

Atualidades

CONSIDERAÇÕES SOBRE *TAG ALONG* E DIREITO SOCIETÁRIO BRASILEIRO

FREDERICO AUGUSTO MONTE SIMIONATO

1. Introdução. 2. Do poder de controle nas sociedades anônimas. 3. Tag along e ações ordinárias – Os minoritários. 4. Tag along e ações preferenciais. 5. Regras de interpretação do tag along e ações preferenciais.

1. Introdução

Este artigo vem escrito por questões atinentes aos processos de oferta pública de aquisição e da alienação de controle de companhia aberta e dos interesses que lhes são próprios. Em perspectiva recorrente na melhor doutrina, a nossa Lei 6.404/1976 constitui aquilo que verdadeiramente se poderia chamar de *código societário* brasileiro, diante das infinitas interpretações que decorrem do seu texto legal, da profundidade dogmática da matéria atinente aos órgãos societários, sua disciplina específica, bem como dos direitos dos sócios, a figura do controlador etc. Por seu turno, a riqueza do direito societário está também na redação dos contratos e estatutos sociais. O Código Civil de 2002, neste passo, não foi razoável na regulação das sociedades.¹ O que se quer dizer é que a fonte *riquíssima* de interpretação está na própria Lei das S/A, num sistema de completeude inconstatável.² Quando se escreve qual-

quer linha sobre direito empresarial a realidade tem que ser, ao mesmo tempo, o ponto de partida e de chegada.

que não pode ocorrer é se impregnar na doutrina uma tendência de *revisonismo contratual*, como se agora, com o advento do Código Civil de 2002, tudo se fosse resolver pela função social dos contratos. Ora, em sede empresarial, nos contratos empresariais nada se discute de função social. A validade do contrato decorre por ela mesma, na sua execução e cumprimento. Instituto dos mais interessantes em sede contratual é o fenômeno do *enriquecimento sem causa*, que tem ampla aplicação. A função social do contrato está no estudo axiológico do próprio contrato. Portanto, a função social é a reunião de três valores: (a) jurídico; (b) econômico; (c) social. Com efeito, o *valor jurídico* manifesta-se na redação dos contratos, na forma que se faz lei entre as partes, e que deve obedecer aos princípios clássicos e caros ao próprio ordenamento jurídico, dentre eles a equidade, boa-fé e a comutatividade. O *valor econômico* é a transferência de riqueza ou propriedade – aqui, em sentido amplíssimo – e também da regulação dos direitos e interesses que se perfazem pela via contratual. O *valor social* tem natureza bem outra, vale dizer, é de cunho sociológico, ou seja, uma determinada coletividade entendeu por certo que a forma consensual dos contratos seria a maneira correta pela qual se resolveriam todas e quaisquer pendências na regulação dos seus próprios *interesses e vontades* daqueles integrantes desta mesma coletividade, o que se coaduna perfeitamente com uma sociedade bem desenvolvida, ainda mais em tempos contemporâneos, quando milhões de contratos são firmados diariamente no sistema capitalista – o que nada tem a ver com o tratamento dado aos contratos

1. Os arts. 1.088 e 1.089 do CC são, certamente, os artigos mais inócuos da história do ordenamento jurídico nacional – o que não é algo tão fácil de conseguir.

2. A função social dos contratos não é nada mais que seu cumprimento, sua execução regular. O

Nas palavras do Mestre italiano, “não é somente necessário, ao lado da lei, considerar a jurisprudência e a doutrina; cumprir também à prática contratual. As diversas leis levam em conta determinadas praxes contratuais; assim, o alcance das leis será diferente consoante for diversa a prática contratual seguida e, com muita frequência, conforme a diferente reação contratual perante a lei; seja a primeira, seja a segunda, devem ser levadas em conta. A norma legal torna-se, com frequência, um corpo morto e quase desprovido de significação para os que não têm presente a sua aplicação prática. Como seria possível, por exemplo, sem o estudo dos estatutos sociais, compreender o real alcance das leis das sociedades anônimas?”³

Seria inócuo falar sobre pretensões, vontades ou interesses que a prática da atividade empresarial – aqui, expressa em sentido amplíssimo – não contempla ou que não lhe dizem respeito etc.

Desde tempos idos, naquelas tardes ensolaradas nas cidades italianas no período medieval, tais como, Milão, Florença, Bolonha, Pisa, Gênova, Siena etc., precisamente nos séculos XII-XIV, quando se consolidou o direito estatutário naquele momento histórico e inesquecível, quando os mercadores se reuniam, nas suas próprias corporações, e escreviam suas leis e seus estatutos, o que, mais modernamente,

de adesão. Isto nem mesmo nos contratos de franquia ou concessionárias de veículos automotores. A regulação destes contratos decorre da prerrogativa do uso da marca, que tem padrões definidos anteriormente. A franquia e as concessionárias – somente como exemplo – são típicos contratos de *ganha-ganha*; de risco, é verdade, mas com prerrogativas bem consideráveis também, principalmente para o franqueado, que pode enriquecer por conta de marcas já existentes, as quais tal contratante em nada contribuiu para desenvolver anteriormente. A redação dos estatutos sociais deve ser feita com total autonomia do Código Civil, que em nada os regula por isso inaplicável o art. 1.089 do referido texto legal.

