitui-se pela faculdade que a lei confere aos acionistas de se desligar da companhia, nas hipóteses que manifesta, por meio do reembolso do valor de suas ações nos termos do Art. 109, inciso V e Art. 45, ambos da Lei das S.A.

A retirada vem erguida como uma prerrogativa individual do acionista minoritário vencido por uma decisão válida da maioria acionistas, tomada no interesse da companhia. A valer, o enquadramento do princípio majoritário, que preside o direito societário, como expressão da vontade coletiva da pessoa jurídica, pressupõe que atue em favor da sociedade. Entretanto, os minoritários disporão de medidas judiciais pertinentes a bloquear e neutralizar o abuso de poder cometido. Agindo assim, a vontade majoritária no interesse geral da sociedade, equilibra-se a pretensão da minoria dissidente das deliberações da assembleia geral com a possibilidade de sua separação da companhia, reembolsando-se do seu investimento na empresa.

Diante disso, o direito de retirada se mostra como um atributo das minorias dissidentes que serão compensadas pelo não prevalecimento de suas vontades na condução dos negócios sociais, quando se tratar de matéria que a lei qualifique como substancial à vida da companhia; em contrapartida, funciona como um freio aos poderes da maioria, porquanto o seu exercício poderá levar a revisão da deliberação, quando o valor do pagamento do reembolso puder colocar em risco a estabilidade econômica e financeira da empresa. Sendo assim, é sob essa dupla perspectiva que se afigura correto mensurar a eficácia desse direito, permitindo a convivência saudável entre os acionistas. Conforme Egberto Lacerda Teixeira e Tavares Guerreiro⁴, constitui “fórmula capaz de harmonizar os direitos vencidos com o princípio majoritário, que forçosamente há de governar os destinos da companhia”. Em poucas palavras, é um meio de solução dos interesses em conflito.

Com relação à sua natureza, a retirada traduz uma declaração unilateral de vontade do acionista dissidente, ainda que ausente na assembleia geral na qual a decisão tenha sido tomada, ou que nela tenha se absterido de votar. É um direito potestativo, irrenunciável e de ordem pública. Tem legitimidade para exercer o direito

⁴ TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Das Sociedades anônimas no direito brasileiro, v.1. São Paulo: Livraria e Editora Jurídica José Busharsky Ltda., 1979, p. 427.

de retirada os acionistas titulares de ações ordinárias e os titulares de ações preferenciais com ou sem direito de voto (Art. 137, §1º da Lei das Sociedades Anônimas).

Decairá do direito de recesso o acionista que não o exercer no prazo legal (§4º do Art. 137). Ao reembolso, portanto, fazem jus aqueles dissidentes que o reclamarem à sociedade nos prazos fixados, mesmo que tenham se absterido de votar, não tenham comparecido à assembleia (§2º do Art. 137) ou não tenham direito de voto. O conceito de dissidência abrange, não apenas aquele que tem direito ao voto e o exercita contra a deliberação majoritária.

Por fim, vale ressaltar que, nos casos de incorporação de companhia, fusão ou incorporação de ações, o pagamento do preço de reembolso será devido, somente, se a operação vier a efetivar-se, não bastando a mera aprovação conforme exposto no Art. 230 e §§ 1º e 2º do Art. 252 da LSA.

4. A OFERTA PÚBLICA DE AÇÕES

4.1 Considerações iniciais e características

A Oferta Pública de aquisição de ações, famigerada habitualmente no mercado como OPA, é uma oferta que o proponente, entusiasmado na aquisição de ações de alguma empresa, demonstra seu anseio e o seu comprometimento de comprar uma determinada quantidade ações, a um preço específico e respeitando determinadas condições estabelecidas na legislação que rege o tema. Vejamos como o Professor Modesto Carvalhosa⁵ trata o assunto:

“(...) Trata-se, pois, a oferta, na espécie, de uma declaração pública pela qual uma pessoa física ou jurídica propõe aos acionistas de uma companhia a celebração do contrato de compra ou permuta de ações. Dirige-se a oferta a pessoas indeterminadas quanto a identidade, porém determináveis pela categoria patrimonial que ostentam como acionistas de uma companhia. E, nestes termos, a oferta constitui elemento necessário à formação do contrato. É assim uma declaração que invariavelmente precede outra declaração a qual, por sua vez, propicia a formação do negócio, ou seja, a aceitação.”

Podemos afirmar, desta forma, que a intenção é de firmar um trato e oferecer a todos os acionistas de alguma sociedade o objeto da oferta, em uniformidade de direitos, a viabilidade de alienar as suas ações em situações que habitualmente tem potencial de envolver deformações na administração da companhia e da mesma forma em sua estrutura societária.

Há alguns preceitos inerentes que devem ser ponderados para a execução de uma oferta pública de ações, em que circunstâncias ela deve ser obrigatória ou voluntariamente se operar, e demais especificidades apresentadas em cada caso que estão atualmente controladas pela Instrução CVM nº361, de 5 de março de 2002, contudo, em regras gerais e sem aprofundar na regulação, deve-se ressaltar brevemente a base da oferta pública de ações.

Como atributos obrigatórios deste tipo de oferta, distintivamente do que conseguimos afirmar para as privadas é, sobretudo, a publicidade, a irrevogabilidade

⁵ CARVALHOSA, Modesto; IBMEC. Oferta pública de aquisição de ações. Rio de Janeiro: Ibmec - SP, 1979, pg. 20.

e a imutabilidade da oferta, que traz resguardo e a clareza indispensável à tomada de confiança por parte dos recebedores dela.

A respeito da publicidade, logo, a condição é de que a oferta pública seja capaz de chegar a cada um de seus alvos em isonomia de disposições, sendo assim, ser o referido oferecimento ser publicado em jornais especializados ou de grande circulação, isto porque, a oferta, refere-se não apenas aos destinatários alienantes, mas da mesma forma a empresa e a todos os demais que a compõe.

Modesto Carvalhosa⁶ preconiza que “[...] diferentemente do regime adotado nos Estados Unidos, em nosso direito não prevalece o fator quantitativo da definição de oferta pública de aquisição de ações.” E culmina: “O que caracteriza a oferta pública no direito brasileiro é o fato de ser uma declaração *“in incertam personam”*, acompanhada do respectivo procedimento de publicidade, independentemente, portanto do número de seus destinatários.”

Como já foi citado, a oferta pública também é irrevogável, por se tratar de uma oferta que pelo nosso hodierno sistema regulamentar, até mesmo pelo Art. 427 do Código Civil, que estabelece que a correlação do proponente do oferecimento efetuado no decorrer de certo tempo abrangendo velada abdicação ao direito de revogação, logo que claramente cumpra as exigências mínimas primordiais à licitude da proposta e de que haja anuência dela.

Enfim, a oferta pública de ações é imutável, visto que deve levar aos destinatários o conhecimento transparente e salva de que, no decorrer do período em que a oferta permanecer em vigor, ela é concebível da maneira em que estiver sido divulgada, na igualdade de valor e encargos exprimidos na proposta.

Existem algumas linhas de pensamentos que acreditam que ela pode ser modificada por razões que sejam capazes de modificar as circunstâncias do negócio, provocando ruína ao proponente, entretanto, não podemos aceitar que, como de regra geral e, como ato negocial que é, a oferta acorrenta o proponente em todos os seus encargos, dado que os perigos são inerentemente aderidos pelo tempo que ela perdurar, sendo ineficaz as alterações das condições, sem qualquer denotação de

⁶ CARVALHOSA, Modesto; IBMEC. Oferta pública de aquisição de ações. Rio de Janeiro: Ibmec - SP, 1979, pg. 23.

que seria capaz de fazê-lo em alguns casos, desta maneira, somente por casos fortuitos ou força maior.

4.2 Ofertas voluntárias e obrigatórias

A oferta pública de ações é dividida em obrigatória ou voluntária, isto é, depende das conjunturas e as presunções em que está sendo realizada. A OPA voluntária é aquela que não se deriva de norma legal nem imposta por regulamentação em vigor, sendo assim, decorre, exclusivamente, da vontade subjetiva do ofertante.

As OPA's voluntárias possuem previsão no Art. 257 da Lei das Sociedades Anônimas, que trata da OPA para aquisição de controle de companhia aberta e no Art. 262 que é chamada de OPA concorrente. Não obstante, a instrução 361 da CVM exhibe a modalidade de "OPA voluntária", que chamaremos de OPA voluntária em sentido estrito.

Na situação de OPA para aquisição de controle, tem como objeto as ações com benefício de voto em número suficiente para assumir o controle, e concentra-se nos casos em que o capital votante se encontre disperso no mercado acionário, e assim, não há imperiosamente a presença fixada e delimitada de um acionista controlador.

No entanto, a OPA concorrente já está expressamente prevista no artigo 262 da LSA e refere-se a oferta estruturada por terceiro que não o ofertante ou pessoa que esteja a ele vinculada e que disponha por finalidade ações abarcadas por OPA que já está situada em curso pelo primeiro proponente e, assim, a norma concede que este último aumente o prazo de sua proposta, de feito a harmonizar com o prazo final da OPA concorrente.

Finalmente, nos termos do inciso IV, do Art. 2º da Instrução 361 da CVM, a OPA voluntária em sentido estrito é: *"OPA que visa à aquisição de ações de emissão de companhia aberta, que não deva realizar-se segundo os procedimentos específicos estabelecidos nesta Instrução para qualquer OPA obrigatória referida nos incisos anteriores."*

Com fulcro às ofertas obrigatórias, quaisquer as hipóteses estão previstas na Lei 6.404/76 e somos capazes de sintetizar nas subseqüentes: I) OPA para

cancelamento de registro; II) OPA por aumento de participação e, enfim, a que engloba o objeto de nosso estudo, a III) OPA por alienação de controle.

