

Espaço Discente

A ALIENAÇÃO DE CONTROLE DE COMPANHIA ABERTA E A RECENTE REFORMA DA LEGISLAÇÃO SOCIETÁRIA — EFETIVO AVANÇO?¹

ANDREA FERNANDES ANDREZO

Introdução. 1. Breve histórico do direito de venda conjunta ("tag along") no Direito brasileiro. 2. Análise das regras atuais. 3. Análise de aspectos polêmicos. Conclusão. Bibliografia.

Introdução

Desde a década de 1930, principalmente a partir da clássica obra de Berle e Means,² muito se tem discutido a respeito dos conflitos de interesse decorrentes da separação entre gestão e propriedade (*agency theory*). Em alguns países, tais como Estados Unidos, o foco maior da discussão se refere ao relacionamento entre administradores e acionistas, enquanto em outros, como o Brasil, os conflitos mais relevantes se verificam no relacionamento entre acionista controlador e acionistas não-controladores.

Essas discussões foram, ao longo dos anos, assumindo maior relevância em razão de inúmeros problemas e escândalos ocorridos, até que um movimento ainda mais amplo surgiu na década de 1980, denominado Governança Corporativa. Aqueles que efetivamente conduzem os negócios

da companhia (acionista controlador ou administradores) devem visar a maximização de valor para os *acionistas*, de modo que a sociedade consiga atrair capital "paciente", de longo prazo e a um custo baixo e possa estar em constante crescimento, atendendo aos interesses de diferentes grupos (*stakeholders*). Nesse sentido, Governança Corporativa constitui, para La Porta *et. al.*, um conjunto de ferramentas destinadas a evitar a *expropriação*³ dos acionistas minoritários pelos acionistas controladores e/ou dos acionistas pelos administradores.⁴

O termo *expropriação*, utilizado por diversos autores, principalmente estrangeiros, pode parecer exagerado, mas serve para indicar as vantagens que podem ser obtidas por quem tem o controle da sociedade, em benefício próprio ou de terceiros, e em prejuízo dos demais acionistas (*private be-*

1. Trabalho apresentado em junho de 2002, na Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, para a obtenção de créditos no programa de Mestrado em Direito.

2. A. Berle e G. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, Nova York, Macmillan, 1932.

3. O termo *expropriation* foi traduzido, nesse texto, por *expropriação*, assim como é usual. Cabe comentar que, na doutrina brasileira, não se confunde *expropriação* com *desapropriação*, uma vez que, no primeiro caso, não há indenização.

4. Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer e Robert W. Vishny, *Investor Protection: Origins, Consequences, Reform*, p. 1.

nefits of control), por meio de: salários superiores aos de mercado, uso de bens da sociedade para fins particulares, preços de transferência, benefícios indiretos, empréstimos subsidiados, operações com partes relacionadas ao controlador e em condições desfavoráveis para a sociedade, *insider trading*, entre outros. La Porta *et. al.* defendem que a expropriação sempre tem um custo, que aumenta à medida que há maior proteção aos investidores, podendo chegar ao limite de ser tão alto que tais operações se tornam inviáveis.⁵

Regras sobre proteção dos investidores são fundamentais, portanto, para evitar essa apropriação indevida por parte de administradores e acionistas controladores. Além disso, assumem maior importância na medida em que são relevantes para o desenvolvimento do mercado de capitais. Estudos realizados por La Porta *et. al.*, a partir de dados de 49 países, demonstram que países com menor proteção aos investidores, tomando-se em consideração a legislação e o nível de *enforcement*, apresentam mercados de capitais menos desenvolvidos. Países de direito codificado (*civil law*), de origem romano-germânica, em geral, asseguram menor proteção aos investidores que os países de direito consuetudinário (*common law*), de origem anglo-saxônica, e têm mercados de capitais menores. Isso se justifica pelo fato de que, quando há maior proteção, os investidores estão mais dispostos a financiar as companhias, por que há menor risco de expropriação por parte de administradores e controladores. As companhias, por sua vez, têm mais incentivos a emitir valores mobiliários quando os investidores estão dispostos a pagar mais por eles. Por outro lado, quando há fraca proteção legal, os investidores exigem desconto maior para adquirir valores mobiliários e as companhias têm, portanto, menos incentivos para emití-los.⁶

5. Rafael La Porta, *et. al.*, *Investor...*, cit., p. 8.

6. Rafael La Porta, *et. al.*, *Legal Determinants of External Finance*.

Coffee defende idéia semelhante ao afirmar que, em países de *common law*, os investidores estão dispostos a investir, e efetivamente investem, por que têm a expectativa de serem tratados de forma equitativa (como vêm sendo tratados), enquanto em países de *civil law*, eles não fazem investimentos similares ou fazem investimentos com descontos superiores, por que têm a expectativa oposta (e geralmente a experiência oposta também).⁷ Cabe ressaltar, todavia, que ele questiona essa generalização com base no sistema legal do país (*civil law* ou *common law*).⁸

Posteriormente, La Porta *et. al.* procuraram verificar o impacto do nível de proteção dos investidores no valor das companhias, a partir da análise de dados de 371 grandes companhias em 27 países. A conclusão obtida é que uma proteção maior dos investidores está associada a maior cotação das ações. Segundo os autores, isso demonstra a relevância, em termos quantitativos, da expropriação que acionistas não-controladores sofrem em diversos países, bem como a importância da legislação em limitar essa expropriação. Além disso, essa conclusão também ajuda a demonstrar a importância das regras sobre proteção dos investidores para o desenvolvimento do mercado de capitais.⁹

Esses estudos demonstram que países que asseguram maior proteção aos investidores têm mercados de capitais maiores e mais desenvolvidos. Essa constatação assume maior importância na medida em que o desenvolvimento do mercado de capitais tem papel fundamental no crescimento econômico, pois possibilita aumento dos níveis de poupança, transferência de recursos do setor financeiro para o setor real e maior eficiência na alocação de recursos, em ra-

7. John Coffee Jr., *Do Norms Matter? A Cross-Country Examination of the Private Benefits of Control*, pp. 6-7.

8. John Coffee Jr., *The Rise of Dispersed Ownership: the Role of Law in the Separation of Ownership and Control*.

9. Rafael La Porta, *et. al.*, *Investor...*, cit.

ção da supervisão dos investidores sob os administradores. Estudo feito com dados de 49 países no período de 1976 a 1993, por Levine e Zervos, levou os autores a concluir que o nível de desenvolvimento do mercado de ações em 1976 é um fator relevante para explicar o crescimento econômico até 1993.¹⁰

É fundamental, portanto, desenvolver o mercado de capitais. Para Black, há duas condições necessárias, embora não suficientes, para um país ter um mercado de capitais desenvolvido — a legislação e as instituições devem assegurar aos acionistas não-controladores (i) informações adequadas sobre o valor da companhia; e (ii) confiança de que não serão expropriados pelos administradores e/ou controladores.¹¹

Diversos países e bolsas de valores estão alterando suas regras com a finalidade de adotar boas práticas de Governança Corporativa. Os Estados Unidos, em especial a Bolsa de Nova York, estão discutindo diversas novas normas aplicáveis às companhias abertas, principalmente após o caso Enron. O México, por sua vez, promoveu, em junho de 2001, uma reforma em sua legislação societária, alterando 80% das regras existentes, com a finalidade de tornar seu mercado de capitais mais atrativo aos investidores. Segundo o vice-presidente da *Comisión Nacional Bancaria y de Valores*, Jorge Familiar, “a principal motivação dessa reforma foi o reconhecimento do movimento global em direção à ampliação dos direitos dos minoritários. Nós nos convencemos que para o mercado de capitais do México se desenvolver, nós precisávamos assegurar maior proteção aos minoritários”. Dentre as principais alterações, destacam-se: maior transparência das companhias abertas, participação dos minoritários na escolha dos administradores e do

auditor independente, exigência de oferta pública para adquirir mais de 51% das ações da companhia, emissão de ações sem direito a voto limitada a 25% do total de ações, podendo esse limite ter um adicional de até 25%, se esse adicional for representado por ações sem direito a voto conversíveis em ações com direito a voto no prazo de cinco anos, e criminalização de *insider trading*.¹²

O Brasil também está atento a esse movimento global e promoveu, recentemente, uma reforma da legislação societária visando ampliar o nível de transparência das companhias brasileiras, bem como a conferir maior proteção aos acionistas não-controladores, com a finalidade de desenvolver o mercado de capitais nacional, de modo que este venha, efetivamente, contribuir para o crescimento econômico do País. A reforma se baseou na idéia de que o investidor, ao se sentir mais protegido, tenderia a investir mais em companhias brasileiras.