3. Tullio Ascarelli, *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*, São Paulo, Saraiva, 1969, p. 7.

se compendiou em denominar como a época das *societas mercatorum*,⁴ nas quais os mercadores fizeram florescer os títulos de créditos, os bancos, a figura do comerciante, a escrituração contábil, a sociedade em nome coletivo, os institutos falimentares, bem como as infindáveis relações jurídicas próprias e específicas da realidade do comércio, todos na perfeita e rigorosa confluência das várias estradas que levavam sempre ao bom caminho e direção do *ius mercatorum*.⁵

São os *mercadores e rendeiros* que continuam redigindo seus contratos, suas leis, seus estatutos.

O sistema do *novo mercado* na Bolsa de Valores de São Paulo, como forma de incentivar novas posturas administrativas nas grandes companhias, é a nova realidade de que se intensifica, na prática acionária brasileira, na elaboração dos estatutos sociais, de tal sorte que as vicissitudes corriqueiras devem ceder espaço aos postulados de uma convergência de interesses que levem em consideração novos aspectos, objetivos e subjetivos, ao trilharem a estrada do *ius mercatorum* em direção aos seus rendimentos e ganhos financeiros.

4. Cino de Pistoia (1270-1336), Bartolo da Sassoferrato (1314-1357), Baldo de Ubaldis (1327-1400), entre outros, deixaram para a posteridade o nascer das primeiras referências históricas das normas estatutárias comerciais e societárias.

5. Até o inigualável Boccaccio foi ver como andavam as coisas do comércio naquela época: “giovinetto appena, forse verso il 1325-58, è mandato a far pratica mercantile e bancaria a Napoli, dove la brillante Corte angioina era alla mercé del banco dei Bardi e dei suoi finanziamenti. Proprio nella succursale dei Bardi, nella *Ruga Cambiorum* vicino alla Pietra del Pesce, il Boccaccio consuma i giorni del suo lungo apprendisato commerciale. Come gli altri commessi giovinetti, egli sta al banco, riceve e indirizza i clienti, pesa le monete d'oro e d'argento, sbriga corrispondenza, tiene i registri e la 'ragione' di vendita e di compera; ed esce a far commissioni e negozi minori, passando per quella rua Catalana e dinanzi a quel Malpertugio che serviranno poi da sfondo allucinante alla picaresca novella di Andreuccio da Perugia” (conforme nos conta Pier Giorgio Ricci, em seus comentários ao magistral *Vite di Dante*, de Giovanni Boccaccio, Milão, Mondadori, 2002, p. 182).

O *tag along*, como regra geral, seria a compreensão que o legislador teve diante dos incontáveis abusos praticados em sede acionária contra os *interesses* dos acionistas ordinários minoritários. “Interesse” não tem, necessariamente, o sentido ou conotação de *direitos*. O termo “interesse” trata apenas da conotação que lhe é implícita de *pretensão*, *desejo*, algo que se espera ser *aceitável* ou *equânime* do ponto de vista econômico. Tal pretensão, desejo, pode se transformar em norma jurídica – como ocorreu com a reforma de outubro/2001.

Uma das perguntas que se faz é como funcionaria, do ponto de vista do aumento da liquidez, a relação entre os investimentos em longo prazo e a prática do *novo mercado*. Esta não é a sede, ao menos para o momento, para discutir liquidez e rentabilidade das ações e demais valores mobiliários. Porém, por via reflexa, o *novo mercado* acerta em cheio o postulado do *tag along* nas ordinárias – o que é óbvio –, mas trouxe uma enorme discussão sobre se o art. 254-A também poderia ser aplicado, em interpretação extensiva, em favor dos titulares das ações preferenciais contempladas com *voto restrito*.

Quando escrevi, nos anos de 1999, o texto “A lei e a vontade do Estado” (RDM 116/180) comentando a Lei 9.547/1997, suas consequências para o processo de privatização e seus reflexos sobre os processos de reorganização societária, acreditei que uma interpretação rigorosa e literal do texto normativo poderia provocar confusão jurídica sobre o tema, e que a *fusão*, *incorporação* e a *cisão* são institutos e meios de reorganização financeira que se complementam no meio empresarial, e a separação que a Lei 9.457/1997 fez quanto ao direito de recesso, art. 137, II, “a” e “b”, contraria o princípio da igualdade nas decisões dos órgãos sociais, em prejuízo para o acionista. Igualdade em sentido amplíssimo, como direito subjetivo, alcançável por conta de uma norma de efetividade duvidosa, e por tal norma contrariar o sistema jurí-

dico societário reinante no País. Parecia que seria uma norma casuística, ferindo de morte sua própria aceitação pelo ordenamento jurídico, cedendo espaço ao mundo da interpretação justa, equânime e que leva em consideração a teoria dos valores, ou seja, dos princípios fundamentais de interpretação sobre a esfera dogmática e da natureza das coisas. A referência como *direito subjetivo* – algo um pouco em desuso – tem a função de entender como a prerrogativa da consolidação destes vários interesses metajurídicos poderia – e muitas vezes pode realmente – alavancar pretensões bem determinadas.