Em suma e para não pendermos excessivamente sobre as outras modalidades, todavia, meramente para termos uma efêmera noção a respeito de cada uma delas, o § 4º do Art. 4º da LSA entrevê a modalidade de oferta pública por cancelamento de registro, também chamada de fechamento de capital.

Contudo, a companhia aberta que tenha ações em distribuição no mercado pode dirimir seu registro de companhia aberta desde que o acionista controlador, a sociedade que desfrute seu controle, ou mesmo a própria companhia, realize uma OPA para obter todas as ações em circulação no mercado, liberando assim a viabilidade de todos os investidores que tenham adquirido ações com a expectativa de liquidez no mercado a venderem suas ações.

Tal obrigatoriedade tem a finalidade de proporcionar aos acionistas minoritários titulares de percentual expressivo de ações a oportunidade de impossibilitar o fechamento de capital da companhia.

Da mesma forma, existe a obrigatoriedade de oferta pública de aquisição de ações para extensão de participação, conforme previsão no § 6º do Art. 4º da Lei 6.404/76, tendo que ser observada essa conjectura nos casos em que a aquisição de ações emitidas pela companhia aberta controlada for capaz de impossibilitar a liquidez do mercado das ações remanescentes, nasce assim, para o acionista controlador, a obrigação de promover a oferta pública de compra da totalidade das ações em dispersão no mercado.

O aludido instrumento legal foi regulamentado pela Instrução CVM nº 361 de 2002, sendo a qual, instituiu as hipóteses em que pode ser imposta a realização da OPA por aumento de participação e seu fulcro é impedir que o controlador obtenha porção relevante de ações e lhes diminua a liquidez, lesando os acionistas minoritários, por direta interferência no preço delas.

Por fim, existe a OPA por alienação de controle da companhia aberta que possui previsão legal hodiernamente no art. 254-A da Lei das Sociedades Anônimas, norma reincluída pela modificação legislativa concretizada pela reforma de 2001, mais especificamente pela Lei 10.303/2001, que já foi citada na presente monografia,

además, conferiu aos acionistas minoritários o direito ao “Tag Along” legal, que nada mais é que o direito de alienar suas ações ao novo controlador por ocasião da transferência do controle de companhia.

4.3 A OPA obrigatória por alienação de controle

A oferta pública obrigatória de ações por razão de alienação de controle, espécie esta que iremos chamar meramente de OPA por alienação de controle, e que gera o instituto de proteção do “Tag Along”, é uma das mais controversas e discutidas hipóteses de OPA obrigatória e está prevista, como já foi citado, no art. 254-A da Lei 6.404/76, inserida na norma com a subsequente redação:

“Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de 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 o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle.”

No que lhe concerne, a Instrução 361 da CVM, em seu Art. 29, §4º, conceitua a alienação de controle como “a operação, ou o conjunto de operações, de alienação de valores mobiliários com direito a voto, ou neles conversíveis, ou de cessão onerosa de direitos de subscrição desses valores mobiliários, realizada pelo acionista controlador ou por pessoas integrantes do grupo de controle, pelas quais um terceiro, ou um conjunto de terceiros representando o mesmo interesse, adquira o poder de controle da companhia”.

Nota-se que há um grande entusiasmo em normalizar a matéria, além disso, há um histórico legislativo, e sem contar todas as modificações por que passou este instituto, tamanha a relevância do mesmo para o mercado acionário, sendo dever, logo, entender ainda que brevemente seus objetivos e principais características para fins de incidência do art. 254-A da Lei das Sociedades Anônimas.

5. ANÁLISE REALISTA AO “TAG ALONG”

5.1 Breve histórico legislativo

Com o fim de que saibamos captar os fundamentos e a abrangência do instituto e sua importância atualmente para defesa aos acionistas minoritários, é imprescindível que se faça uma breve imersão histórica da presença desta norma no Brasil e suas principais transformações no decorrer dos anos até a forma atual do dispositivo inserido no art. 254-A da Lei das Sociedades Anônimas.

Evidentemente que o transcurso de evolução deste regulamento não foi manso e surgiu em razão de uma série de insolências que ocorreram nas transferências de controle no início dos anos 70, como já foi citado, especialmente no setor bancário, que foi um período de grande concentração de instituições financeiras no país.

Havia inúmeros projetos de lei e sugestões ao texto da Lei das Sociedades Anônimas tendo sido adotado para o art. 254 do referido diploma legal, o texto da Emenda nº 26 de elaboração de Otto Lehman, Senador na época, inclusive ficou famigerada como emenda Lehman, com a seguinte redação oriunda:

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

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

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

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

O instituto de defesa aos acionistas minoritários estava oficialmente estabelecido na Lei 6.404/76 concedendo à CVM a competência de fiscalizar as operações de alienação de controle de companhia aberta, destinando garantir que os minoritários deveriam adquirir tratamento igualitário dos majoritários na operação em que sucedesse a troca do poder de controle.

Adiante, no sentido de beneficiar as ocorrências de privatizações de companhias estatais abertas, foi expressamente revogado pela Lei 9.457/97, o art. 254, que instituía o “Tag Along”, e os §§ 1º e 2º do art. 255 da LSA, uma vez que o fato de a proposta de alienação do controle, tinha que ser concedida a todos os acionistas da empresa, elevava o custo de alienação destas sociedades, e assim, dificultava as privatizações.

Depois desta alteração, conseqüentemente, os acionistas minoritários estavam novamente em verdadeira desigualdade em proporção ao controlador e além de tudo sem qualquer instituto de defesa contra a troca do poder de controle, sobejando-lhes apenas a opção de reembolso com previsão no art. 45 da LSA, que também foi alterado pela “Reforma Kandir”, e que concerne de um valor que a empresa paga aos acionistas dissidentes por suas ações pelo critério de patrimônio líquido.

Posteriormente em 2001, foi promulgada a Lei nº 10.303 trazendo novamente a Lei das Sociedades Anônimas, o art. 254-A, convalescendo a obrigatoriedade da oferta pública de ações aos minoritários quando da alienação de controle da companhia aberta, trouxe até mesmo importantes alterações como a atual previsão de alienação direta ou indireta, bem como uma regra relativa ao ágio de controle, estipulando que se deva assegurar o direito de vender as ações pelo preço de, no mínimo, 80% do valor pago pelas ações pertencentes ao bloco de controle.

Conforme Carvalhosa e Eizirik⁷, com a convalescença do art. 254-A, preceitua que:

“[...] não se restaura o princípio do tratamento igualitário contido originalmente no art. 254 da Lei 6.404/76; ao contrário, consagra-se, expressamente, o princípio do valor diferenciado de ações da mesma espécie: as ações ordinárias integrantes do bloco de controle, detidas pelos acionistas controladores valem mais do que as não integrantes, detidas pelos acionistas minoritários”.

Desta forma, sobejou legalmente ajustado, logo, além da precificação diferenciada entre as ações que garantem o controle da companhia, uma efetiva defesa aos acionistas minoritários e a concepção do “Tag Along” legal, instituto este originariamente usado em acordo de acionistas ou até previsto em estatutos sociais de empresas que adotam ferramentas de governança corporativa, exigida inclusive

⁷ CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. A Nova Lei das Sociedades Anônimas. São Paulo: Saraiva, 2002, pg. 390.

em alguns níveis de listagem em bolsa de valores como veremos mais adiante no estudo.

5.2 O Instituto do “Tag Along”

O regime do “Tag Along” vem sendo aperfeiçoado no Brasil e internacionalmente no decorrer dos anos e através das experiências rotineiras ocorridas especialmente no mercado de ações justamente para regular a defesa aos acionistas minoritários e sustentar o fortalecimento do mercado de capitais, visto que na forma obrigatória, possui aplicação exclusiva nas companhias abertas.

Destaca-se que o regime não é apenas legal, uma vez que já vem sendo aplicado de forma espontânea em acordos de acionistas e contratos privados, aspirando que no caso de venda das ações detidas por um ou mais signatários do acordo, sobrevirá para os demais o direito de vendê-las conjuntamente com ações pertencente ao bloco de controle. Refere-se a uma obrigação de venda simultânea para que os minoritários não sejam obrigados a manter-se vinculados ao novo adquirente destas ações que passará a controlar a sociedade.

Da mesma maneira é uma das formas de limitar a circulação das ações objeto do bloco signatário do acordo de acionistas, que reveste a venda originária a terceiros da condição de compra também das ações dos seus demais signatários, credores da obrigação, podendo estes optar por exercer este direito ou não.

De acordo com a Professora Roberta Nioac Prado⁸, afirma que:

“[...] no Brasil, a finalidade maior atribuída à OPA a posteriori pelos autores que defendem a sua imposição legal quando da alienação de controle privado de companhia aberta fundamentalmente decorre da importância que atribuem à proteção ao acionista minoritário.”

No entanto, Paulo Eduardo Penna⁹ vai mais adiante do que o mero resguardo aos acionistas minoritários e testifica que:

“[...] essa proteção é concedida como passo para o fortalecimento do mercado de capitais. A lógica é que, com mais e melhores direitos, investidores estarão mais propensos a investir em companhias abertas, o que, por sua vez, estimulará novas companhias a abrirem seu capital.”

⁸ PRADO, Roberta Nioac. Oferta pública de ações obrigatória nas S.A.: tag along. São Paulo: Quartier Latin, 2005, pg. 107.