Um dos aspectos mais discutidos e comentados da recente reforma refere-se à reintrodução, em nosso ordenamento jurídico, da obrigatoriedade de realização de oferta pública para aquisição de ações dos acionistas minoritários, no caso de alienação de controle de companhia aberta. Nesse trabalho, procura-se analisar se essa nova regra confere maior proteção aos acionistas não-controladores e se há algo que ainda pode ser feito nesse sentido. Inicialmente, apresenta-se um breve histórico sobre as regras aplicáveis a alienações de controle de companhias abertas. A seguir, procede-se a uma análise mais detalhada das regras atuais e de aspectos polêmicos referentes ao assunto em comento. Por fim, procura-se concluir sobre os eventuais avanços obtidos a partir dessa reforma e alterações que ainda podem ser realizadas.

O enfoque nas alterações sobre as regras aplicáveis a alienações de controle de companhias abertas se justifica pelo fato de

10. R. Levine e S. J. Zervos, “Stock market development and long run growth”, *World Bank Economic Review*.

11. Bernard Black, “Strengthening Brazil’s securities markets”, *RDM* 120/42.

12. *Equal Rights for All*, Latinfinance, set. 2002, pp. 18-19.

que esse problema assume particular relevância no mercado de capitais brasileiro, caracterizado por companhias abertas que,

na grande maioria, têm o controle concentrado nas mãos de um único acionista, como mostra a tabela a seguir:

PORCENTAGEM DE AÇÕES ORDINÁRIAS COM ACIONISTAS QUE DETÊM MAIS DE 5% DAS AÇÕES ORDINÁRIAS (dados do Cadastro da CVM)			
	Frequência	Porcentagem	Porcentagem cumulativa
De 90% a 100%	483	66,8	66,8
De 80% a 90%	116	16,0	82,8
De 70% a 80%	50	6,9	89,8
De 60% a 70%	33	4,6	94,3
De 50% a 60%	26	3,6	97,9
Até 50%	15	2,1	100,0
Total	723	100,0	
Sem informação	10		

Fonte: Carlos Antonio Rocca, *Soluções para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais Brasileiro*. Rio de Janeiro, José Olympio, 2002, p. 67.

Além disso, o sobrepreço pago na aquisição de controle de companhias é, em

média, bastante elevado no mercado brasileiro, como mostra a seguinte tabela:

ESTIMATIVA DE PRÊMIOS DE CONTROLE PAGOS NO MERCADO BRASILEIRO EM TRANSAÇÕES RECENTES (PREÇO EM REAIS)					
Empresa	Setor	Data do anúncio	Preço pago (ON)	Preço em bolsa*	Prêmio de controle**
Refrifar	Eleto-eletrônica	11/01/96	2,83	2,04	39%
CST	Siderurgia	25/04/96	40,85	17,68	131%
Metal Leve	Autopeças	11/06/96	38,43	9,40	308%
Lacta	Alimentos	28/06/96	15,28	2,14	614%
Casa Anglo	Varejo	15/08/96	374,36	43,73	756%
Fertisul	Fertilizantes	31/10/96	5,64	2,52	123%
Arno	Eleto-eletrônica	23/03/97	828,27	225,88	266%
Cofap	Autopeças	16/10/97	30,30	8,25	267%
Varga Freios	Autopeças	23/10/97	177,80	65,12	173%
Ceval	Alimentos	19/11/97	27,35	5,84	368%
Agrocere	Fertilizantes	25/11/97	25,40	15,50	64%
BCN	Banco	02/12/97	19,04	5,13	271%
Multicanal	TV a Cabo	23/12/97	1,40	0,62	125%
Tibras	Química	03/06/98	110,00	18,00	511%
Pão de Açúcar	Alimentos	10/08/99	85,50	38,50	122%
Iven	Energia	26/08/99	2.412,71	200,00	1.106%
Manah	Fertilizantes	12/04/00	215,80	35,92	501%

* Preço da classe da ação da empresa de maior liquidez no dia do anúncio.

** Prêmio sobre o preço da ação em bolsa.

Fonte: *Carta Dynamo* 26, 1º trimestre 2000, p. 2.

Dados: Economática. Estimativas: Dynamo.

Enquanto, no Brasil, o prêmio de controle atinge três e até quatro dígitos, nos Estados Unidos, Choi informa que o prêmio de controle médio entre 1978 e 1982 foi 20,4%, representando o que os controladores obtêm da companhia além dos demais acionistas.¹³ Hanouna *et. al.*, após analisarem operações envolvendo blocos de ações de 9.566 companhias abertas dos sete países mais industrializados (G7), no período de 1986 a 2000, concluíram que o prêmio médio de controle foi de 20% a 30% e esse resultado foi consistente ao longo do período analisado.¹⁴

Por fim, cabe comentar que a maior parte dos autores utiliza o termo *prêmio de controle* para expressar a diferença entre o valor de negociação da ação em bolsa ou no mercado de balcão e o preço pago na negociação que resulta na transferência de controle da companhia. Nesse trabalho, optou-se por referir-se a essa diferença como o ágio ou sobrepreço pago na aquisição do controle, o que contém, dentre seus elementos, o prêmio pelo controle, conforme será mais bem explicado no item 3.

1. Breve histórico do direito de venda conjunta ("tag along") no Direito brasileiro

O Decreto-lei 2.627/1940 nada dispunha a respeito de alienação de controle, pois nem mesmo cogitava da figura do controlador. Somente a partir da Lei 6.404/1976, a legislação passou a dispor sobre o acionista controlador, estabelecendo um conjunto de deveres e responsabilidades para aquele que efetivamente orienta a condução dos negócios da companhia.

Anteriormente à Lei 6.404/1976, o governo manifestou preocupação no sentido de estabelecer tratamento igualitário

entre o acionista controlador e os demais acionistas, conforme se extrai da Exposição de Motivos CDE-14, de 25 de junho de 1974, elaborada pelos Ministros da Fazenda e do Planejamento, bem como da orientação do II PND, nas quais se estabeleciam que um dos objetivos da reforma da legislação societária era prever mecanismos que impedissem que cada ação do majoritário possuísse valor de mercado superior ao de cada ação do minoritário.¹⁵

O projeto original da reforma de 1976 adotou, todavia, orientação oposta, ao estabelecer tratamento igualitário aos acionistas minoritários apenas nas transferências de controle de *companhias abertas que dependessem de autorização do governo para funcionar*. Essa regra específica visava a evitar a repetição de diversas operações envolvendo alienação de controle e incorporação de bancos, que vinham ocorrendo nos últimos anos, nas quais o valor dos intangíveis (carta-patente) era incluído no preço do bloco de controle e não era compartilhado com os acionistas minoritários.¹⁶

A justificativa apresentada para a adoção dessa regra é transcrita a seguir:

"O Projeto regula a alienação de controle de companhias abertas, a partir das considerações a seguir resumidas:

"a) toda economia de mercado atribui valor econômico ao controle da companhia, independentemente do valor das ações que o asseguram; o valor das ações resulta dos direitos, que conferem, de participação nos lucros e no acervo líquido da companhia, enquanto que o de controle decorre do poder de determinar o destino da empresa, escolher seus administradores e definir suas políticas;

15. Modesto Carvalhosa, *A Nova Lei das Sociedades Anônimas*, p. 129.

16. Roberta Nioac Prado, "Da obrigatoriedade por parte do adquirente do controle de sociedade por ações de capital aberto de fazer simultânea oferta pública, em iguais condições, aos acionistas minoritários — Art. 254 da Lei 6.404/1976 e Resolução CMN 401/1976 — É efetivo mecanismo de proteção aos minoritários?", *RDM* 106/85.