Contudo, a Lei 9.547/1997 é matéria já vencida. A referência se faz pelo seu casuismo, mas principalmente pelos interesses que congregava, e do método de interpretação corretivo aplicado, sobre os *direitos de sócio* (art. 109 da Lei 6.404/1976).

A reforma de outubro/2001 foi muito bem-vinda em sede acionária, trouxe novos direitos, disciplinou o funcionamento do Conselho Fiscal, seguindo, neste passo, inteiramente aquilo que nos ensinou o Mestre dos Mestres, querido professor Waldirio Bulgarelli, no seu magistral *Conselho Fiscal nas Companhias Brasileiras*.

Mas cabe tratar, aqui, exclusivamente do *tag along*, arts. 17, § 1º, III, e 254-A da Lei das S/A, em interpretação sistemática e conforme o espírito do texto normativo acionário, e também da vontade das partes na redação das regras que são recorrentes nos estatutos sociais, *mesmo nas companhias abertas*.

2. Do poder de controle nas sociedades anônimas

Nossa melhor doutrina já elaborou aquilo que é o *estado da arte* sobre a matéria da definição de *poder de controle*, suas atribuições, poderes, abusos, deveres

e responsabilidades.⁶ O livro do Professor Comparato é um divisor de águas na literatura jurídica brasileira, pelas suas lições determinantes sobre a análise do poder de controle acionário na sua forma mais completa – lições fundamentais, estas, decisivas e de extremo rigor metodológico, que cumprem sua função essencial de ensinar a várias gerações – e ainda ensinarão outras tantas – como se portar juridicamente diante do fenômeno econômico do poder de controle nas companhias.

O art. 116 da Lei Acionária diz que se entende 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 sociais da assembleia geral e o 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*.

É evidente que, no uso desta sua prerrogativa, que é jurídica e econômica, o interesse do controlador fica balizado pelo parágrafo único do art. 116 da lei, ao estipular, de maneira categórica, que o acionista controlador deve usar o poder de controle com o fim de fazer a companhia realizar seu objeto e cumprir sua função social, e tem *deveres e responsabilidades* para com os demais *acionistas* da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos *direitos e interesses* deve *lealmente* respeitar e atender.

Como já afirmei alhures, o que se interfere é que a defesa do interesse social como proteção do interesse individual esbarra numa série de restrições, que dificultam sua justificação na administração empresa-

rial contemporânea, e a *comunione di interessi* não é o limite para *salvaguardar* a empresa e os sócios, porque cada um pode perseguir seu interesse pessoal, e a soma algébrica dos interesses dos sócios não pode ser entendida *unicamente* como a expressão do *interesse social*, salvo para a defesa do princípio majoritário, ou seja, da *vontade social*. O voto deve perseguir interesses que não se resumem no interesse imediato daquele que tem a prerrogativa do exercício deste poder. Pode, sim, alcançá-lo, desde que não contrarie o interesse da própria companhia.

3. Tag along e ações ordinárias – Os minoritários

Sempre acreditei que uma lei acionária não pode ser vista como *boa* ou *ruim* unicamente por conter normas que estabeleçam sistemas ditos de *proteção* ao acionista minoritário, em comparação com as prerrogativas que tem o acionista controlador. É evidente, também, que tal situação vai provocar um efeito sobre o mercado de capitais, porque se fala, aqui, de companhia aberta. As prerrogativas, de *fuherer prinzip* e *unternehmen an sich*, às vezes podem redundar em grandes benefícios financeiros para os minoritários – claro, isto somente sobre os dividendos, e não no momento de alienação do poder de controle⁷ ou da formação das reservas, por exemplo.

É bom que se explique que é o próprio mercado de capitais que faz valer suas regras econômicas, e o estatuto da companhia aberta que não estipular expressamente mecanismos e instrumentos jurídicos para fortalecer a liquidez de suas ações tende a sofrer reveses de toda ordem, principalmente de liquidez e rentabilidade, que andam sempre muito próximas e que não gostam das eventuais incertezas do mundo das leis.

6. Cumpre seguir sempre e na sua totalidade aquilo que Fábio Konder Comparato escreveu no memorável *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, e que ilumina o entendimento sobre os arts. 116 e ss. da Lei 6.404/1976.

7. Cf. o meu texto “A função social e o controle do poder de controle nas companhias”, *RDM* 135/94.

O novo mercado é a reposta que o próprio mercado de capitais apresentou sobre os estatutos sociais: é como se o mercado pudesse dizer o que deseja, e sob quais orientações e condições de transparência a gestão deveria ser direcionada para alcançar fins bem específicos e interesses bem determinados. É o mercado de bolsa dizendo que a *transparência*, as *regras justas* e a *segurança jurídica nos contratos* são os fatores fundamentais para a *riqueza das Nações* – o que os preclaros investidores norte-americanos já descobriram, mesmos nas piores fraudes, faz um bom tempo.