⁹ PENNA, Paulo Eduardo. Alienação de controle de companhia aberta. São Paulo, SP: Quartier Latin o Brasil, 2012, pg. 71.

De fato, o refúgio aos minoritários é o rumo operado pelo legislador tanto no revogado Art. 254 quanto na sua reintegração através da Lei 10.303/01 que além do mais, constatou a existência de um valor adicional às ações que integra o bloco de controle, mas garantiu aos minoritários uma parcela deste ágio.

A obrigatoriedade da OPA está ligada às companhias abertas, como já foi citado, e conforme alude o art. 4º da Lei das Sociedade Anônimas os valores mobiliários de sua emissão devem estar empregados à negociação no mercado de valores mobiliários, ou seja, na Bolsa de Valores, e assim, não há o referido direito aos acionistas de companhias fechadas na lei.

Tendo em vista que nas empresas de capital fechado, a quantidade de acionistas é bem restrita, além disso, o perfil dos acionistas que a integra é altamente qualificado, em virtude de que a participação nestas sociedades é mais reservada e seletiva, dado que as ações destas empresas não são negociadas no mercado de balcão, assim sendo, não se encontra à disposição do público em geral.

Outrossim, vale ressaltar que a OPA por alienação de controle é apenas voltada às ações com direito à voto, na exata escrita do Art. 254-A: “[...] 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 [...]”.

Evidentemente que o legislador não se equivocou no caso em foco. A finalidade era exatamente distribuir o valor do prêmio de controle, isto é, a lei estimula que o controle é partilhado por todos, e que todos aqueles acionistas que têm o direito ao voto colaboraram de alguma forma para o êxito da companhia, devendo tal prêmio, desse modo, ser partilhado, ainda que um preço maior seja atribuído às ações de quem verdadeiramente detenha o controle, visto que é sobre este acionista que recaem praticamente as maiores responsabilidades dentro da companhia, entretanto a controvérsias doutrinárias a respeito deste assunto.

5.3 A Controvérsia na Doutrina Brasileira

É de suma importância antes de adentrar ao estudo da doutrina nacional, elencar as três correntes de pensamento a respeito do tema, sendo elas o motivo de ensejo a presente monografia: a primeira, o ágio deve pertencer exclusivamente aos acionistas controladores; a segunda, o ágio deve ser partilhado entre controladores e

minoritários; e por fim, a terceira, o ágio pertence a todos os acionistas da companhia aberta, inclusive aqueles sem direito a voto, ou seja, os preferencialistas.

Diante disso, como já dito, o primeiro entendimento é de que o valor atribuído ao poder de controle deve ser exclusivamente do acionista controlador, lembrando que o poder de controle também pode ser exercido por mais de um acionista, ou até mesmo por outra empresa.

Essa apreciação foi defendida, pouco antes da entrada em vigor da Lei das Sociedades Anônimas, em 1976, por seus redatores Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira¹⁰ que, em inúmeras situações, pronunciaram-se contra a emenda que introduziu o artigo 254 da Lei das Sociedades Anônimas, asseverando que a inclusão do “Tag Along” na LSA é:

“[...] ao invés de proteger os direitos dos acionistas minoritários contra as modalidades de abusos verificados no passado na incorporação de bancos, define um novo direito dos acionistas de companhias abertas, incompatível com a natureza da sociedade anônima, que não diz a respeito à participação nos resultados ou no acervo da própria sociedade, mas no preço pelo qual cada acionista vende ações de sua propriedade; conceitua, pois, verdadeira comunhão dos acionista em todas as ações do capital social, eliminando característica fundamental do modelo de sociedade anônima, que explica seu sucesso como instrumento para associar milhares de acionistas à mesma empresa.”.

No mesmo entendimento, a Mensagem nº 204 em seu item “d” (Exposição de motivos da Lei das Sociedades Anônimas 1976), afirma que, os controles dispunham de responsabilidades privativas definidas em lei, sendo estas não partilhadas pelos minoritários, seria assim, desarmônico que não se concedesse um valor econômico ao bloco acionário que garantisse o poder de controle da empresa, e assim, da mesma maneira, incoerente seria estender aos minoritários benefícios econômicos.

Com uma linha de pensamento equivalente a este primeiro entendimento, Luiz Leonardo Cantidiano¹¹ sustentou que, primordialmente, os minoritários e preferencialistas não têm direito ao prêmio, por isso não há do que se falar em “Tag Along”, contudo, salvo se a transferência do controle objetivar a extinção da companhia através de fusão, incorporação, ou até mesmo de cisão total.

¹⁰ FILHO, Alfredo Lamy e PEDREIRA, José Luiz. A Lei das S/A. 3ªed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p.278.

¹¹ CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Alienação e Aquisição de controle, Revista de Direito Mercantil, nº 59, ano XXIV, 1985, p.62.

Uma segunda linha doutrinária afirma que o valor conferido ao poder de controle tem de ser fracionado entre todos os titulares de ações da mesma espécie e classe, e que essa classe seja referente a direito ao voto. Esta linha de raciocínio sucede-se na acepção de que ações iguais devem ter o mesmo preço, e que no Direito Societário, 'minoría', é sempre em relação aos acionistas com direito a voto.

Waldirio Bulgarelli¹² afirmou neste sentido 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”, acrescentou ainda que, “ao vender o controle [...] com grandes lucros, está se vendendo, subjacentemente, os intangíveis e mais propriamente o aviamento da empresa”, para concluir que “o certo será a distribuição, ao menos do ágio, entre todos que contribuíram para o fortalecimento da empresa”. Contudo, afirma que, especuladores e preferencialistas, embora tivessem contribuído com seus capitais para o autofinanciamento da companhia, mesmo que querendo, não poderiam, visto que não participavam ativamente da vida societária.

Finalmente, a última corrente de pensamento, no sentido de que o valor do poder de controle deve ser atribuído à companhia ou a todos os acionistas que participam do capital social, independentemente se é acionista com ações de classe ordinária ou preferencialista.

Nesse sentido, Nélon Cândido Motta¹³ defendeu que reconhecer que as ações preferenciais, porque não votam, tenham menos direitos do que as ações ordinárias, assemelha-se a admitir que o direito de voto possa ser motivo de desigualdade de direitos patrimoniais entre os acionistas da companhia, quer em relação ao capital da sociedade, quer em relação ao tratamento que a Lei das Sociedades Anônimas estimula.

¹² BULGARELLI, Waldirio. Regime Jurídico da proteção às minorias nas S/A. Rio de Janeiro: Renovar, 1998, p. 158 a 160.

¹³ MOTTA, Nélon Cândido. Alienação de controle de instituições financeiras. Acionistas minoritários. Notas para uma interpretação sistemática da Lei das S.A. Revista de Direito Mercantil, nº 46, ano XXI, p. 41.

Leslie Amendolara¹⁴ explicou que, caso os acionistas minoritários possuam o direito de participar do prêmio de controle porque havia contribuído com a formação do capital e investido seus recursos nos negócios, este direito deve ser estendido aos preferencialistas, visto que eles da mesma forma contribuíram para a formação do capital social da companhia.

Por último, de acordo com o Professor Calixto Salomão Filho¹⁵, o ágio terá de ser conferido a todos os acionistas, sem ter em conta a classe de ações possuídas, sempre que o prêmio pelo controle for concedido com base na perspectiva de rentabilidade da companhia.

Diante das doutrinas expostas, evidencia-se que há uma acirrada discussão jurídica ao tema elencado, para tanto, é solene trazer algumas jurisprudências nacionais a respeito do conteúdo com fulcro de emitir um juízo de realidade, e facilitar a análise empírica ao tema.

5.4 A Jurisprudência Nacional

Notoriamente não coube à lei estipular detalhadamente todas as hipóteses de acolhimento da oferta pública de ações em razão da alienação de controle, levando em conta se tratar de várias probabilidades, cabendo, todavia, mediante do exame de algumas situações existentes, obter um padrão nas realizações levadas à apreciação da Comissão de Valores Mobiliários que justifiquem a aplicação do “Tag Along”.

Entretanto, antes de aprofundar nas operações levadas ao conhecimento da CVM, é relevante trazer jurisprudências nacionais importantes sobre o tema, para salientar a decisão dos tribunais e não apreciar somente as hipóteses de aplicação levadas ao conhecimento da CVM.

Primordialmente, no período que ainda vigorava o tratamento igualitário, e prevalecia o revogado Art. 254 da LSA, em um processo do ano de 1988, em que se debatia se a CVM teria de ser imputada pela análise e parecer incorretos em caso de alienação de controle, em consequência de haver considerado o valor total das ações em poder do novo controlador e que representavam todo o bloco de controle e não

¹⁴ AMENDOLARA, Leslie. Os Direitos dos Acionistas Minoritários: com alterações da Lei 9.457/97. São Paulo: STS, 1998, p. 105.