13. Stephen J. Choi, *Law, Finance and Path Dependence: Developing Strong Securities Markets*, p. 5.

14. Paul Hanouna, Atulya Sarin e Alan Shapiro, *Value of Corporate Control: some International Evidence*, p. 20.

“b) a transferência do controle, qualquer que seja o preço de negociação das ações, não acarreta, em princípio, agravo a direito de minoritário, mas se a compra efetivar-se por companhia que, a seguir, promova a incorporação da controlada, do fato pode resultar flagrante prejuízo para a minoria, tanto da incorporada quanto da incorporadora: com a extinção da companhia controlada, deixa de existir o controle adquirido, e os acionistas minoritários da controladora (dependendo das bases da incorporação) suportam parte do custo de aquisição do controle. Mais ainda: em regra, todo o valor do controle da companhia incorporada, ou ao menos parte dela, acresce ao valor do controle da incorporadora, isto é, resulta em benefício do seu acionista controlador;

“c) os exemplos das vendas de controle de instituições financeiras, que apresentam circunstâncias peculiares, não devem servir de justificativa para normas gerais que pretendam negar o valor de mercado do controle; no entanto, é inegável que o critério — muitas vezes adotado entre nós — de considerar o valor dos intangíveis das instituições financeiras como pertencente ao acionista controlador e não a todos os seus acionistas, na proporção da participação no capital social, conflita com os fundamentos do direito societário;

“d) o Projeto reconhece a realidade do poder do acionista controlador, para atribuir-lhe responsabilidades próprias, de que não participam os acionistas minoritários; seria, pois, incoerente se pretendesse, para efeito de transferência desse poder, negar a sua existência ou proibir o mercado de lhe atribuir valor econômico.”

Em resumo, a justificativa para a adoção de uma regra específica para alienação de controle de companhias que dependem da autorização do governo para funcionar consistia no fato de que, no preço pago pelo controle de tais sociedades especiais, estava incluído o valor de intangíveis, tais como cartas-patentes de bancos, que pertenciam à sociedade e não exclusivamente a seu

controlador, de modo que o valor de tais intangíveis deveria ser partilhado entre todos os acionistas. Além disso, como esse aspecto era específico para esse tipo de sociedade, não se justificava a adoção de uma regra geral que negasse o valor diferenciado do bloco de controle. Carvalhosa discordou da justificativa apresentada por defender que, como as sociedades em geral podem ter diversos tipos de intangíveis, não apenas autorização governamental, o valor dos mesmos deve ser partilhado entre todos os acionistas.¹⁷

Essa polêmica gerou diversas discussões, principalmente após o Senador Otto Lehmann apresentar Emenda que estendia para todas as companhias abertas a regra de tratamento igualitário para os acionistas minoritários, no caso de alienação de controle, com base na idéia de que o sobrepreço pago pelo controle da companhia deve ser dividido entre o acionista controlador e os acionistas minoritários, proporcionalmente à participação no capital social.

A Emenda Lehmann foi posteriormente aprovada pelo Senado, introduzindo-se na Lei Societária o art. 254. Assim, a Lei 6.404/1976, em sua redação original, estabelecia as seguintes regras para alienação de controle:

a) *Companhias abertas*: segundo o art. 254, a alienação de controle acionário de companhia aberta dependia de prévia autorização da CVM, cabendo a esta zelar para que fosse assegurado tratamento igualitário aos acionistas minoritários, mediante simultânea oferta pública para aquisição de suas ações;

b) *Companhias abertas que dependem de autorização do governo para funcionar*: segundo o art. 255, a alienação de controle dessas companhias dependia (e ainda depende) de prévia autorização do órgão competente para aprovar alterações estatutárias, cabendo a este órgão zelar para que fosse assegurado tratamento equitativo aos acio-

17. Modesto Carvalhosa, ob. cit., pp. 134-135.

nistas minoritários, mediante simultânea oferta pública para aquisição de suas ações ou o rateio, por todos os acionistas, dos intangíveis da companhia, inclusive autorização para funcionar.

Nesses dois casos, portanto, a legislação assegurava o direito de acionistas minoritários venderem suas ações ao adquirente de controle de companhia aberta pelo mesmo preço pago por ação integrante do bloco de controle, o que o mercado denomina de direito de venda conjunta (*tag along*). Além disso, procurou-se atribuir à autoridade administrativa o poder de zelar pela adoção de tratamento igualitário para os acionistas minoritários. No primeiro caso, essa atribuição foi conferida apenas à CVM, enquanto, no segundo caso, também ao órgão competente para aprovar alterações estatutárias da companhia, tais como Banco Central e SUSEP.

Sete dias após a promulgação da Lei 6.404/1976 e antes mesmo de esta entrar em vigor, o Conselho Monetário Nacional baixou a Resolução 401/1976, que estabeleceu que o tratamento igualitário, previsto no art. 254 da Lei das S/A, abrangia apenas os titulares de ações com direito a voto. Essa Resolução também tratou da hipótese de controle compartilhado, prevendo que, nesses casos, somente há alienação de controle quando *todas* as pessoas que formam o grupo controlador transferem para terceiro o poder de controle da companhia, mediante venda ou permuta do conjunto das ações de sua propriedade que lhes assegura, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da Assembléia Geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia.

Grande discussão doutrinária surgiu a partir da Resolução CMN 401/1976. Alguns juristas, como Alfredo Lamy Filho e Bulhões Pedreira,¹⁸ defendiam sua ilegalidade, pois o termo *minoritário*, previsto na

legislação, deveria ser entendido em *latu sensu*, de modo a incluir também os titulares de ações sem direito a voto, que, assim como os minoritários titulares de ações ordinárias, não possuem poder de controle. Essa corrente argumentava que o que se deveria proteger era o direito de saída do acionista, em adequadas condições, quando mudasse o controlador da companhia. Outros, todavia, tais como Fábio Konder Comparato e Arnoldo Wald,¹⁹ excluíam os acionistas sem direito a voto do conceito de *minoritário*, por não terem qualquer relação com o controle da companhia, ou seja, defendiam que só poderia ser considerado minoritário quem pudesse votar. Essa corrente baseou-se em uma interpretação literal dos arts. 254 e 255 da Lei das S/A, procurando demonstrar que *minoría* e *maioría* são noções que só fazem sentido quando referidas ao direito de voto, bem como em uma interpretação sistemática, ao demonstrar que, na terminologia adotada pela lei, em momento algum, o titular de ação preferencial sem direito a voto é considerado como acionista majoritário ou minoritário. Essa segunda corrente foi acatada pela jurisprudência.²⁰ Assim, prevaleceu a obrigatoriedade de realização de oferta pública para aquisição apenas de ações com direito a voto, no caso de alienação de controle de companhia aberta.

Cabe comentar, ainda, que a legislação societária também traz, em seu art. 257, regras sobre aquisição de controle mediante oferta pública. Trata-se, nesse caso, de oferta pública voluntária, visando a tomada do controle da companhia ou a aumento

19. Arnoldo Wald, "A obrigação de fazer oferta pública e a transferência de controle no direito brasileiro", *Revista Forense* 84/50 e 53, v. 302.

20. Arnoldo Wald, "Considerações sobre a aquisição e alienação de controle societário: o estudo da jurisprudência", *Revista dos Tribunais* 691/22, v. 82; Nelson Eizirik e Aurélio Wander Bastos, *Mercado de Capitais e S/A — Jurisprudência*, Rio de Janeiro, CNBV, 1987, pp. 641, 657 e 666; e Nelson Eizirik, "Sociedades anônimas — Jurisprudência", p. 367, 372, *apud* Nelson Eizirik, *Reforma das S/A e do Mercado de Capitais*, p. 85.

18. V. Luiz Leonardo Cantidiano, "Alienação e aquisição de controle", *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro* 59/64.

de participação, mediante apelo ao público e tratamento igualitário para todos os acionistas detentores de ações de uma mesma espécie e classe, quer seja controlador ou não da companhia. É, portanto, uma oferta voluntária *para* aquisição de controle, que se diferencia das ofertas públicas previstas nos arts. 254 e 255, que são ofertas obrigatórias *por* aquisição de controle.

Essas regras sobre oferta pública obrigatória no caso de alienação de controle estiveram em vigor até 1997, quando a Lei 9.457/1997 revogou o art. 254 e os §§ do art. 255 da Lei 6.404/1976, mediante a justificativa de que tais regras dificultavam e geravam custos elevados nos processos de reorganização societária. Assim, com a eliminação desse direito dos acionistas minoritários, o governo se apropriou de todo o ágio obtido nas privatizações realizadas a partir de então. Muitos doutrinadores defenderam, todavia, que, para atingir esse objetivo, essa reforma poderia ter se limitado a eliminar a obrigatoriedade de oferta pública apenas nas privatizações. A exclusão do *tag along* acabou por abalar o mercado de capitais nacional, não apenas em razão da eliminação de um dos direitos dos minoritários, mas também em virtude da insegurança jurídica e da percepção de alteração da regra em benefício do governo como acionista controlador.