O art. 254-A da Lei das S/A inovou, estabelecendo que: 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% do valor pago por ação com direito a voto, *integrante do bloco de controle*.

A percentagem de 80% é uma referência ao mínimo legal, cabendo ao estatuto, se assim estipular expressamente, oferecer mais, alcançando até os 100%.⁸

O art. 254-A da Lei das S/A é mais que claro no que diz respeito ao novo sistema das ações ordinárias dos minoritários. Todavia, a questão ganhou complexidade em relação aos titulares de ações preferenciais, com *voto restrito* ou *vantagens políticas*.

8. Em OPA da ACESITA S/A se estatui que: “Preço. A Ofertante pretende adquirir as ações ordinárias dentro dos limites acima mencionados, pelo preço de R\$ 36,34 por ação ordinária, atualizado até a data do leilão. Esse valor equivale a 80% (oitenta por cento) da média do preço por ação pago à Previ, Petros e Sistel, conforme fato relevante publicado em 6.1.2006 e nos termos do art. 254-A da Lei das S/A” (Fonte: Comissão de Valores Mobiliários, Edital de Oferta Pública de Aquisição de Ações Ordinárias, publicado em 28.3.2006, da ACESITA S/A).

4. Tag along e ações preferenciais

Em 1940 o legislador disse que “a emissão de ações preferenciais sem direito de voto não pode ultrapassar a *metade do capital da companhia*” (art. 9º, parágrafo único, do famoso Decreto-lei 2.627).

Em 1976 o legislador disse que “o número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrições no exercício desse direito, não pode ultrapassar *dois terços do total das ações emitidas*” (art. 15, § 2º, da Lei 6.404).

Em 2001 o legislador disse que “o número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar *50% das ações emitidas*” (art. 15 § 2º, da Lei 6.404/1976, na nova redação).⁹

A matéria comporta interpretação sistemática de todo o texto normativo da Lei 6.404/1976, em especial dos arts. 17, 111 e 254-A, acrescido da Instrução Normativa 361/2002 da Comissão de Valores Mobiliários.

A normativa em questão seria disciplinar e resolver o dilema da seguinte *fat-tispecie*: (a) as companhias abertas nas quais os estatutos sociais silenciam e são omissos em estabelecer se todos os acionistas titulares de *ações preferenciais* têm direito ao *tag along*; (b) as companhias abertas nas quais os estatutos sociais silenciam e são omissos em estabelecer se os acionistas titulares de *ações preferenciais com direito de voto restrito* têm direito ao *tag along*; (c) as companhias abertas nas quais os estatutos sociais silenciam e são omissos em estabelecer se os acionistas *titulares de ações preferenciais com direito de voto restrito ou sem esta prerrogativa* têm direito ao *tag along*, na hipótese do art. 111, § 1º, da Lei das S/A. Situação raríssima e quase impossível, mas interessante do ponto de vista doutrinário.

9. Esses nossos tempos de tanta modernidade são realmente e incrivelmente modernos.

Nos termos estritamente jurídicos, as preferências ou *vantagens*¹⁰ das ações preferenciais podem consistir: I – em prioridade na distribuição de dividendo, fixo ou mínimo; II – em prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele; III – na acumulação das preferências ou vantagens acima mencionadas (art. 17, I-III).

Ocorre que, *independentemente* do direito de receber, ou não, o valor de reembolso do capital com prêmio ou sem ele, as ações preferenciais *sem direito de voto* ou com *restrição* ao exercício deste direito (o voto não é pleno) somente serão admitidas a negociação no mercado de valores mobiliários se a elas for atribuída *pelo menos uma* das seguintes preferências ou *vantagens*: I – direito de participar do dividendo a ser distribuído, correspondente a, pelo menos, 25% do lucro líquido do exercício, calculado na forma do art. 202, de acordo com o seguinte critério: (a) prioridade no recebimento dos dividendos mencionados neste inciso correspondentes a, no mínimo, 3% do valor do patrimônio líquido da ação; e (b) direito de participar dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias, depois de a estas assegurado dividendo igual ao mínimo prioritário estabelecido em conformidade com a alínea “a”; ou II – direito ao recebimento de dividendo, por ação preferencial, pelo menos 10% maior que o atribuído a cada ação ordinária; ou III – direito de serem *incluídas* na oferta pública de alienação de controle, nas condições previstas no art. 254-A, assegurado o dividendo pelo menos igual ao das ações ordinárias.

Portanto, o direito de serem *incluídas* na oferta pública decorre *necessariamente* de *expressa previsão do estatuto social* da companhia determinando, categoricamen-

te, se as ações preferenciais *sem direito de voto ou com voto restrito* poderão gozar desta *vantagem*.