¹⁵ FILHO, Calixto Salomão. O novo Direito Societário. 2ª ed. São Paulo: Malheiros, 2002.

somente aquelas que efetivamente adquiridas, o que teria ocasionado prejuízo aos acionistas minoritários, já que, na OPA, o importe oferecido não lhes proporcionou um tratamento igualitário, sendo assim, foi julgada a Apelação Cível Nº 140.587 – Rio de Janeiro (Registro nº 8.803.699) da 1ª Turma do Tribunal Federal de Recursos, que por votação unânime dos ministros, condenou a CVM a pagar aos minoritários valor proporcional à disparidade entre o preço por eles obtido na venda de suas ações e aquele obtidos pelos controladores¹⁶, vejamos a ementa:

“EMENTA: RESPONSABILIDADE CIVIL. GARANTIA DOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS. OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO DE AÇÕES. APROVAÇÃO INDEVIDA PELA CVM. INDENIZAÇÃO. **A Comissão de Valores Mobiliários responde civilmente por prejuízos sofridos por acionistas minoritários** de empresa aberta que tem seu controle acionário adquirido, ao aprovar oferta de aquisição de ações desses sócios, sem obediência ao princípio de tratamento igualitário, previsto no art. 254 da Lei 6.404/76. (Apelação Cível -140.587 - TJRJ - (Reg. Nº 8.803.699) – Relator: O Exmo. Sr. Ministro Dias Trindade. Data do Julgamento: 26/02/1988, 1ª Turma do Tribunal Federal de Recursos.)” (grifo nosso)

Em 1991, a 1ª Turma do STJ, julgou o Recurso Especial Nº 2.276 – Rio de Janeiro, que versou sobre a presença ou não dos acionistas detentores de ações de classe preferencialista no âmbito do controle, ou seja, na OPA por alienação de controle, foi entendido pelo tribunal que a OPA apenas alcançava as ações com direito a voto, sendo assim, apenas as ações ordinárias, visto que os preferencialistas possuíam garantias de outras vantagens, conforme a Lei das Sociedades Anônimas¹⁷, assim sendo, observemos a ementa:

“EMENTA: SOCIEDADE ANÔNIMA - ALIENAÇÃO DO CONTROLE DE COMPANHIA ABERTA OFERTA PÚBLICA PARA AQUISIÇÃO DE AÇÕES. A autorização para a transferência do controle de companhia aberta, através de oferta pública para a aquisição de suas ações, referendada pelo Banco Central e pela Comissão de Valores Mobiliários, não envolve as ações preferenciais, quando determina que seja assegurado tratamento equitativo aos acionistas minoritários mediante simultânea oferta pública (§ 1º do art. 255, da Lei nº 6.404/76). **Somente os acionistas minoritários portadores de ações ordinárias estão protegidos pela lei societária.** Recurso improvido. (RESP Nº 2.276 - RJ - (90.0001659-2) - Relator: Exmo. Sr. Ministro Garcia Vieira. Data do julgamento: 20/11/1991, 1ª Turma do Superior Tribunal de Justiça.)” (grifo nosso)

Trazendo uma Jurisprudência mais atual sobre o tema, um acionista minoritário da companhia Positivo Informática S/A, entrou com um processo, com a intenção de que a empresa exibisse os documentos da oferta que foi feita pela LENOVO de

¹⁶ EIZIRIK, Nelson. Sociedades Anônimas: jurisprudência. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 743-746.

¹⁷ Ibidem, p. 367-372.

comprar o bloco de controle da companhia, e sendo assim, realizasse a Oferta Pública de Ações e estendesse o ágio aos minoritários, visto que para ele a proposta foi satisfatória. Evidentemente que o requerimento do autor foi negado, e foi da mesma forma a concepção em sede recursal, uma vez que segundo o Relator José Reynaldo, “[...] o direito ao tag along apenas surge para o acionista minoritário caso haja efetiva alienação do controle - o que não ocorreu no caso dos autos.” Perante isto, consideramos a ementa negando o provimento ao recurso:

“Ementa: AÇÃO CAUTELAR DE EXIBIÇÃO DE DOCUMENTOS. Acionista minoritário que pretende a exibição, pela companhia aberta, de todos os estudos e análises econômico-financeiras produzidos para **respaldar a decisão de rejeitar a oferta de aquisição do controle por terceiro**, em especial o documento que materializa a fairness opinion emitida por Banco de Investimento ou entidade especializada contratada. Petição inicial indeferida por não possuir interesse de agir, eis que o autor, acionista minoritário, não tem o direito de acessar documentos particulares de terceiros, ainda que acionistas controladores. Sentença mantida por seus próprios fundamentos. Apelação não provida. (TJSP; Apelação Cível 0144155-10.2011.8.26.0100; Relator (a): Romeu Ricupero; Órgão Julgador: Câmara Reservada de Direito Empresarial; Foro Central Cível - 30ª Vara Cível; Data do Julgamento: 06/12/2011; Data de Registro: 22/02/2012)” (grifo nosso)

Em uma Apelação Cível levada também ao Tribunal de Justiça de São Paulo, em 2014, por alguns acionistas minoritários das companhias de capital aberto que integram o Grupo Ipiranga, que em síntese pretendia questionar atos ilícitos de apropriação de ativos praticados pelas adquirentes do controle acionário, visto que houve a criação de subsidiária integral por conversão de ações para encobrir o fechamento do capital de companhias abertas sem a realização de Oferta Pública de Ações (OPA). Contudo, o fulcro aqui é demonstrar um dos argumentos utilizados pela Relatora Marcia Regina Dalla Déa Barone, sendo que para ela “os autores, na qualidade de acionistas preferenciais, não têm direito de voto, e desta forma, não participaram da oferta pública para aquisição de ações ordinárias (OPA “tag along”) [...]”, e para efeitos de conhecimento analisemos a ementa publicada:

“Ementa: AÇÃO DE OBRIGAÇÃO DE FAZER E NÃO FAZER COM PEDIDO SUBSIDIÁRIO DE ANULAÇÃO DE ATO JURÍDICO. SOCIEDADE POR AÇÕES. INCORPORAÇÃO DE AÇÕES. Subsidiária Integral. Regularidade da operação. Atendimento aos requisitos do Artigo 252 da Lei 6406/76. Não configuração do “fechamento branco” de capital. **Inexistência do dever de realizar oferta pública de ações.** Hipótese diversa. Não demonstração da prática de ato fraudulento ou ilícito. Incorporadora que mantém a característica de companhia aberta. Substituição das ações preferenciais. **Inexistência de prejuízo aos acionistas minoritários.** Atuação da incorporadora como comissária. Atuação em nome próprio. Regularidade Garantia por alienação fiduciária extinta em razão do cumprimento da

obrigação Interesses das companhias que se sobrepõe aos interesses dos acionistas. Garantias legais não exercidas. Sentença de improcedência. Confirmação. Recurso não provido. (TJSP; Apelação Cível 9159953-32.2009.8.26.0000; Relator (a): Marcia Dalla Déa Barone; Órgão Julgador: 10ª Câmara de Direito Privado; Foro Central Cível - 2. VARA CIVEL; Data do Julgamento: 18/02/2014; Data de Registro: 21/02/2014)." (grifo nosso)

Nota-se que existe um lapso temporal de vinte e três anos, entre a Apelação Cível citada acima e o Recurso Especial Nº 2.276. Porém, salienta-se que o entendimento dos Tribunais referente se os acionistas preferencialistas devem ou não pertencer ao ágio pago pelo controle, continua sendo conforme a previsão legal do Art. 254-A, que exclui os acionistas portadores de ações sem direito ao voto ao "Tag Along". Outrossim, analisaremos duas hipóteses interessantes de incidência do "Tag Along" que foram levadas ao conhecimento da Comissão de Valores Mobiliários.

5.5 Hipóteses de Aplicação Levadas à CVM

O estudo até aqui proposto teve importância para precisar a aplicação do Art. 254-A da LSA, isto é, a transferência do controle de uma sociedade por um grupo que detenha o controle ou um único acionista controlador para um estranho a sociedade que pagará o ágio do controle a este e, assim, por disposição legal, deverá inevitavelmente crescer esta oferta aos acionistas minoritários com direito a voto pelo valor de no mínimo oitenta por cento do valor pago pelas ações integrantes do bloco de controle.

Essa operação é chamada de alienação do controle direto, à medida que o acionista controlador é o detentor das ações com direito a voto da empresa e que, em seu fundamento não geram objeções, a julgar pela simplicidade da operação, sem que existam controladores indiretos, no exterior, ou, como exemplo, que a troca de controle seja decorrente de uma operação societária.

Contudo, na alienação de controle indireto, o acionista controlador efetivo não é o detentor direto das ações, ou seja, é titular das ações através de uma sociedade interposta, geralmente, é uma sociedade do qual o objeto social é participar de outras, sendo chamadas de "holdings", e assim, passam a motivar algumas dúvidas a respeito da aplicação do "Tag Along", e se de fato o ágio deverá ser estendido a todos os acionistas com ações votantes.

Como exemplo de alienação de controle indireto, podemos citar o caso da Arcelor Brasil, analisado no Processo Administrativo CVM nº RJ2006/6209, que obteve origem quando Mittal Steel, empresa de capital aberta com sede na Holanda, declarou abertamente seu desejo de efetivar uma oferta pública hostil, que até em então as empresas nunca tinham negociado, aos acionistas da Arcelor S.A., com sede em Luxemburgo e controladora direta das companhias brasileiras Arcelor Brasil e Acesita, havendo encontrado oposição dos administradores da Arcelor S.A.

Depois de várias negociações, a Arcelor S.A. junto com a Mittal Steel comunicou um acordo de fusão de iguais, no ano de 2006, que foi caracterizado por um memorando de concepções em que ao final, a Mittal Steel possuiria cerca de 92% das ações votantes da Arcelor S.A., incluindo até mesmo seus mais velhos acionistas, informando que após a conclusão do negócio, seria analisada a fusão das companhias.

Não obstante, embora essa “fusão” tenha sido estrangeira, os acionistas minoritários da Arcelor Brasil sobrescreveram uma objeção à CVM argumentando a obrigação de uma OPA no Brasil, em virtude de, como consequência dessa operação, a Arcelor S.A, controladora direta da Arcelor Brasil, como já citado, sucederia a ser detida por uma outra corporação, isto é, a Mittal Steel, e assim deveria ser exercido o direito do “Tag Along”.