Embora não ensejasse mais a obrigatoriedade de oferta pública, a alienação de controle jamais deixou de ser considerada hipótese de fato relevante, devendo, portanto, ser imediatamente comunicada ao mercado. Com base nisso e para ampliar o nível de *disclosure* nessas operações, a CVM baixou a Instrução 299/1999, estabelecendo que a operação que resultasse na alienação de controle acionário de companhia aberta deveria ser comunicada de imediato, pelo adquirente do controle, à CVM e às Bolsas de Valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia fossem admitidos à negociação, assim como divulgada na imprensa, mediante ime-

diata publicação providenciada pelo adquirente nos jornais utilizados habitualmente pela companhia. Essa comunicação e divulgação deveriam contemplar, no mínimo, as seguintes informações:

I — nome e qualificação do(s) adquirente(s), bem como um breve resumo acerca dos setores de atuação e atividades desenvolvidas pelo(s) mesmo(s);

II — nome e qualificação do(s) alienante(s), inclusive indireto(s), se houver;

III — preço e demais características e condições relevantes do negócio;

IV — objetivo da aquisição;

V — número e percentual de ações adquiridas, por espécie e classe, em relação ao capital votante e total;

VI — informação sobre quaisquer acordos ou contratos regulando o exercício do direito de voto ou a compra e venda de valores mobiliários de emissão da companhia;

VII — declaração, positiva ou negativa, relativamente à intenção de promover o cancelamento do registro de companhia aberta da sociedade envolvida;

VIII — outras informações relevantes referentes a planos futuros na condução dos negócios sociais, notadamente no que se refere a eventos societários específicos que se pretenda promover na companhia.

Além disso, a Instrução também previa que o adquirente do controle devia encaminhar à CVM cópia da documentação relativa à alienação, e a CVM podia exigir outras informações e elementos que considerasse necessários, bem como determinar retificações e aditamentos às informações prestadas.

Assim, a Instrução CVM 299/1999 mitigou parte das dificuldades causadas pela revogação do art. 254 da Lei das S/A, ao permitir ao público investidor amplo conhecimento das condições da operação de alienação de controle, bem como de algumas intenções do novo controlador.

Diante da inexistência de *tag along*, o projeto de reforma da legislação societária

previa sua reintrodução no ordenamento jurídico brasileiro, embora parcial, mediante a seguinte justificativa apresentada pelo Deputado Êmerson Kapaz em seu parecer: “No art. 254, reconstituindo-o, com alterações, já que em má hora revogado pela Lei 9.457/1997. Em verdade, trata-se de outra alteração feita para desobstruir o PND, mas que chegou mais longe do que pretendia. O dispositivo — no qual mantemos a determinação de não aplicabilidade às empresas em processo de desestatização — representa uma proteção essencial aos minoritários, em regra abandonados a sua própria sorte quando realizados processos de alienação do controle. Por ele, a CVM deverá zelar pelos interesses dos minoritários — e aprovar previamente a venda — e o novo controlador se obrigará a fazer oferta pública aos minoritários ordinários, por, no mínimo, oitenta por cento do valor da ação pago pelo bloco de controle. Assim, mantém-se a valorização estratégica do controle, sem que, contudo, abissais e injustificáveis disparidades se formem entre parcelas iguais do patrimônio da companhia, em prejuízo dos minoritários”.

Essa proposta gerou inúmeras discussões e foi objeto de diversas críticas, mas o Congresso Nacional, com base no objetivo da reforma de assegurar maior proteção aos acionistas não-controladores, acabou por restabelecer parcialmente o *tag along*, por meio do art. 254-A, transcrito a seguir:

“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.

“§ 1º. Entende-se como alienação de controle a transferência, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de

acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade.

“§ 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*.

“§ 4º. O adquirente do controle acionário de companhia aberta poderá oferecer aos acionistas minoritários a opção de permanecer na companhia, mediante o pagamento de um prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle.

“§ 5º. (*vetado*).”

Assim, a partir da entrada em vigor da recente reforma da legislação societária, ficou assegurado aos minoritários o direito de vender suas ações com direito a voto para o adquirente de controle de companhia aberta em oferta pública a ser obrigatoriamente realizada por este. Não há, todavia, tratamento igualitário entre acionista controlador e acionistas minoritários, pois o preço mínimo a ser oferecido é igual a 80% do valor pago por ação integrante do bloco de controle. A legislação, portanto, consagra expressamente a diferença de valor entre ações do acionista controlador e dos acionistas não-controladores e estabelece a magnitude dessa diferença.

Cabe destacar, também, que o direito de saída conjunta somente foi assegurado para os titulares de ações com direito a voto. O estatuto da companhia pode, todavia, estender esse direito aos titulares de ações preferenciais sem direito a voto, como uma vantagem patrimonial pela limitação de

suas vantagens políticas (art. 17 da Lei das S/A), hipótese em que o dividendo a ser pago a essas ações deve ser, no mínimo, igual ao dividendo atribuído a cada ação com direito a voto.

O projeto também previa, no § 5º do art. 254-A, que as companhias poderiam conceder *tag along* a seus acionistas sem direito de voto em igualdade ou não com as ações com direito a voto, devendo regular no estatuto, com precisão e minúcia, as condições do exercício deste direito. A posterior modificação do estatuto neste caso deveria obedecer ao disposto no § 1º do art. 136 da Lei 6.404/1976, o qual exige, para a eficácia da deliberação, a aprovação por preferencialistas que representem mais da metade das ações preferenciais. Esse parágrafo, todavia, foi vetado pelo Presidente da República, com base na justificativa de que essa possibilidade já consta do art. 17 da Lei das S/A e a ausência de remissão expressa ao art. 137 da referida lei poderia dar margem à interpretação incorreta de inexistência do direito de retirada em virtude dessa alteração estatutária.

A nova lei inova ao prever que o adquirente do controle de companhia aberta pode oferecer aos acionistas minoritários a opção de permanecer na companhia mediante o pagamento de um prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle (prêmio de permanência).

A partir da nova legislação societária, a CVM baixou a Instrução 361, que dispõe sobre ofertas públicas de aquisição de ações de companhia aberta (denominadas OPAs), dentre as quais está a OPA por alienação de controle. Segundo essa Instrução, essa modalidade de OPA tem por objeto todas as ações de emissão da companhia às quais seja atribuído o *pleno e permanente* direito de voto, por disposição legal ou estatutária. Em relação ao prêmio de permanência, a Instrução prevê que:

a) oferecida tal faculdade, os acionistas podem manifestar, no leilão da OPA, sua

opção por receber o prêmio, ao invés de aceitar a OPA;

b) para fins de cálculo do prêmio, entende-se por valor de mercado a cotação média ponderada das ações objeto da oferta nos últimos 60 pregões realizados antes da divulgação do aviso de fato relevante que der notícia da alienação de controle;

c) a requerimento do ofertante, a CVM poderá deferir a oferta de prêmio diverso daquele previsto no § 4º do art. 254-A, desde que:

- permaneça facultada aos destinatários da oferta a aceitação da própria OPA;
- seja concedida aos aceitantes da oferta de prêmio a faculdade de que trata o § 2º do art. 10 da referida Instrução, abatendo-se do preço devido em caso de exercício da faculdade a quantia que já houver sido recebida como pagamento do prêmio; e;
- as condições da oferta de prêmio sejam equitativas;

d) todo acionista que não se manifestar no leilão da OPA tem direito ao prêmio de permanência que tiver sido oferecido pelo adquirente do controle.

Cabe comentar, ainda, as regras sobre *tag along* previstas nos Regulamentos do Nível 2 e do Novo Mercado da Bovespa. Uma das exigências para a companhia aderir ao Nível 2 de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa é a extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 70% deste valor para os detentores de ações preferenciais. No Novo Mercado, por sua vez, exige-se tratamento igualitário também para os detentores de ações preferenciais.

2. Análise das regras atuais

Em caso de alienação de controle de companhia aberta, os titulares de ações com direito a voto têm o direito de vender suas ações ao novo controlador por preço igual

a, pelo menos, 80% do valor pago por ação integrante do bloco de controle.

Inicialmente, cabe analisar o conceito de alienação de controle previsto no § 1º do art. 254-A da Lei das S/A. Essa definição, embora seja circular, procura abranger diversas hipóteses que foram objeto de controvérsias entre 1976 e 1997, fazendo prevalecer expressamente no texto legal as interpretações da CVM sobre alienação de controle durante esse período. Assim, pela nova lei, é assegurado o direito a *tag along* nos casos de alienação de controle de forma:

a) *direta*: acionista controlador ou acionistas integrantes do bloco de controle transferem o controle da companhia a terceiro, que passa a ser o novo acionista controlador;

b) *indireta*: alienação de controle de sociedade controladora de companhia aberta.