Se o estatuto é silente ou omissivo, o intérprete não pode interpretar de maneira extensiva o art. 254-A, sob pena de manifesta e frontal colisão entre o texto legal e a interpretação razoável da Lei 6.404/1976.

O primeiro e fundamental requisito do *tag along* é a prerrogativa de o voto ser *pleno e permanente* – ações ordinárias.

Como o estatuto social, na sua redação, deve sempre observar aquele *ius mercatorum*, o qual é redigido por profissionais, empresários, acionistas e investidores, ou seja, pessoas capazes e muito bem informadas, e que por isso mesmo não necessitam de *qualquer tutela por parte do legislador*, o ordenamento jurídico-societário lhes oferta ampla *liberdade* na redação dos estatutos, como ponto de partida e seu princípio fundamental de manifestação da *autonomia da vontade entre os contratantes*. É óbvio, e talvez nem fosse necessário dizer, que tal liberdade não é absoluta, e fica balizada pelas *regras* do próprio mercado de capitais e da legislação acionária, no que forem aplicáveis.

Estas regras são jurídicas e econômicas. O *novo mercado* é o avanço econômico, que leva consigo novas roupagens jurídicas.

Ora, se nos estatutos sociais lá escrevem que as preferenciais têm direito ao *tag along* – porque ficam mais valorizadas e favorece sua liquidez – quem, com o mínimo de razoabilidade, poderia dizer o contrário? Os *mercadores* assim o desejaram, assim o tiveram. É óbvio que tal situação *quase* que impede a aquisição do controle.

Outra situação, bem corriqueira, mas profundamente diversa, é estabelecer com exatidão o regramento aplicável àqueles que estão nos níveis tradicional, I e II e naquelas companhias em que as ações preferenciais têm pouca liquidez no mercado.

10. Nos termos do art. 18 da Lei “o estatuto pode assegurar a uma ou mais classes de ações preferenciais o direito de eleger, em votação em separado, um ou mais membros dos órgãos da administração”, como vantagem política, que repercute sobre a administração, não sobre o poder de controle.

5. Regras de interpretação do *tag along* e ações preferenciais

A primeira regra de interpretação sobre a matéria seria a seguinte: *ação preferencial com voto restrito ou sem direito de voto não tem direito ao tag along se o estatuto social é omissivo*.

A segunda regra, bem mais clara: *se o contrato social prevê expressamente o tag along aos preferencialistas, tal direito é inabalável – ius mercatorum – tanto nas preferenciais sem direito de voto ou com voto restrito, conforme disciplina o estatuto*.

Terceira regra: *ação preferencial com voto restrito não tem a mesma natureza da ação ordinária, na qual o voto é pleno e permanente*.

Voto pleno e permanente significa, seja para o controlador, seja para o minoritário, a *prerrogativa de utilizar este direito na votação de todas as matérias atinentes à administração ordinária e extraordinária da companhia*, ou seja, *em todas as deliberações da assembleia geral – ordinária e extraordinária*. O voto é irrestrito, amplo, absoluto, indelegável e sucedâneo de responsabilidade por desvio de finalidade, abuso de poder e descumprimento dos deveres (arts. 116 e 153-157).¹¹

As ações preferenciais com *voto restrito* não têm as prerrogativas das ações de controle, salvo interpretação pouco razoável. O voto fica *restrito, limitado e condicionado* às matérias específicas, previstas

pelo próprio estatuto social. Eleger diretores, como *vantagem* atribuída às preferenciais, jamais tipificará prerrogativa de controle, e, por isso, *omisso o estatuto*, neste caso, é descabida qualquer majoração (*tag along*) na oferta pública de aquisição e alienação de controle em favor dos acionistas preferencialistas.

O art. 254-A tem que ser interpretado restritivamente. Com efeito, 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 de voto de propriedade dos acionistas da companhia*, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% do valor pago por ação *com direito a voto, integrante do bloco de controle*.

A interpretação se faz *ao contrário*. Ou seja, terão direito à majoração (*tag along*) as ações com direito de voto – ordinárias – porém que não integram o bloco de controle.

A regra de interpretação da lei é a seguinte: o legislador fez referência aos ordinários minoritários, comparando-os àqueles que também *têm direito a voto, mas que integram o bloco de controle*. Ou seja, a *interpretação a contrario sensu* é a correta, porque têm direito à majoração de 80% somente aqueles ordinários que *não integram o bloco de controle*, vale dizer, *os minoritários com suas ações ordinárias*.

Em nenhuma hipótese o legislador (art. 254-A) fez referência às ações preferenciais *com voto restrito*. Interpretar extensivamente tal matéria seria conferir amplitude muito maior que aquela que o legislador quis realmente disciplinar, fugindo, por completo, da interpretação sistemática do texto normativo acionário.