Desta feita, a objeção foi acolhida pelas áreas técnicas da Comissão de Valores Mobiliários, que se evidenciaram na compreensão de ser essencial a realização da Oferta Pública de Ações no Brasil, afirmando que houve aquisição no poder de controle e mesmo porque havia previsão estatutária assegurando que seria necessária a OPA na hipótese de uma pessoa obter o poder de controle da empresa através de aquisição de ações de emissão do acionista controlador. Vejamos a previsão estatutária:

“Art. 10 - A oferta pública de aquisição de ações a que se refere o Artigo 8º será também exigida caso uma pessoa, que não uma Pessoa Relacionada, adquira o poder de controle da Companhia por meio de aquisição de ações de emissão do acionista controlador final da Companhia. Neste caso, a sociedade objeto da aquisição do poder de controle ficará obrigada a declarar à Bolsa de Valores de São Paulo (“Bovespa”) a mudança em seu controle acionário e a sociedade adquirente deste ficará obrigada a declarar à Bovespa o valor atribuído à Companhia nessa alienação.”

Contudo, houve recurso por parte da Mittal Steel arguindo, dentre outros pontos, que houve mudança somente nas participações acionárias diretas, com a inclusão da Mittal Steel como acionista da Arcelor S.A., não havendo assim modificação no controle indireto na companhia.

Todavia, o colegiado da CVM manteve a decisão da área técnica, e atou de maneira correta em dispor a obrigatoriedade da Mittal Steel em efetuar a Oferta Pública de Ações, e estender o ágio pago pelo controle aos acionistas minoritários no Brasil, uma vez que entende que o Estatuto Social da Arcelor Brasil evidentemente previa a obrigatoriedade de OPA nos casos de aquisição do poder de controle, o Diretor Relator do caso, Wladimir Castelo Branco Castro, que expressou o voto, afirmou que: “Sendo a Arcelor Brasil diretamente controlada pela Arcelor, sociedade Luxemburguesa, a única forma, pela lei brasileira, de adquirir o controle da Arcelor Brasil é adquirindo controle dessa sociedade Luxemburguesa.”

Diante disso, ficou evidenciado o “Tag Along” aos minoritários portadores de ações com direito a voto da Arcelor Brasil. Vale ressaltar aqui, que a obrigatoriedade da OPA não se fundamentou pelo art. 254-A da LSA, que prevê a alienação de controle, mas sim pelo artigo 10 do Estatuto da Arcelor Brasil, que tratava da aquisição de controle. Entretanto, por essa decisão do colegiado da CVM o prêmio de controle foi estendido aos minoritários nos mesmos moldes da previsão legal.

Ademais, passaremos a estudar um caso interessante levado a CVM, por se tratar de uma hipótese de alienação de controle estendida no tempo. A Comissão de Valores Mobiliários enfrentou esta matéria nos autos do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2005/4069, este é um dos casos mais emblemáticos conduzido pela CVM em matéria de aplicação do “Tag Along”, tendo em vista a complexidade desenrolada, pois a alienação como já dita, não foi somente em uma única operação, mas em um conjunto de atos que se sucederam ao longo de anos culminando ao final por entender ser uma transação de alienação de controle.

O início da demanda foi em 1999, na ocasião em que o grupo Casino Guichard Perrachon S.A (Casino), de origem francesa, obteve uma participação direta de 30,53% na Companhia Brasileira de Distribuição (CBD), sendo está a principal acionista do Grupo Pão de Açúcar que era controlada juntamente com a família Diniz,

do empresário Abílio Diniz, apossando-se da mesma forma de algumas ações preferencialista, sem direito a voto.

Após negociações, restou celebrado um acordo de acionistas entre as partes, no qual o grupo Casino desfrutava do poder de veto em várias decisões cruciais do grupo CBD, até mesmo relativamente à eleição de integrantes do Comitê Executivo da companhia.

No ano de 2005, a cota-parte da família Diniz no capital da CBD foi remodelada, isto é, a maioria das ações com direito a voto foram agrupadas sob uma sociedade holding chama de Vieri Participações S.A.(Vieri). Conseqüentemente, a Vieri passou a ser titular de 61,19% das ações ordinárias e o Casino de 30,53%.

Depois desses remodelamentos, foi efetuado entre o Casino e a família Diniz, um Acordo de Associação, chamada de “Joint Venture Agreement” no qual, em uma primeira fase, o Casino capitalizou na Vieri Participações S.A., 4,4% das ações da Companhia Brasileira de Distribuição que dispunha e ainda obteve da família Diniz 50% das ações com direito a voto e 100% das ações sem direito a voto da Vieri que eram possuídas por Abílio Diniz.

Como contraprestação, o Cassino entregaria R\$1.000.000.000,00, US\$200.000.000,00 e 12.500.000.000 das ações preferenciais da CBD, dado que ao final desta primeira fase do acordo, tanto o Casino como a Família Diniz passariam a possuir 50% das ações com direito a voto da Vieri Participações, Controlador Direito do Grupo CBD com 60% do capital votante desta.

Observamos, até então, ao menos tecnicamente, não houve mudança, uma vez que em caso de qualquer embaraço nas definições o direito ao voto de minerva concernia tão somente a Abílio Diniz, todavia, o “Joint Venture Agreement” antevia ainda, uma opção de compra para o Cassino relativa a 1 ação ordinária detida pela Família Diniz na Vieri. A opção estava sujeita ao cumprimento de determinados termos e condições. Existia uma outra opção de venda das demais ações ordinárias do Controlador Direto (Vieri) do Abílio Diniz para o Casino.

A divulgação destas execuções concebeu para as áreas técnicas da Superintendência de Registros de Valores Mobiliários (SRE) uma possibilidade de obrigatoriedade de oferta pública, contando juntamente com a determinação de

realização da oferta pública, do OFÍCIO CVM/SRE/SEP/1005/2005, de 14 de junho de 2005, o entendimento de que: “embora a opção só possa ser exercida 8 anos após as Operações, o seu preço de exercício é ínfimo (R\$1,00), assim "para adquirir um direito dessa natureza e magnitude, já teria pago o seu respectivo preço, quando da celebração do Acordo de Associação.”

A decisão foi muito questionada pela CBD, a qual recorreu, e o Colegiado da CVM reconheceu que a alienação do controle da CBD ocorreu com o pagamento do prêmio, uma vez que a segunda etapa da operação era irrelevante em relação ao restante da operação e que a conclusão da segunda etapa da operação era uma faculdade do Casino. Observemos um trecho do voto do Diretor Relator Pedro Marcílio:

“45. Por fim, entendo procedente o argumento da área técnica, segundo o qual o pagamento imediato de todo o preço pelas ações, assegurando-se o direito à compra de uma ação adicional 8 anos depois, por preço simbólico, impede que se considere que a alienação de controle somente se dará em tal momento — e isto mesmo sem considerar a razão prática de que o adiamento da OPA por tal prazo levaria até mesmo à impossibilidade de se calcular o preço a ser pago, então, aos demais acionistas.

46. A Instrução 361/02 reconhece a possibilidade de a alienação do controle ser realizada através de em um conjunto de operações (art. 29, § 4º), e, portanto, nada impede que, em determinadas situações, a OPA somente venha a se tornar obrigatória no momento da conclusão desse conjunto de operações. Entretanto, no caso concreto, a operação de alienação do controle deve considerar-se concluída desde logo, tendo em vista (i) a irrelevância econômica da segunda parte da operação — aquisição por preço simbólico de uma ação ordinária da holding — e (ii) ser a conclusão dessa segunda parte da operação uma faculdade atribuída ao Comprador.”

Evidencia-se a importância da Comissão de Valores Mobiliários, que vai além da mera regulação do mercado de valores mobiliários no Brasil, protege a segurança das relações jurídicas e sobretudo, nos casos tratados na presente monografia, dar uma interpretação segura ao “Tag Along” e garantir o direito dos acionistas minoritários, a julgar por sua posição, na maioria das vezes, mais frágil na composição acionária de uma companhia.

No tocante ao cerne do presente trabalho, o art. 254-A da LSA concede, mediante seus §§ 2º e 3º, que foram incluídos pela reforma de 2001, que constituem, respectivamente, à CVM, o papel de anuir ou não a alienação de controle e regulamentar a OPA por alienação de controle, avaliemos:

“(…)

§ 2º A Comissão de Valores Mobiliários autorizará a alienação de controle de que trata o caput, desde que verificado que as condições da oferta pública atendem aos requisitos legais.

§ 3º Compete à Comissão de Valores Mobiliários estabelecer normas a serem observadas na oferta pública de que trata o caput.”

Exatamente por esses motivos que há divulgação destes julgamentos ao mercado, dado que as decisões da CVM precisam propagar a garantia indispensável a guiar as operações de aplicação do “Tag Along”, demonstrando que no caso de repetição daquela mesma operação, será aplicado o mesmo entendimento de decisões anteriores.

5.6 O “Tag Along” na Legislação Estrangeira

Posteriormente a demonstração do “Tag Along” na legislação, na doutrina e na jurisprudência brasileira, é substancial verificar, ainda que sucintamente, como o “Tag Along” é observado nas legislações estrangeiras, visto que normalmente a alienação do controle, ocorre não somente por empresas nacionais, e sim por companhias ao redor do mundo todo, uma vez que o mundo está se tornando cada vez mais globalizado.