A alienação direta e indireta de controle pode ocorrer em razão dos seguintes negócios jurídicos, realizados de uma única vez ou em etapas:

a) transferência de ações integrantes do bloco de controle;

b) transferência de ações vinculadas a acordo de acionistas;

c) transferência de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto;

d) cessão de direitos de subscrição de ações;

e) cessão de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações.

Em relação aos casos de transferência de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações, é preciso que haja *exercício* dos direitos conferidos por esses títulos e valores mobiliários, de modo que somente pode-se falar em alienação de controle a partir da aquisição de ações em quantidade que garanta a seu titular o con-

trole da companhia. Portanto, somente no caso de exercício dos direitos e somente a partir desse momento, a OPA torna-se obrigatória, sendo que adquirir o controle potencial de companhia aberta não gera a obrigatoriedade de realização de OPA por alienação de controle.

Para que fique caracterizada a alienação de controle, é fundamental, portanto, que:

a) a companhia tenha um controlador ou um grupo de controle, ou seja, pessoa natural ou jurídica, ou grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que (i) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e (ii) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia (art. 116, Lei 6.404/19);

b) negócio(s) jurídico(s) indicado(s) anteriormente seja(m) realizado(s) entre o controlador ou participante(s) do grupo de controle e o terceiro adquirente do controle;

c) a companhia, no caso de alienação direta de controle, ou a sociedade que a controle, no caso de alienação indireta de controle, passe a ter *novo* controlador ou grupo de controle, em decorrência de negócio jurídico realizado com o controlador ou participante(s) do grupo de controle anterior.

A regra do *tag along*, portanto, só se aplica nas aquisições *derivadas* de controle. Aquele que assume o controle de companhia aberta, sem que, para isso, tenha realizado qualquer dos negócios jurídicos do rol anteriormente apresentado com o controlador ou participante do bloco de controle da companhia, não está obrigado a fazer oferta pública para aquisição das ações dos acionistas minoritários, por se tratar de aquisição *originária* de controle. Exige-se, portanto, alienação do controle.

Há, ainda, a hipótese de aquisição *semi-derivada*. Havendo aquisição de qual-

quer quantidade de ações, valores mobiliários conversíveis em ações, direitos de subscrição de ações e outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações do acionista controlador ou de integrante(s) do grupo de controle e dessa operação, além de outra(s) operação(ões) realizada(s) entre o adquirente do controle e terceiros, resultar a transferência de controle da companhia, surge a obrigação para o adquirente do controle de realizar oferta pública para adquirir as ações com direito a voto dos acionistas minoritários, pois a legislação não exige a aquisição de *todas* as ações que integram o bloco de controle para caracterizar a alienação de controle.

Não basta para caracterizar a obrigatoriedade da oferta pública, todavia, a mera negociação de ações integrantes do bloco de controle, se não houver transferência de controle, tal como ocorre, por exemplo, no caso de acionista controlador que detém 75% do capital votante e resolve alienar ações que representam 20% desse capital. O acionista controlador, no caso, continua sendo o mesmo. Também não se aplica a regra do *tag along* na hipótese de negociação exclusiva de ações sem direito a voto, pois isso não dá margem à aquisição do controle da companhia. As hipóteses de alienação de ações entre os integrantes do grupo de controle e ingresso de novo ou novos acionistas no grupo não são tão facilmente resolvidas, pois dependem de uma análise casuística da participação do(s) integrante(s) do grupo na condução dos negócios da companhia.

A aquisição de controle também precisa ter ocorrido a título oneroso, caso contrário, não há obrigatoriedade de realização de oferta pública, pois não há qualquer preço a ser oferecido pelas ações dos acionistas minoritários. Hipótese diferente, todavia, é a alienação de controle sem pagamento de qualquer ágio pelo adquirente do controle. Nesse caso, há obrigatoriedade para o adquirente do controle de realizar oferta pública para adquirir as ações dos acionistas minoritários, uma vez que a exis-

tência de ágio na operação não é um requisito legal para a obrigatoriedade de oferta pública e também não há, na legislação, qualquer ressalva em relação a essa hipótese. Essa regra é adequada, pois, conforme será apresentado no próximo item deste trabalho, um dos objetivos do direito de venda conjunta é assegurar o direito de saída aos acionistas no caso de transferência do controle da companhia. Assim, mesmo que não haja sobrepreço a ser partilhado com os acionistas não-controladores, estes também devem ter o direito de vender suas ações. Essa hipótese já foi anteriormente apresentada à CVM, que, sob a égide da legislação anterior, entendeu, corretamente a meu ver, que “o fato de não haver um ágio de controle não retira a obrigatoriedade da oferta pública (...) e que, *in casu*, a oferta pública justifica-se inclusive pela perda de liquidez das ações no mercado” (Parecer CVM SJU 79/1983).

Em relação à alienação indireta, cabe comentar que há dificuldade de cálculo do preço a ser pago em razão do *tag along*, sendo necessário estimar-se, a partir de uma avaliação, a participação da companhia controlada no valor total pago pela aquisição de controle da sociedade controladora. Dificuldades de cálculo também existem nos casos de alienação de controle resultante de transferência de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto e da cessão de direitos de subscrição ou de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações.

Outro aspecto da recente reforma que merece uma análise mais detalhada refere-se ao prêmio de permanência. A maioria dos doutrinadores e a CVM defendem que oferecer esse prêmio é uma faculdade do adquirente do controle que continua, todavia, obrigado a fazer oferta pública para adquirir as ações dos acionistas minoritários. Caso o adquirente do controle decida oferecer esse prêmio, os minoritários podem optar entre vender suas ações ou permanecer como acionista da companhia, recebendo um prêmio por isso.

Além disso, embora a lei estabeleça um critério para o cálculo do prêmio de permanência, alguns doutrinadores, tais como Norma Parente,²¹ entendem que nada impede que o acionista minoritário aceite prêmio calculado por critério diverso, ainda que o valor seja inferior ao previsto em lei. Isso se justifica pelo fato de que (i) oferecer o prêmio de permanência é uma faculdade e não uma obrigação do adquirente do controle; e (ii) a Constituição Federal, ao garantir o direito de propriedade, assegura ao minoritário o direito de permanecer como acionista da companhia, mesmo sem receber qualquer prêmio, sendo-lhe, portanto, facultado, aceitar qualquer valor de prêmio de permanência. A Instrução CVM 361/2002 também prevê a possibilidade de valor do prêmio diferente do previsto na lei, conforme apresentado anteriormente. Carvalhosa e Eizirik,²² todavia, só aceitam prêmio de valor igual ou superior ao previsto na lei.

Há, ainda, outra interpretação sobre o prêmio de permanência, que é defendida por Cantidiano. Para ele, “permite a lei que o adquirente do controle, por decisão unilateral sua, ao invés de apresentar oferta pública de compra das ações ordinárias que são detidas pelos acionistas minoritários, para estender aos referidos acionistas, 80% do preço que tiver sido pago pelas ações integrantes do bloco de controle, possa se limitar a estender aos minoritários o pagamento do prêmio de controle — que, por definição legal, corresponderá à diferença entre o valor de mercado da ação e o valor que tiver sido pago por cada ação de controle”.²³ Nessa linha de raciocínio, não se admite, entretanto, liberdade na fixação do valor do prêmio, que deve ser, no mínimo, o valor previsto na legislação.

3. Análise de aspectos polêmicos

Inicialmente, cabe discutir a razoabilidade da exigência da OPA por alienação de controle de companhia aberta. Pergunta-se se faz sentido exigir que o adquirente do controle faça oferta pública para adquirir as ações dos acionistas minoritários.

Para a análise dessa questão, é fundamental, em um primeiro momento, a compreensão do que compõe o sobrepreço normalmente pago pelo adquirente do controle. O ágio eventualmente pago representa, na verdade, o somatório dos seguintes elementos:

- *prêmio pelo controle*: poder político de eleger a maioria dos administradores, fixar-lhes a remuneração e orientar a condução dos negócios da companhia;

- *expectativa de resultados* a serem obtidos a partir da condução dos negócios pelo novo controlador;

- *ativos não reconhecidos nas demonstrações contábeis*, que pertencem à sociedade e não ao seu acionista controlador, tais como marcas, tecnologias, qualificação dos funcionários, os quais podem ter, para o adquirente do controle, valor superior ao atribuído pelo mercado;

- *eventuais expropriações (private benefits of control)*: apropriações indevidas em benefício do controlador ou de terceiros e em detrimento dos acionistas não-controladores da companhia, tais como salários superiores aos de mercado, uso particular de bens da sociedade, empréstimos subsidiados, entre outros, conforme apresentado no início deste trabalho.