Se não fosse assim, o acionista titular de ações preferenciais com voto restrito gozaria e teria a prerrogativa de participar somente da colheita, mas não da sementeira! Ou seja, tais acionistas querem partici-

11. Veto não é voto. Assim preceitua a lei: “Nas companhias objeto de desestatização *poderá* ser criada ação preferencial de classe especial, de propriedade exclusiva do ente desestatizante, à qual o *estatuto social* poderá conferir os *poderes* que especificar, inclusive o *poder de veto* às deliberações da assembleia geral nas matérias que especificar”. Ou seja, veto não é voto. *Poderá* é *ius mercatorum* a ser regulado pelo estatuto social. *Poderes* não quer dizer direito de voto. *Deliberações da assembleia*, estes, sim, são aqueles que têm direito de voto, que deliberam, e por isso mesmo é que têm o controle dos órgãos sociais, ou a parcela do capital social que é composta pelos ordinários minoritários.

par da majoração do *tag along* em seu benefício, mas, em contrapartida, não desejam se ver envolvidos com as responsabilidades atinentes e próprias daqueles acionistas que usam *efetivamente* o poder de controle nas companhias abertas – responsabilização que muitas vezes ataca até os minoritários em acordo de acionistas.

O acionista preferencialista já deveria se considerar satisfeito por ter a vantagem do *voto restrito*, e tal *vantagem* não é exercício de um poder de controle, definido como o poder de dispor licitamente sobre bens alheios que estão sob sua administração e controle, situação que lhe é conferida no seu próprio proveito – ou seja – dele, acionista preferencialista –, porque no caso do voto restrito suas ações *tendem* a ter maior liquidez no mercado e, portanto, maior preço de venda, o que ocorreria naturalmente pelas regras econômicas do próprio mercado de capitais. Aqui, nas regras econômicas do mercado de valores mobiliários, têm grande importância a oferta, a demanda, os interesses, os fatos políticos, e as regras estritamente jurídicas pouco podem contrariar tais tendências financeiras e econômicas.¹²

Com efeito, o voto é *pleno* sobre a administração da companhia. Isto acarreta, no exercício do direito de voto, o poder de *total* comprometimento – do ponto de vista da responsabilidade, falência da companhia etc. – do patrimônio social da companhia. Jamais algum acionista preferencialista com voto restrito terá o poder de dispor sobre bens alheios ou da capacidade jurídica de contratar direitos por conta e em nome da companhia e obrigar a totalidade do patrimônio social. Isto seria uma

fraude contra o sistema normativo societário. Seria um controlador, com a “roupinha” de preferencialista.

O voto é *pleno* e *total* por se referir a todas as matérias das assembleias gerais, quer sejam *ordinárias* ou *extraordinárias*.

A Instrução 361 da CVM é correta para os casos de omissão do estatuto. A oferta pública de aquisição por alienação de controle de companhia aberta será obrigatória, na forma do art. 254-A da Lei 6.404/1976, sempre que houver alienação, de forma direta ou indireta, do controle de companhia aberta, e terá 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.

Na hipótese do art. 111, § 1º, da Lei, a situação é completamente distinta. As ações preferenciais *sem direito de voto adquirirão o exercício desse direito* se a companhia, pelo prazo previsto no estatuto, não superior a três exercícios consecutivos, deixar de pagar os dividendos fixos ou mínimos a que fizerem *jus*, direito que conservarão *até o pagamento*, se tais dividendos não forem cumulativos, *ou até que sejam pagos os cumulativos* em atraso.

Tal hipótese, raríssima, poderia, inclusive, e dependendo do caso, alterar definitivamente o bloco de controle, como afirmam alguns.¹³ O legislador jamais quis alterar a estrutura de controle por conta do art. 111, § 1º, da Lei. O que o legislador fez foi abrir uma possibilidade para que o acionista *sem direito de voto* possa, em assembleia geral ordinária – unicamente em assembleia geral ordinária –, fazer aprovar a distribuição dos dividendos que não lhe foram pagos e retornar, assim, e imediatamente, à condição de preferencial. O art. 111, § 1º, da Lei não é uma sanção, não é uma expropriação de controle, nada disso. Isto é tão verdadeiro que o acionista adqui-

12. Se as normas jurídicas conseguissem reverter todas as mazelas originadas pelas regras econômicas, com certeza, o mundo seria perfeito. Compete ao direito econômico regular, ordenar e controlar o fato econômico e o poder econômico, coisa completamente distinta daquilo aqui mencionado, ou seja, das leis econômicas da oferta, demanda, crises cambiais recorrentes, infortúnio nos negócios, crises no sistema de produção em escala etc.

13. Hipótese que não aceito, em termos jurídicos.

re *provisoriamente* o direito de voto, para exercê-lo nos termos do art. 132, II, da Lei – ou seja, aprovar a distribuição de dividendos, em sede de assembleia geral *ordinária*. Se a companhia não dispuser de condições financeiras para pagar os dividendos a que o acionista titular das ações preferenciais faz *jus*, o acionista preferencialista deve requerer a dissolução da companhia (art. 206, II, “b”) – ou seja, dissolução judicial. Se o acionista não pode participar dos lucros e dividendos – direito que lhe é essencial (art. 109, I) –, deverá, com certeza, participar do acervo no caso da liquidação da companhia (art. 109, II, da Lei), na proporção das suas participações.