Inicialmente, trazemos a legislação francesa. Na França¹⁸, há normas legais e regulamentações, desde 1973, que tornam a oferta pública obrigatória nos casos de alienação de controle de companhia de capital aberto. Em 2 de agosto de 1989, a Lei nº 531/89 atribuiu ao Conselho das Bolsas de Valores do país para regular as ofertas públicas e obrigou aquele que obtivesse mais de 1/3 das ações votantes de uma empresa, a fazer oferta pública de compra dos outros 2/3 restantes pela chamada “*garantie de cours*”, e, finalmente no ano de 1992, a oferta de compra foi ampliada a todas as ações, sendo elas votantes ou não.

Ademais, para Guilherme Doring Cunha Pereira¹⁹, o “*City Code on Take and Mergers*” (Código da Cidade sobre Aquisições e Fusões) inglês, que é um código com um conjunto de regras vinculantes, que se aplicam às empresas listadas no Reino Unido, como aquelas negociadas na Bolsa de Valores de Londres, deu um tratamento pioneiro às ofertas públicas para aquisição de controle de uma companhia, fixando

¹⁸ LOBO, Jorge Joaquim. Direitos dos Acionistas. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011, p. 252.

¹⁹ PEREIRA, Guilherme Doring Cunha. Alienação de poder de controle acionário. São Paulo: Saraiva, 1995, p. 135.

como ideia fundamental garantir as mesmas condições oferecidas ao alienante aos acionistas de classe idênticas. As legislações da Alemanha, Portugal e Espanha, compartilham da mesma norma inglesa, sendo que seguem a linha preconizada pela “*Directive 2004/25/EC Of The European Parliament And Of The Council*” (Diretiva 2004/25 do Parlamento Europeu e do Conselho) de 21 de abril de 2004, relativa às ofertas públicas obrigatórias de ações de companhias abertas.

A comissão Bancária da Bélgica, uma entidade sem poder normativo, contudo, governamental, pondera que o ágio do controle deve pertencer a todos os acionistas da companhia, e preconiza a oferta pública de aquisição das demais ações para que haja um tratamento igualitário na empresa²⁰.

Por fim, a Legislação norte-americana não prevê norma legal que torne indispensável a oferta pública na alienação de controle de uma empresa e assim que garanta o “Tag Along”, sendo o resguardo aos acionistas minoritários expressa apenas nas hipóteses de “*disclosure*” (transparência dos dados da empresa) e de “*insider trading*” (uso de informações privilegiadas para obter lucros e vantagens no mercado financeiro), nas concepções da boa-fé e da lealdade nas sanções aos atos fraudulentos.

A respeito disso, Simone Azevedo²¹, ressalta ainda que:

“[...] o mercado americano, considerado o mais desenvolvido do mundo, não prevê o direito ao tag along a partir das negociações privadas de controle, mas, apenas, que, quando a proposta de aquisição se dá através de uma oferta pública, esta seja uma operação aberta a todos os acionistas e promovida em igualdade de condições de preço.”

Simone Azevedo de mesmo modo, elucida que o professor Lucian Arye Bebchuk, da Harvard Law School, no trabalho denominado “Vendas Eficientes e Ineficientes de Controle Corporativo”, considera que “as ofertas mandatórias de ações podem impedir aquisições com elevado potencial de agregar valor às companhias na medida em que tornam as transferências de controle extremamente caras para o comprador.”

²⁰ Ibidem, p. 145.

²¹ AZEVEDO, Simone. Tag Along emplaca em outros países da América Latina. Revista Capital Aberto, 2004, p. 27.

5.7. Posições na Doutrina e Jurisprudência Norte-Americana

Assim como na doutrina brasileira, há divergência na doutrina norte-americana com relação há quem deve pertencer o prêmio de controle, advindo assim, de mesma forma três linhas de pensamentos sobre a incidência do “Tag Along” e a necessidade Oferta Pública de Ações pela alienação de controle.

A primeira defendida por William D. Andrews²², nos ensina que todos os acionistas com ações de espécie e classe iguais devem ter a possibilidade de aliená-las igualmente e de partilhar o prêmio proporcionalmente a sua contribuição ao capital, por ser o poder de controle um bem da companhia, ou seja, preconiza que o ágio deve pertencer a todos os acionistas portadores de ações da mesma classe.

Ainda nesta primeira linha doutrinária, André Tunc²³, recordou que os redatores dos “Principles of Corporate Governance” (Princípios da Governança Corporativa) ponderavam que um acionista controlador não deve, sem anuência dos acionistas minoritários, tomar mais proveitos de sua conjuntura, proporcionalmente aos acionistas que estão nas mesmas circunstâncias.

Posteriormente, um outro ponto de vista da doutrina norte-americana sustentando por Berle e Means²⁴ preconizava que o ágio do bloco de controle é da companhia. Sendo assim, para eles o ágio do controle é um ativo social, e que, logo, o controlador que dele se apropria praticará um ato ilícito, já que a alienação de controle da empresa como a venda de um bem social, sustentaram que o valor pago para adquirir o controle deve ser distribuído a todos os acionistas da companhia, sem distinções de classe. No mesmo ponto, Bayne²⁵, também entende que o prêmio é da empresa, mas que a ilicitude na sua apropriação pelo controlador, decorre de violação do seu dever de confiança em relação aos demais acionistas da companhia.

A última linha doutrinária, que prevalece atualmente nos Estados Unidos, partilha a opinião de que somente o acionista controlador, alienante do controle, faz

²² ANDREWS, William D. The stockholder's right to equal opportunity in the sale of shares. *Harvard Law Review*. V. 78, p. 505-563, 1965, Apud Roberta Nioc Prado, 1997, p.98.

²³ TUNC, André. *Le droit américain des sociétés anonymes*. Paris: Économica, 1985, p. 158/159, Apud Jorge Lobo, 2011, p. 249.

²⁴ BERLE Jr., Adolph A. e MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation and Private Property*, Cornell Law Review, nº50, 1965, p. 629, Apud Jorge Lobo, 2011, p.249.

²⁵ BAYNE, D. *Corporate Control as a Strict Trustee*, *Georgia Law Review*, N. 53, 1965, p. 543, Apud Roberta Nioc Prado, 2006, p. 169

jus ao ágio de controle, desde que não haja atos de má-fé ou fraude, apontando Lewis D. Solomon e Alan R. Palmiter²⁶ que “[...] a regra geral é a de que os acionistas podem vender suas ações pelo preço que conseguirem, incluindo neste o prêmio não disponível aos outros acionistas. Os acionistas controladores não precisam dividir esse prêmio.”

Acreditam da mesma forma, Easterbrook e Fischel²⁷, no sentido de que os minoritários não se contestarão à alienação de controle se ela puder levar a uma administração mais efetiva, sendo competente de transformar a companhia mais benéfica e conseqüentemente suas ações mais valorizadas.

Steven L. Emanuel²⁸, reconhece que o cargo do controlador na companhia possui valor econômico e que o controlador titubearia na alienação na hipótese de não receber nenhum prêmio, uma vez que conta com benefícios e privilégios não desfrutados pelos minoritários, informando ainda que há exceções ao direito do controlador de vender suas ações livremente.

Nesta última diretriz, altamente liberal, seus autores acreditam que o ágio é tão somente do controlador. Diante disso, certificam não haver algum abuso a ser regulado por lei, no assenhoreamento do prêmio de controle pelos controladores alienantes.

Posto as doutrinas divergentes nos Estados Unidos, e deixando evidente que está última linha doutrinária prevalece hodiernamente, é expressivo elencar alguns casos de alienação de controle analisados pelas Cortes americanas.

Inicialmente, temos um caso interessante que ficou conhecido como PERLMAN V. FELDMANN, no qual C. Russel Feldmann, que era acionista controlador e principal diretor da companhia de aço Newport Steel Corporation, vendeu suas ações em agosto de 1950 à Wilport Company, uma das destinatárias finais de aço, que tinha como foco criar uma fonte certa de fornecimento no mercado, e recebeu por suas ações um preço de US\$ 20,00 por cota, contudo, o valor de mercado da cota era US\$

²⁶ SOLOMON, Lewis D. e PALMITER, Alan R. Corporations. Examples and Explanations, Aspen Law & Business, 2ed, 1994, p. 411-420, Apud Jorge Lobo, 2011, p. 250.

²⁷ EASTERBROOK, F. H. and FISCHEL, D. R. Corporate Control Transactions. Yale Law Journal, n. 91, 1982, p. 698, Apud Roberta Nioac Prado, 2006, p. 168.

²⁸ EMANUEL, Steven L. Corporations, NY. Emanuel Publishing Corp., Third Edition, 1997, p. 240/249, Apud Jorge Lobo, 2011, p. 250.

12,00, o que desencadeou a Jane Perlman e outros 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 controle sido transferido com a venda e beneficiado somente o controlador.

Os minoritários afirmaram, ainda que, como Feldmann era o controlador e diretor da companhia, ele possuía uma relação fiduciária mediante a companhia e conseqüentemente com os minoritários e, que, embora, neste caso, não tenha havido fraude, nem mau uso de informações confidenciais, nem saque, Feldmann na concepção dos minoritários obteve proveitos pessoais de uma oportunidade da companhia.

O julgamento do Meritíssimo Juiz Swan, neste caso, foi de que: “o controlador deve ter o privilégio de vender suas ações pelo melhor preço que conseguir obter do comprador”. Contudo, o voto do Juiz Swan, restou vencido. Sendo que os votos predominantes proclamados no acórdão deste caso, determinaram que o valor recebido pelos controladores, quando da alienação da Newport, para a Wilport, deveria ser estendido a todos os minoritários da Newport. De acordo com o Tribunal, a boa-fé absoluta e mais escrupulosa era a própria essência da obrigação de um diretor para com sua corporação. O Tribunal considerou que quando a venda de um bloco de controle de ações, como no presente caso, necessariamente resultou em um sacrifício do elemento de boa vontade corporativa e resultou em lucro incomum para o fiduciário que causou o sacrifício, e assim, Feldmann foi obrigado a prestar contas para seus ganhos.