O ágio não reflete, portanto, apenas o prêmio de controle. Os fatores que compõem esse sobrepreço estão relacionados também com a contribuição de acionistas não-controladores na formação do capital da companhia e na sua valorização. Acionistas controladores e não-controladores contribuem nas mesmas condições para a capitalização da companhia, pois não há diferença de preço de emissão entre ações

21. Jorge Lobo (coord.), ob. cit., p. 42.

22. Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik, *A nova Lei das S/A*, p. 410.

23. Luiz Leonardo Cantidiano, *Reforma da Lei das S/A Comentada*, p. 248.

a serem subscritas por tais acionistas. Assim, poder-se-ia concluir que todos os acionistas devem participar não só dos riscos do negócio, mas, também, das vantagens pecuniárias que uma cessão de controle possa trazer.

Outro elemento que integra o ágio é a possibilidade de expropriação. Tatiana Nenova estima, a partir de dados sobre companhias brasileiras de 1997, que o valor dos benefícios particulares que o acionista controlador pode obter indevidamente da companhia é bastante elevado — de 13% a 20% do valor de mercado das companhias naquele ano.²⁴ Segundo La Porta *et. al.*, o controle assume elevado valor quando os direitos dos investidores são fracamente protegidos e a apropriação indevida em grande escala é fácil, por que permite-se aos acionistas controladores expropriar de forma eficiente. Assim, a reputação dos controladores assume particular relevância na captação de recursos em países com fraca proteção a investidores.²⁵

Há, dessa forma, a necessidade de análise de um outro aspecto a ser considerado para se concluir sobre a questão inicialmente proposta — o direito de saída dos acionistas não-controladores no caso de transferência de controle da companhia, em razão da potencial alteração na condução dos negócios da sociedade. Em um mercado, como o brasileiro, em que há, na grande maioria dos casos, uma concentração do controle nas mãos de um único acionista, é fundamental que os acionistas não-controladores tenham condições de sair da sociedade quando há transferência do controle. Isso se deve ao fato de que o investidor leva em consideração quem é o controlador da companhia para nela investir, pois este é quem conduz os negócios da sociedade. Pode-se falar, portanto, em *affectio societatis* entre o acionista controlador e os acio-

nistas não-controladores. Essa vontade de permanecer associado e de cooperação pode desaparecer com a transferência de controle para um terceiro, já que este poderá conduzir os negócios de maneira diversa da que vinha sendo realizada anteriormente. O direito de sair da sociedade se torna ainda mais relevante quando aumentam os riscos de expropriação e de prejuízo, tais como nas seguintes situações: aquisição de controle por pessoa com má reputação empresarial ou associada ao crime organizado ou, ainda, por concorrente que pretenda reduzir ou limitar os negócios da companhia, visando a sua extinção.

Não bastaria, todavia, que o direito de saída fosse assegurado. Seria fundamental que o preço a ser pago fosse adequado, ou seja, esse preço deveria refletir eventual ágio que tenha sido pago pelo adquirente do controle, no qual estão incluídos, conforme apresentado anteriormente, não apenas o prêmio de controle, mas também a expectativa de resultado da companhia, seus intangíveis e vantagens decorrentes da expropriação.

Incluir a alienação de controle como uma hipótese que enseje direito de retirada, conforme proposto por diversos doutrinadores, *data venia*, não é solução adequada, uma vez que onera a companhia e pode inviabilizar a operação, caso a sociedade esteja, por exemplo, passando por dificuldades financeiras e não disponha de caixa suficiente para reembolsar todos os acionistas dissidentes que venham a exercer o direito de retirada. Inviabilizar a alienação de controle de uma companhia com dificuldades financeiras pode representar, na verdade, sua extinção, pois perde-se uma oportunidade de eventual recuperação da sociedade pelo novo controlador.

Assim, mesmo reconhecendo-se que o controle da companhia tem um valor econômico pelos poderes que confere, a obrigatoriedade da OPA por alienação de controle pode ser justificada basicamente por dois motivos: (i) direito dos acionistas

24. Tatiana Nenova, *Control Values and Changes in Corporate Law in Brazil*, p. 4.

25. Rafael La Porta, *et. al.*, *Investor...*, cit., pp. 13-14.

não-controladores de participar no sobrepreço pago pelo adquirente do controle; e (ii) direito de saída dos acionistas não-controladores, a preço adequado, em razão da transferência do controle da companhia. Em termos estritamente econômicos, pode-se argumentar que apenas parte do sobrepreço pago pelo adquirente do controle deveria ser partilhado com os acionistas não-controladores, uma vez que um dos elementos que compõem o ágio é o prêmio de controle, que, na verdade, pertence ao controlador ou integrantes do bloco de controle. Haveria, entretanto, grande dificuldade de se obter esse valor no caso concreto.

Ressalte-se que não há, nas diferentes legislações, bem como entre os doutrinadores nacionais e internacionais, consenso a respeito da obrigatoriedade da OPA por alienação de controle, como mostra Roberta Prado,²⁶ mas, no atual contexto de atribuir-se maior proteção aos investidores, o *tag along* adquiriu maior importância, a fim de ampliar investimentos e desenvolver o mercado de capitais. Black refere-se à importância da oferta pública para aquisição das ações dos acionistas não-controladores, no caso de alienação de controle de companhia, nos seguintes termos: “A *takeout bid requirement*. A mandatory takeout bid rule requires a new controlling shareholder to offer to buy out all other shareholders at a per share price comparable to the price that the controlling shareholder paid to acquire control, unless the minority shareholders waive this right for a particular transaction. These rights give comfort to outside investors that, while they must trust the company’s current controlling shareholders, they have an assured exit, at a reasonable price, if control changes hands”.²⁷

Verifica-se que, em toda a argumentação anteriormente apresentada para defender a obrigatoriedade de OPA por aliena-

ção de controle, não há qualquer diferenciação entre acionistas não-controladores titulares de ações com e sem direito a voto. Todos contribuem nas mesmas condições para a capitalização da companhia e para sua valorização, bem como encontram-se igualmente sujeitos à expropriação por parte do acionista controlador. Argumentar que o *tag along* somente deve ser assegurado aos minoritários titulares de ações com direito a voto, pois somente estes têm ligação com o controle da companhia, é distorcer a realidade dos fatos. Sabe-se que esses acionistas, assim como os preferencialistas sem direito a voto, não interferem na condução dos negócios da quase totalidade das companhias abertas brasileiras, em que há concentração do capital votante nas mãos de um único acionista. E mesmo que isso não fosse verdade, o sobrepreço pago pelo adquirente do controle não reflete apenas o prêmio de controle, de modo que deve ser partilhado com todos os acionistas não-controladores. Assim, não há argumentos para justificar o tratamento diferenciado entre acionistas não-controladores com e sem direito a voto no caso de alienação de controle da companhia, como prevê a nossa legislação societária.

A doutrina é praticamente unânime ao fazer críticas nesse mesmo sentido.²⁸ Black, ao comentar as regras do mercado de capitais nacional, em Palestra proferida na BOVESPA, em agosto de 2000, criticou esse tratamento diferenciado previsto, à época, no projeto de lei para reformar a legislação societária, que deu origem à Lei 10.303/2001.²⁹ Norma Parente, ao comentar a reforma da legislação societária, também critica essa diferenciação, ao afirmar que “é lamentável que esse direito não tenha sido estendido ao acionista preferen-

28. V. manifestações nesse sentido de Calixto Salomão Filho, Nelson Cândido Motta e Leslie Amendolara em Jorge Lobo (coord.), ob. cit., pp. 493 e 508.

29. Bernard Black, “Strengthening ...”, cit., RDM 120/48.

26. Roberta Nioac Prado, cit.

27. Bernard Black, “The legal and institutional preconditions for strong securities markets”, *UCLA Law Review* 48/814.

cial. Em termos patrimoniais, a sua contribuição tem o mesmo valor que a dos demais acionistas. É injusto que o direito de vender em conjunto com controlador não lhe tenha sido outorgado. Penso que esse direito deveria ter sido partilhado entre minoritários ordinários e preferencialistas”.³⁰ A única diferenciação possível em relação a esses acionistas refere-se ao preço a ser pago por ação com e sem direito a voto, uma vez que conferem direitos diferentes.