Na interpretação escorreita da lei, nesta hipótese, poderia, conforme o nível de participação e pulverização das ações preferenciais, ser formado um novo grupo de controle unicamente para fins de aprovação de dividendos. Se tais *novos* controladores resolvessem saldar as dívidas (dividendos) em seu próprio proveito, retornariam àquela qualidade jurídica – ao *status jurídico* – de preferencialistas. Se neste ínterim ocorresse oferta pública para alienação e aquisição de controle – em que participam, agora como ordinários recém-chegados, tais acionistas –, em hipótese alguma poderiam votar sobre esta deliberação, cabendo tal prerrogativa ao controlador; mas aqueles poderiam receber o valor da tratativa, o que lhes seria muito mais rentável que a liquidação da companhia. Em outra hipótese, se não ocorresse alteração do bloco de controle, mas os preferencialistas recém-chegados tivessem apenas assumido a qualidade de minoritários ordinários, teriam, neste mesmo ínterim, com certeza, direito ao *tag along*, nos termos do art. 254-A da Lei, porque assumiram a qualidade de ordinários, mesmo provisoriamente, até a realização da assembleia geral ordinária de aprovação da distribuição de dividendos; neste caso também seria, provavelmente, mais rentável alienar as ações que participar do acervo na liquidação da companhia. Nesta última possibili-

dade prática, se o estatuto já dispusesse, antes dessa reviravolta acionária, que os ordinários minoritários teriam direito de *tag along* aos 100% oferecidos ao grupo de controle, e não apenas a 80%, os *novos* ordinários também alcançariam o valor máximo no caso da alienação do controle.

O que deve ser interpretado é a natureza jurídica das ações preferenciais. Tais ações têm natureza creditória, como investimento, materializada na retribuição pelo dividendo. São títulos, bem assemelhados aos títulos de crédito, que, na hipótese, também são valores mobiliários. O acionista preferencialista é um *credor* da sociedade, um *investidor*, e nada mais. Sua satisfação é receber os dividendos. É *rendeiro*, *investidor*, antes de ser *empresário*. Os ordinários do grupo de controle, de uma forma ou de outra, são *empresários*. Também por isso têm as prerrogativas do voto, que é pleno, irrestrito, permanente e obriga a totalidade do patrimônio social.

Em resumo, é somente o *ius mercatorum* que pode estender, voluntariamente, o direito de *tag along* aos acionistas preferencialistas sem direito de voto ou com voto restrito, dependendo da forma de constituição do seu capital.¹⁴ O texto normativo – Lei 6.404/1976 – não permite que tais acionistas acessem *automaticamente* o benefício do *tag along*. Então, caberia aos próprios integrantes dos processos decisórios e empresariais deliberarem sobre a necessidade, ou não, de os negócios acionários das companhias abertas caminharem nesta direção – o que tem ocorrido, por bem da verdade. Todos devem confluir pela estrada do bom caminho do *ius mercatorum*.

O *novo mercado* sem as ações preferenciais tem duas explicações: (a) modelo democrático em que todos devem ter o mínimo de poder decisional em sede assem-

14. Assim têm procedido algumas das companhias que integram os níveis I e II, bem como o tradicional.

blear; (b) facilitar o requerimento de prestação de contas.¹⁵

Contudo, não acredito em nenhuma dessas explicações.

Primeiramente, as ações são todas ordinárias porque os *mercadores* vêm, corretamente, neste sistema uma forma de ganhos de rentabilidade; a *corporate governance* tem uma finalidade bem clara – qual seja: reduzir o custo financeiro da captação de empréstimos e da administração das suas próprias carteiras; capital pulverizado; e com tudo isso a oferta de debêntures fica bem mais atrativa ao mercado em si; possibilidade de lançamento de títulos bem agressivos, como o bônus perpétuo; tal solidez financeira e transparência administrativa favorecem o aumento do valor de mercado das próprias companhias – o que deixará o controlador mais rico e contente, naturalmente. A empresa busca, assim, reforçar aquele conceito de *empresa institucionalizada*, num sistema de dialética complementar dos interesses nela envolvidos, numa resultante clássica de preservação da empresa e do próprio sistema capitalista, que, na verdade, favorece o debate do interesse da empresa em si, como fator decisivo e preponderante numa economia bem alicerçada do seu ponto de vista estrutural.¹⁶

15. Qualquer acionista pode fiscalizar as contas das companhias abertas, mesmo que não integre o sistema do *novo mercado* (art. 109, III).