Uma segunda jurisprudência norte-americana considerável, é o caso conhecido como ZETLIN V. HANSON HOLDINGS INC, no qual o requerente, Lev Zetlin, propôs esta ação para receber o ágio por suas ações minoritárias que os réus, Hanson Holdings, Inc., receberam por suas ações do bloco de controle. Zetlin possuía 2% da Gable Industries, Inc. Os réus possuíam 44,4% das ações em circulação que venderam à Flintkote Co. por US\$ 15,00 a cota, dando à Flintkote a maioria do controle. O valor de mercado aberto das ações era de US\$ 7,38 por ação. E diante disso, o requerente moveu esta ação, acreditando que todos os acionistas da Gable tinham direito ao prêmio pago pela Flintkote.

O acórdão proferido neste caso parte da premissa de que: “O prêmio é o preço que o investidor paga para ter o privilégio de influenciar a companhia e a sua gestão. Em contrapartida é o preço que o controlador recebe para abrir mão desse privilégio.”

Sendo assim, o Tribunal de Apelações de Nova York se negou a adotar a regra proposta pelo autor, que realmente determinaria que um comprador fizesse uma oferta pública a todos os acionistas quando eles estivessem apenas buscando o controle de uma empresa. A transformação da regra deve ser fornecida pelo legislativo e não pelos tribunais, mas a lei atual nunca determinou que tal política deveria ser adotada.

No ano de 1975, um outro episódio pertinente apreciado pela Corte americana, conhecido como *FRANSEN V. JENSEN-SUNDQUIST AGENCY INC.*, no qual Walter Jensen, único acionista da Jensen-Sundquist Agency, Inc., decidiu dispor de suas ações, alienando 52% para sua família, 8% para Dennis Frandsen e o restante para terceiros, ficando consolidado, entre os novos acionistas, um direito de preferência, que em síntese, caso os majoritários colocassem suas ações a venda, deveria dar a Frandsen o direito de compra-las; se porventura 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 estabelecido.

A maior parte do ativo da Jensen-Sundquist, era constituída pela maioria das ações do First Bank of Grantsburg, que aguçaram o desejo da First Wisconsin Corporation, formalizando uma oferta de US\$ 88,00 por cota, constando da proposta, além do mais, que cada acionista da Jensen-Sundquist receberia US\$ 62,00 por ação, que seria convertido em US\$ 88 em ação do banco, previa ainda que um documento teria de ser assinado pelos minoritários, renunciando a qualquer direito que eles possivelmente pudessem ter naquela operação.

Dennis Frandsen não concordou com a proposta, anunciando que exerceria o seu direito de preferência e compraria o bloco de controle a US\$ 62,00 por cota, tendo a companhia decidido, todavia, 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 seguro da sociedade.

Frandsen reivindicou, em razão de que gostaria de ter certeza de que a alienação do bloco de controle não prejudicaria os minoritários, comprando suas

ações por preço menor, sustentando, além de tudo, que a First Wisconsin era responsabilizada por interferência prejudicial em seus direitos contratuais.

Neste cenário, o Tribunal não vislumbrou uma venda de ações, e entendeu que o acordo que conferia a Frandsen o direito de preferência no caso de alienação da maioria das ações não se aplicava à alienação de ativos e liquidação da empresa Jensen-Sundquist, Inc. A venda das ações do bloco majoritário não foi o mesmo que a venda dos ativos da empresa. Assim sendo, conforme entendimento do Tribunal, Dennis Frandsen, não tinha o direito de bloquear a venda de ativos e não estava protegido da fusão proposta ou da liquidação efetiva da First Bank of Grantsburg. A interferência ilícita da First Wisconsin em uma reivindicação de contrato também não tinha mérito visto que a conduta das companhias não constituía concorrência desleal e não havia quebra de contrato.

5.8. O “Tag Along” e a Boa Prática de Governança Corporativa

Simultaneamente estas controvérsias ao redor da aplicação ou não do “Tag Along”, saliento que, na realidade, inúmeras companhias já notaram que só terá amadurecimento do mercado de capitais, na hipótese em que o investidor estiver seguro em seu investimento, tal como no que diz respeito aos seus direitos de informação e de política na empresa, quanto no que respeita seus proventos.

Com isso, tem levado muitas companhias, que visam se levantar capital por meio do mercado, a aderirem as chamadas “Boas Práticas de Governança Corporativa”. Em breve síntese, a Governança Corporativa pode ser compreendida como sendo o método que as sociedades são monitoradas e administradas, deslumbrando os vínculos entre Diretoria, Conselho de Administração, Auditoria Independente, Conselho Fiscal, juntamente com todos os Acionistas da empresa. Tem por finalidade, ampliar o valor da companhia, e dessa forma, favorecer seu alcance ao capital nacional ou estrangeiro e colaborar com a sua perpetuidade.

A Governança Corporativa é, sobretudo, uma solução à deficiência verificada por administradores e empresários de companhias abertas para obter capital e fontes diversas de subsídios. Propende, substancialmente, para a preservação dos vários interesses que, estão relacionados à sobrevivência da sociedade, através de um

oportuno funcionamento do poder de controle e administração das empresas de capital aberto.

No ano de 1995, no Brasil, foi criado o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), instituição cívica com abrangência nacional, que tem a finalidade de ser a prestigiada marca nacional em governança corporativa, fortalecer e propagar as melhores concepções e convenções no Brasil, colaborando para o mais eficiente desempenho das corporações e, logo, para uma sociedade mais justa, séria e coerente. Além de tudo, na maioria dos países, apareceram entidades aplicadas a propiciar discussões ao redor da governança corporativa. Em posições mundiais, a governança corporativa é um movimento que vem se avolumando cada vez mais.

A BOVESPA, criou em 2002, o chamado “Novo Mercado”, que respeita a adoção das “Boas Práticas de Governança Corporativa” para as empresas cotadas em seu pregão, e que seguem o “Regulamento de Listagem do Novo Mercado”. Consiste em um segmento peculiar do mercado de ações, com fulcro de estimular o avanço do mercado de valores mobiliários brasileiro, através da estipulação de normas mais severas de transparência das empresas que dele pertencem.

No que corresponde ao “Tag Along” para todos os acionistas não controladores da companhia, dispomos, no Regulamento de Listagem do Novo Mercado, no capítulo I, Seção III, em seu Art. 8, o seguinte: “A companhia deve ter seu capital social dividido exclusivamente em ações ordinárias.”

Outrossim, ainda no capítulo I, na seção XI que versa sobre a alienação de controle da companhia aberta, o Art. 37, salienta que: “A companhia deve prever em seu estatuto social que a alienação direta ou indireta de controle da companhia deve ser contratada sob a condição de que o adquirente do controle se obrigue a efetivar OPA tendo por objeto as ações de emissão da companhia de titularidade dos demais acionistas, de forma a lhes assegurar tratamento igualitário àquele dado ao alienante.”

Em face do exposto, levantamos que as empresas que eventualmente vierem a aderir ao “Novo Mercado”, inevitavelmente precisarão certificar a todos os seus acionistas minoritários a oportunidade de alienarem suas ações, pelo mesmo valor e em igualdade de encargos que o acionista controlador desta, como regras de “Boas Práticas de Governança Corporativa”.

Vale frisar aqui, que as companhias podem optar ainda por escolher as outras duas listagens previstas pela BOVESPA, sendo elas: “Nível 1” de Governança Corporativa, que nada prevê acerca do “Tag Along”, assim, segue os ditames do Art. 254-A, que como já citado, prevê que seja estendido o ágio pelo no mínimo 80% do valor que foi vendido o bloco de controle; e o “Nível 2” de Governança Corporativa, que define que o valor estabelecido pelas ações do controlador seja ampliado em cem por cento aos minoritários titulares de ações ordinárias, e em setenta por cento aos minoritários titulares de ações preferenciais.

Contudo, o “Novo Mercado” amplia ao limite a ocorrência do “Tag Along”, uma vez que impede o lançamento de ações preferenciais às companhias listadas e exige o prolongamento de cem por cento do valor pago às ações do acionista controlador quando de sua alienação.

É inegável que a adoção do “Novo Mercado” eleva os níveis de segurança e confiabilidade da empresa, tornando o investimento mais atrativo aos investidores e, conseqüentemente, melhorando o mercado de capitais no Brasil, ajudando inclusive no movimento de descentralização do poder de controle nas companhias.

6. Conclusão

O intento da presente monografia foi oferecer uma análise realista ao Art. 254-A da Lei das Sociedades Anônimas, ou seja, demonstrar o Direito do acionista minoritário ao “Tag Along” e suas discussões doutrinárias e jurisprudenciais a respeito “a quem pertence o ágio do bloco de controle”, bem como suas incidências em alguns casos.

Para tanto, o filósofo René Descartes afirma em sua obra “Regras para orientação do espírito”²⁹, que:

“[...] é raro que, nas ciências, se encontre alguma questão sobre a qual as pessoas hábeis não tenham ficado amiúde em desacordo. Mas, toda vez que dois homens formulam sobre a mesma coisa juízos contrários, é certo que um ou outro, pelo menos, esteja enganado.”

Assim sendo, perante o estudo que foi feito até aqui, alguns apontamentos se fazem necessário para o desfecho da análise empírica ao tema. Primordialmente, é relevante, e um tanto quanto curioso que o Poder Público, quando se viu na figura de acionista controlador, quando das privatizações da década de 1990, revogou o art. 254 da LSA, pela já citada “Reforma Kandir”, de forma que os acionistas minoritários das sociedades de economia mista e suas subsidiárias nada receberam destas operações de alienação.