Cabe comentar, ainda, em relação aos destinatários da OPA, que a Lei 10.303/2001, que acrescentou o art. 254-A na Lei 6.404/1976 estabeleceu, no caso de alienação de controle de companhia aberta, a obrigatoriedade de realização de oferta pública para aquisição apenas de ações com direito a voto. A Instrução CVM 361/2002, todavia, foi mais restritiva, ao estabelecer que a OPA por alienação de controle se destina apenas à aquisição de ações com direito a voto pleno e permanente. Assim, estariam incluídas nessa oferta as ações ordinárias, mas não estão incluídas as ações preferenciais quando o estatuto não lhes exclui o direito a voto e as ações preferenciais que tenham adquirido direito de voto temporário em razão da não distribuição de

dividendos (art. 111, § 1º, Lei das S/A). Carvalho e Eizirik consideram essa restrição ilegal, ao afirmarem que “o art. 254-A não estabelece qualquer requisito quanto ao caráter de maior ou menor permanência do direito de voto, não cabendo ao intérprete distinguir onde a lei não o faz”.³¹

Outra crítica que pode ser feita à nova regra sobre *tag along* refere-se ao preço mínimo de 80% do preço pago por ação integrante do bloco de controle a ser oferecido pelo adquirente do controle na aquisição de ações dos acionistas minoritários. A legislação, portanto, ao invés de estabelecer um tratamento igualitário entre acionista controlador e demais acionistas titulares de ações com direito a voto, consagra expressamente a diferença de valor entre as ações desses acionistas. Embora, conforme comentado anteriormente, parte do ágio apurado na alienação de controle seja devido ao prêmio de controle, é difícil justificar a adoção de uma regra geral de redução de até 20% em relação ao preço pago por ação do bloco de controle, o que acaba por representar a não distribuição ou a distribuição apenas parcial do ágio pago pelo adquirente do controle, conforme mostra a tabela a seguir:

HIPÓTESES DE ALIENAÇÃO DE CONTROLE DE COMPANHIA				
Cotação média da ação nos 60 dias anteriores	Preço pago por ação do bloco de controle	Ágio (= prêmio de permanência)	Preço mínimo — OPA	Diferença entre preço mínimo — OPA e cotação média
R\$ 80,00	R\$ 96,00	R\$ 16,00 = 20%	R\$ 76,80	(R\$3,20)/-4%
R\$ 80,00	R\$ 100,00	R\$ 20,00 = 25%	R\$ 80,00	(zero)
R\$ 80,00	R\$ 120,00	R\$ 40,00 = 50%	R\$ 96,00	R\$ 16,00/20%
R\$ 80,00	R\$ 160,00	R\$ 80,00 = 100%	R\$128,00	R\$ 48,00/60%
R\$ 80,00	R\$ 240,00	R\$160,00 = 200%	R\$192,00	R\$112,00/140%
R\$ 80,00	R\$ 320,00	R\$240,00 = 300%	R\$256,00	R\$176,00/220%

Assim, somente a partir de um ágio superior a 25% da cotação média da ação objeto da OPA é que o acionista minoritário

recebe parte do sobrepreço pago pelo adquirente do controle. Ressalte-se, todavia,

30. Jorge Lobo (coord.), ob. cit., p. 39.

31. Modesto Carvalho e Nelson Eizirik, *A Nova Lei das S/A*, p. 392.

que apenas parte do ágio é partilhada com os acionistas minoritários. Por outro lado, essa regra assegura o direito de saída do acionista minoritário na hipótese de transferência de controle da companhia.

Cabe também a análise do prêmio de permanência. Por meio do pagamento desse prêmio, permite-se que o minoritário receba sua participação no ágio pago na alienação de controle, sem que precise deixar de ser acionista da companhia. Além disso, é uma forma de se tentar evitar o enfraquecimento do mercado em razão da queda da liquidez das ações, provável consequência da redução da quantidade de ações em circulação no mercado. Assim, desaparecem os dois principais incentivos à venda de ações por parte dos minoritários: única forma de participar do ágio pago pelo adquirente do controle e risco de permanecer com ações de baixa liquidez. Para o adquirente do controle, também pode trazer a vantagem de representar uma necessidade menor de desembolso. Partindo-se da premissa de que é importante desenvolver o mercado de capitais nacional, o prêmio de permanência deveria ser obrigatório.

A interpretação defendida por Cautiano de que a legislação facultou ao adquirente do controle de companhia aberta oferecer o prêmio de permanência ou realizar a OPA parece, a meu ver, favorável aos acionistas minoritários e ao mercado de capitais, pois permite a participação no ágio sem levar à queda na liquidez. Além disso, é a única interpretação que dá algum sentido à regra prevista no § 4º do art. 254-A da Lei das S/A, pois a interpretação que está prevalecendo transforma essa regra jurídica, na verdade, em uma mera sugestão, o que não cabe ao legislador fazer.

Outro aspecto que divide os doutrinadores refere-se à possibilidade de rateio. O art. 254-A da Lei das S/A não prevê a obrigatoriedade de oferta pública para adquirir a *totalidade* das ações, tal como estabelece o art. 4º, que dispõe sobre a OPA para cancelamento de registro. Assim, é possível que, na OPA por alienação de con-

trole, o adquirente estabeleça um limite máximo de ações que está disposto a comprar na aquisição do controle da companhia, procedendo-se a rateio, que deve abranger inclusive as ações do acionista controlador, caso a quantidade de ações que os acionistas minoritários queiram vender seja superior ao limite por ele estabelecido. Impedir essa possibilidade seria ilegal e poderia inviabilizar operações, em decorrência do excessivo valor do desembolso que o adquirente do controle poderia vir a ser obrigado a efetuar. A OPA por alienação de controle, com previsão de limite de quantidade de ações a serem adquiridas, se assemelharia, na verdade, à OPA para aquisição de controle, prevista no art. 257 da Lei das S/A, com a única diferença de que já teria sido realizada anteriormente a aquisição de ações do acionista controlador, em quantidade condicionada ao resultado da oferta pública para adquirir as ações dos acionistas minoritários.

Não há, todavia, a meu ver, contrariamente ao que alguns defendem, a possibilidade de o adquirente do controle estabelecer um limite na oferta pública com base no valor máximo que está disposto a pagar na aquisição do controle, pois faltaria à oferta um de seus elementos essenciais — o preço. Isso impediria a tomada de decisão por parte dos acionistas não-controladores, que só teriam conhecimento do valor a ser recebido por suas ações ao término do leilão, quando fosse verificada a quantidade de ações vendidas.

Há, ainda, outro aspecto a ser analisado — a obrigatoriedade de oferta pública apenas para os casos de alienação de controle de *companhias abertas*. A doutrina é quase unânime em criticar a inexistência de regra semelhante para as companhias fechadas, sob o argumento de que os acionistas dessas companhias precisariam dessa proteção legal, pois têm ainda mais dificuldade para vender suas ações.³² Deve-se res-

32. Mauro Rodrigues Penteado, "Apontamentos sobre a alienação de controle de companhias abe-

saltar, entretanto, que, nas companhias fechadas, as ações são eventualmente objeto de negociações privadas, nas quais o investidor pode, antes da aquisição das ações, exigir a inclusão de regra estatutária de *tag along* caso queira assegurar o direito de saída e a participação no ágio no caso de alienação de controle da companhia, o que é permitido no art. 36 da Lei das S/A e se coaduna com a natureza mais contratualista desse tipo de sociedade. Nada impediria, todavia, que o legislador opte por proteger os acionistas não-controladores de todas as companhias, não apenas das companhias abertas.

Conclusão

A legislação societária de 1976 foi bastante avançada para a época, ao exigir tratamento igualitário aos acionistas minoritários no caso de alienação de controle de companhia aberta. Embora muitos doutrinadores defendessem que isso se aplicava tanto para os minoritários titulares de ações ordinárias como para os preferencialistas, a Resolução CMN 401/1976 e a jurisprudência, em sua maioria, acataram o entendimento de que o direito de venda conjunto era assegurado apenas aos titulares de ações com direito a voto.

Longa discussão surgiu na doutrina e na jurisprudência a respeito da natureza do prêmio de controle e de seus beneficiários, sem que se chegasse a um consenso. Essa polêmica perdeu, todavia, sua importância no novo contexto de Governança Corporativa, em que se procura assegurar mais direitos aos acionistas não-controladores, com o objetivo de ampliar investimentos e desenvolver o mercado de capitais.

A mini-reforma da legislação societária, realizada em 1997 com a finalidade de viabilizar privatizações, caminhou em

sentido contrário ao que recomendam as boas práticas de Governança Corporativa, ao excluir alguns direitos dos acionistas não-controladores, entre eles, o *tag along*. Tatiana Nenova analisou o impacto dessa mini-reforma no valor do controle de companhias brasileiras e concluiu que esse valor dobrou na segunda metade de 1997, em consequência da redução dos direitos dos minoritários.³³

A eliminação do *tag along* foi objeto de diversas críticas, até que, na reforma da legislação societária, recentemente realizada, esse direito foi parcialmente reestabelecido. A nova regra sobre *tag along* representou um avanço em termos de Governança Corporativa diante da inexistência de qualquer previsão legal nesse sentido desde 1997. Não se pode, todavia, concluir que há efetiva proteção aos acionistas não-controladores, por que:

a) a oferta pública tem por objeto apenas as ações com direito a voto;

b) o preço a ser pago por ação com direito a voto dos acionistas minoritários corresponde, no mínimo, a 80% do preço pago por ação integrante do bloco de controle.

A fim de se assegurar maior proteção aos acionistas minoritários, o direito de venda conjunta deveria ser estendido a todos os acionistas não-controladores da companhia. Além disso, a legislação deveria exigir tratamento igualitário entre o acionista controlador e os acionistas não-controladores, pois a possibilidade de pagar aos minoritários até 20% a menos do que foi pago por ação do bloco de controle faz com que, na realidade, nenhuma ou apenas uma parcela do ágio seja compartilhada com esses acionistas.

Por fim, com base no mesmo objetivo de se ampliar os direitos dos minoritários, o prêmio de permanência previsto no § 4º do art. 254-A da Lei das S/A deveria ser, assim como a OPA, obrigatório. Dessa for-

tas", *Revista Trimestral de Jurisprudência dos Estados* 64/52, v. 13; Luiz Leonardo Cantidiano, "Alienação...", cit., *RDM* 59/60, v. 24; Roberta Nioac Prado, cit., p. 93.

33. Tatiana Nenova, ob. cit.

ma, os acionistas não-controladores teriam sempre duas opções: vender suas ações ao adquirente do controle pelo mesmo preço pago por ação do bloco de controle ou permanecer na sociedade, recebendo, todavia, parte do prêmio pelo controle. Dessa forma, estariam assegurados os dois objetivos pretendidos nas regras sobre *tag along*: participação dos minoritários no ágio eventualmente pago pelo controle e direito de saída da companhia. Além disso, nesse caso, haveria um incentivo à permanência do acionista minoritário na sociedade e, conseqüentemente, um desincentivo à redução da quantidade de ações em circulação no mercado e provável queda da liquidez das ações e enfraquecimento do mercado de capitais.

Para finalizar esse trabalho, importante ressaltar que o movimento no sentido de se assegurar maior proteção aos acionistas não-controladores é uma tendência mundial e não deve ser interpretado como uma espécie de “perseguição” aos controladores. Pelo contrário, os empreendedores devem ser valorizados, pois criam diversos empregos e contribuem para o desenvolvimento econômico do País. Para isso, todavia, não é preciso ignorar-se a participação dos demais acionistas da companhia, que contribuem para a formação do capital e também são proprietários da sociedade.

Bibliografia

- BARROSO, Heller Redo. “A alienação de controle de controle acionário de companhia aberta e o dever de informação ao mercado”, *RDM* 116, São Paulo, v. 39, out.-dez. 1999.
- BLACK, Bernard. “Strengthening Brazil’s securities markets”, *RDM* 120, São Paulo, v. 40, out.-dez. 2000.
- _____. “The legal and institutional preconditions for strong securities markets”, *UCLA Law Review*, v. 48, 2001.
- CANTIDIANO, Luiz Leonardo. “Alienação e aquisição de controle”, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, v. 24, n. 59, 1985.
- _____. *Reforma da Lei das S/A Comentada*. Rio de Janeiro, Renovar, 2002.
- CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. v. 4, t. II, São Paulo, Saraiva, 1998.
- _____. *A Nova Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1977.
- _____. e EIZIRIK, Nelson. *A Nova Lei das S/A*. São Paulo, Saraiva, 2002.
- CHOI, Stephen J. *Law, Finance and Path Dependence: Developing Strong Securities Markets*. California, SSRN, 2002.
- COFFEE JR., John. *Do Norms Matter? A Cross-Country Examination of the Private Benefits of Control*. Nova York, SSRN, 2001.
- _____. *Privatization and Corporate Governance: the Lessons from Securities Market Failure*. Nova York, SSRN, 1999.
- _____. *The Rise of Dispersed Ownership: the Role of Law in the Separation of Ownership and Control*. Nova York, SSRN, 2001.
- EIZIRIK, Nelson. *Reforma das S/A e do Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro, Renovar, 1997.
- HANOUNA, Paul; SARIN, Atulya e SHAPIRO, Alan. *Value of Corporate Control: some International Evidence*. SSRN, 2001.
- LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei e VISHNY, Robert W. *Investor Protection and Corporate Valuation*. Cambridge, NBER, 1999.
- _____. *Investor Protection: Origins, Consequences, Reform*. Cambridge, NBER, 1999.
- _____. *Law and Finance*. Cambridge, NBER, 1996.
- _____. *Legal Determinants of External Finance*. Cambridge, NBER, 1997.
- LEVINE, R. e ZERVOS, S. J. “Stock market development and long run growth”, *World Bank Economic Review*, mai. 1996.
- LIMA, Osmar Brina Côrrea. “Alienação de controle de companhia aberta sujeita a autorização para funcionar”, *RT*. São Paulo, v. 78, n. 645, jul. 1989.
- LOBO, Jorge (coord.). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: Inovações e Questões Con-*

- trovertidas da Lei 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro, Forense, 2002.
- MARTINS, Fran. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas: Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. v. 3, Rio de Janeiro, Forense, 1978.
- MONKS, Robert e MINOW, Nell. *Corporate Governance*. Malden, Blacwell Business, 2001.
- MOTTA, Nelson Cândido. "Alienação do poder de controle compartilhado", *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, v. 32, n. 89, jan.-mar. 1993.
- NENOVA, Tatiana. *Control Values and Changes in Corporate Law in Brazil*. World Bank, 2001.
- _____. *The Value of Corporate Votes and Control Benefits: a Cross-Country Analysis*. Harvard University, 2000.
- PENTEADO, Mauro Rodrigues. "Apontamentos sobre a alienação de controle de companhias abertas", *Revista Trimestral de Jurisprudência dos Estados*. São Paulo, v. 13, n. 64, mai. 1989.
- _____. *et. al. Reforma da Lei das Sociedades por Ações*. São Paulo, Pioneira, 1998.
- PRADO, Roberta Nioac. "Da obrigatoriedade por parte do adquirente do controle de sociedade por ações de capital aberto de fazer simultânea oferta pública, em iguais condições, aos acionistas minoritários — Art. 254 da Lei 6.404/1976 e Resolução CMN 401/1976 — É efetivo mecanismo de proteção aos minoritários?", *RDM* 106, São Paulo, v. 36, abr.-jun. 1997.
- ROCCA, Carlos Antonio. *Soluções para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais Brasileiro*. Rio de Janeiro, José Olympio, 2002.
- ROCHA, João Luiz Coelho da. "Fechamento de capital, extinção da oferta pública no *take over* da companhia e outros problemas afetados à proteção das minorias sociais", *RDM* 116, São Paulo, v. 39, out.-dez. 1999.
- SALOMÃO FILHO, Calixto e RICHTER JÚNIOR, Mário Stella. "Interesse social e poderes dos administradores na alienação de controle", *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, v. 32, n. 89, jan.-mar. 1993.
- WALD, Arnoldo. "Considerações sobre a aquisição e alienação de controle societário: o estudo da jurisprudência", *RT*. São Paulo, v. 82, n. 691, mai. 1993.
- _____. "A obrigação de fazer oferta pública e a transferência de controle no direito brasileiro", *Revista Forense*. Rio de Janeiro, v. 84, n. 302, abr.-jun. 1988.