No entanto, depois de consumir as privatizações e perceber todo o ágio proveniente das alienações de controle, o Poder Público adveio a defender mais uma vez o interesse dos acionistas minoritários em caso de alienação de controle, com a introdução do “Tag Along” novamente, sendo este, reintroduzido pela Lei nº 10.303/01.

Ainda assim, não cabe nós aqui analisar as intenções do Governo com o tema proposto. Porém, se partirmos de uma premissa exclusivamente jurídica e reconhecer que o ágio pelo bloco de controle deve ser conferido a quem tem compromissos e atribuições no que se refere a ele, entende-se assim o acionista controlador, visto que se este administrar inadequadamente a empresa, poderá ser responsabilizado por seus atos, sendo ainda, este o entendimento norte-americano, estaríamos emitindo

²⁹ DESCARTES, René. Regras para orientação do espírito. São Paulo: Martins Fontes, 1999, p. 6 e 7.

aqui um juízo de valor, e igualmente seria, caso apoiássemos as outras duas linhas doutrinárias.

Ante o exposto, salienta-se que a questão do prêmio na alienação de controle de companhia aberta deve ser resolvida pelo Direito concreto, não deve ser analisado por juízo de valor, mas sim por juízo de realidade. Não há como comparar o mercado norte-americano, um mercado robusto, com dispersão acionária e alto grau de eficiência e liquidez, com o mercado brasileiro, um mercado puramente desajustado, que está começando a ‘caminhar’, visto as altas taxas de inscrições de CPFs no BOVESPA citadas na introdução. Evidencie-se, além de tudo, que, apesar de que as ideias iniciais do instituto do “Tag Along” tenham sido importadas essencialmente dos Estados Unidos, a sua produção legal foi feita tencionando acontecimentos de mercados desequilibrados, como o brasileiro.

E partindo desta premissa de perspectiva da realidade brasileira, que se pode afirmar que o “Tag Along” tem função jurídica e econômica primordial para diminuir as distorções do mercado, e conseqüentemente garantir uma seguridade maior para o acionista minoritário.

Outrossim, com o propósito de alinhar o tema ao “Novo Mercado”, e como já mencionado anteriormente, a importância das “Boas Práticas de Governança Corporativas” no mundo contemporâneo, é significativo que percebamos a gradual relevância que se confere ao “Tag Along” como boa prática de Governança Corporativa. E que a Governança Corporativa, nada mais é do que a apuração, e a consecutiva tutela, estatutária ou legal, dos direitos e interesses econômicos dos acionistas.

Por fim, entretanto, sem a menor pretensão de esgotar o assunto, mas com o intuito de concluir o presente trabalho, realço que, com um olhar realista sobre o tema, o Art. 254-A da LSA deveria ter instituído um princípio geral sobre o conteúdo, exercendo, primordialmente à Comissão de Valores Mobiliários e a Jurisprudência, o exame e solução de eventuais conflitos de interesses sobre a matéria. Não obstante, o debate exclusivamente jurídico a respeito da temática perde sua pertinência, uma vez que a adoção do “Tag Along”, na concepção de “Boas Práticas de Governança Corporativa”, passou a ser uma condição do mercado para investir nas companhias, logo, o próprio mercado procurou respostas práticas para as suas deficiências, e por

esse motivo, o “Tag Along” se tornou sinônimo de segurança patrimonial quando o investidor nacional ou estrangeiro for integrar o seu capital juntamente a uma companhia brasileira.

REFERÊNCIAS

AMENDOLARA, Leslie. **Os Direitos dos Acionistas Minoritários**. 3ªed. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

AMENDOLARA, Leslie. **Os Direitos dos Acionistas Minoritários: com alterações da Lei 9.457/97**. São Paulo: STS, 1998.

AZEVEDO, Simone. **Tag Along emplaca em outros países da América Latina**. Revista Capital Aberto, 2004.

BRASIL, **Lei das Sociedades Anônimas**, lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm>. Acesso em: 31/08/2021.

BRASIL, **Lei nº 10.303**, de 31 de outubro de 2001. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/l10303.htm#:~:text=L10303&text=LEI%20No%2010.303%2C%20DE%2031%20DE%20OUTUBRO%20DE%202001.&text=Alterar%20e%20acrescentar%20dispositivos%20na%20Comiss%C3%A3o%20de%20Valores%20Mobili%C3%A1rios>. Acesso em: 23/09/2021.

BRASIL, **Lei nº 6.385**, de 07 de dezembro de 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm>. Acesso em: 23/09/2021.

BRASIL, **Lei nº 9.457**, de 05 de maio de 1997. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9457.htm#:~:text=L9457&text=LEI%20N%C2%BA%209.457%2C%20DE%2005%20de%20Valores%20Mobili%C3%A1rios>. Acesso em: 23/09/2021

BRASIL, **Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo**. Apelação Cível 0144155-10.2011.8.26.0100; Relator (a): Romeu Ricupero; Órgão Julgador: Câmara Reservada de Direito Empresarial; Foro Central Cível - 30ª Vara Cível; Data do Julgamento: 06/12/2011; Data de Registro: 22/02/2012. Disponível em:

<<https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?conversationId=&cdAcordao=5702359&cdForo=0>>. Acesso em: 27/08/2021.

BRASIL, **Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo**. Apelação Cível 9159953-32.2009.8.26.0000; Relator (a): Marcia Dalla Déa Barone; Órgão Julgador: 10ª Câmara de Direito Privado; Foro Central Cível - 2. VARA CIVEL; Data do Julgamento: 18/02/2014; Data de Registro: 21/02/2014. Disponível em: <<https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=7372553&cdForo=0>>. Acesso em: 27/08/2021.

BULGARELLI, Waldirio. **Proteção às minorias nas Sociedades Anônimas**. São Paulo: Pioneira, 1977.

BULGARELLI, Waldirio. **Regime Jurídico da proteção às minorias nas S/A**. Rio de Janeiro: Renovar, 1998.

CAMPINHO, Sérgio. **Curso de Direito Comercial: Sociedade Anônima**, 5.ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2020.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. **Alienação e Aquisição de controle**. Revista de Direito Mercantil, nº 59, ano XXIV, 1985.

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **A Nova Lei das Sociedades Anônimas**. São Paulo: Saraiva, 2002.

CARVALHOSA, Modesto; IBMEC. **Oferta pública de aquisição de ações**. Rio de Janeiro: Ibmecc - SP, 1979.

CVM, **Instrução nº361**, de 5 de março de 2002. Disponível em:<<http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/300/inst361consolidsemmarcas.pdf>>. Acesso em: 23/09/2021

DESCARTES, René. **Regras para orientação do espírito**. São Paulo: Martins Fontes, 1999.

EIZIRIK, Nelson. **Sociedades Anônimas: jurisprudência**. Rio de Janeiro: Renovar, 1996.

FILHO, Alfredo Lamy e PEDREIRA, José Luiz. **A Lei das S/A**. 3ªed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997.

FILHO, Calixto Salomão. **O novo Direito Societário**. 2ª ed. São Paulo: Malheiros, 2002.

FRANSEN v. JENSEN-SUNDQUIST AGENCY, INC. - 802 F.2d 941 (7ª Cir. 1986). Disponível em: < <https://www.lexisnexis.com/community/casebrief/p/casebrief-frandsen-v-jensen-sundquist-agency-inc>>. Acesso em: 29/08/2021.

LOBO, Jorge Joaquim. **Direitos dos Acionistas**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

MOTTA, Néson Cândido. **Alienação de controle de instituições financeiras. Acionistas minoritários. Notas para uma interpretação sistemática da Lei das S.A.** Revista de Direito Mercantil, nº 46, ano XXI.

PAS CVM nº RJ2005/4069, julgado em 11/04/2006. Voto do Diretor Relator Pedro Marcílio. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/0002/4788-0.pdf>>. Acesso em: 23/09/2021

PAS CVM nº RJ2006/6209, julgado em 25/09/2006. Voto do Relator Diretor Wladimir Castelo Branco Castro. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/decisooes/2006/20060925_R1/20060925_D01.html>. Acesso em: 23/09/2021

PENNA, Paulo Eduardo. **Alienação de controle de companhia aberta**. São Paulo, SP: Quartier Latin do Brasil, 2012;

PEREIRA, Guilherme Doring Cunha. **Alienação de poder de controle acionário**. São Paulo: Saraiva, 1995.

PERLMAN v. FELDMANN - 219 F.2d 173. Disponível em: <<https://www.lexisnexis.com/community/casebrief/p/casebrief-perlman-v-feldmann#>>. Acesso em: 29/08/2021.

PRADO, Roberta Nioac. **Fundamentos Jurídicos e Econômicos da OPA a posteriori (Tag Along) e a questão sob a ótica de empresas que praticam boas práticas de governança corporativa**. Revista Direito GV, v.2, nº1, 2006.

PRADO, Roberta Nioac. **Oferta pública de ações obrigatória nas S.A.: tag along**. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. **Das Sociedades anônimas no direito brasileiro**, v.1. São Paulo: José Busharsky Ltda., 1979.

ZETLIN v. HANSON HOLDINGS, INC. - 48 NY2d 684, 421 NYS2d 877, 397 NE2d 387 (1979). Disponível em: <<https://www.lexisnexis.com/community/casebrief/p/casebrief-zetlin-v-hanson-holdings-inc>>. Acesso em: 29/08/2021.