16. Bem significativo foi o teor do anúncio da EMBRAER publicado nos principais jornais do País, dizendo: “Em 31 de março passado, os *detentores de ações ordinárias e preferenciais* da EMBRAER, reunidos em *assembleia geral extraordinária*, aprovaram a transformação da EMBRAER na primeira companhia brasileira de porte com capital *totalmente* pulverizado. Esta é, com certeza, a mudança mais importante para a EMBRAER desde a sua privatização, pois permite a *criação das bases para o crescimento sustentado e a perpetuidade da empresa*, ao capacitá-la para o livre acesso aos mercados de capitais mundiais, *ampliando sua capacidade de obtenção de recursos para suportar o desenvolvimento de programas de expansão. Ao mesmo tempo*, foram mantidos e preservados os direitos es-

Mesmo nos sistemas que não integram o índice do *novo mercado* a autonomia contratual na redação dos estatutos sociais pode ser ampla em favor dos respectivos acionistas preferencialistas e também em sede de *tag along*. Notou-se que tal prática favorece a valorização das ações preferenciais. Estas ações ganham rentabilidade e liquidez. A opção de conceder o *tag along* aos acionistas titulares de ações preferenciais sem direito de voto ou com voto restrito pode, em alguns casos, interferir nos valores da negociação da oferta pública de aquisição e alienação do controle.

Porém, a concessão deste benefício aos titulares de ações preferenciais opera-se nas companhias em que não existe uma política administrativa voltada *necessariamente* para tal alienação de controle, ou seja, contam com grupo de controle *fortíssimo* financeiramente e com posição determinante sobre os mercados. Ademais, a estrutura societária via *holding* e das sociedades de participações internacionais pode remediar bem esses problemas. Se a oferta for para aquisição seguida do fechamento de capital, os novos controladores pagariam o que fosse necessário, diante das perspectivas de rentabilidade que estão implícitas nessa medida societária.

tratégias da União inerentes à ação de classe especial (*golden share*), além de adotar mecanismos especiais de proteção, visando à manutenção da pulverização das ações, o *comando* da empresa em mãos brasileiras e a proteção em relação a *take overs* hostis ou consentidos” (grifei – *Folha de S. Paulo*, 4.4.2006, pp. A8 e A9). Nada mais se necessitaria falar em sede de *novo mercado* e dos interesses que o envolvem. Nas poucas linhas deste anúncio, redigido perfeitamente e de maneira absolutamente esmerada, ficaram bem assentados os seguintes fundamentos do *novo mercado*: decisão interna e soberana da sociedade em alterar seus estatutos sociais seguindo os primados do *ius mercatorum* e da ampla autonomia na redação desses estatutos; busca do aumento do valor da companhia; empresa institucionalizada; manutenção do controle (*comando*) nas mãos dos atuais sócios; dispersão das ações no mercado; proteção contra *take overs*; redução dos custos na captação de financiamentos.

Da mesma forma, as companhias abertas também acabaram se valorizando incrivelmente. Os controladores que compõem a lista das companhias abertas do novo mercado *aceitaram* oferecer tal benefício aos minoritários ordinários (por força de lei e do mercado), objetivando ganhos de capital em favor das próprias companhias.

O grupo de controle está *aceitando* conferir, por disciplina expressa dos estatutos das companhias, o benefício do *tag along* aos preferencialistas sem direito de voto ou com voto restrito, por ter uma boa moeda de troca, qual seja, o imperioso aumento do valor de mercado das suas próprias companhias e ganhos de capital sem precedentes nos sistema de administração das grandes companhias brasileiras.

Para o empresário, quanto mais *rica* for sua companhia, melhor será. Poderá constituir reservas, alcançará poder econômico, estabelecerá domínio sobre merca-

dos, obterá com facilidade financiamentos com as instituições financeiras etc.

O que o acionista preferencialista gosta e quer é dinheiro. Com o *tag along* tal acionista pode ficar *um pouco mais* tranquilo. Numa esfera de dialética complementar, pessoas racionais podem pensar nos jogos, ou seja, nas relações de *ganha-ganha*, quando todas as partes saem vencedoras. Vencer significa deixar de perder, muitas vezes.

Então, todos estes interessados, quer sejam os controladores, minoritários e preferencialistas, que na verdade nunca se “amaram” muito, mas que precisam se tolerar em sede acionária para a administração da companhia e na distribuição de dividendos, puderam, enfim, mitigar algumas das suas principais diferenças, e a partir desse *novo comprometimento* eles resolveram “noivar” e acabaram por se “casar”¹⁷ – e talvez possam, assim, ser felizes para sempre. Quem sabe?

17. O problema principal é que esse casamento pode ter três contratantes: grupo de controle; minoritários; preferencialistas. Não é por nada que os integrantes do *novo mercado*, pessoas de bem, cumpridoras da lei e essencialmente transparentes, já disseram que não prescindem dos acionistas preferencialistas para serem felizes e que nesse casamento bastam dois contratantes, ou seja, controladores e minoritários. Se eles precisarem de dinheiro, por qualquer motivo, poderão ir ao mercado financeiro, mas, primordialmente, devem se socorrer no próprio mercado acionário em que eles confiam tanto. De que maneira? Pulveri-

zando ainda mais capital na Bolsa pelo lançamento de novas ações com altíssima liquidez, ou também via debêntures. Outra forma que tem despertado interesse no mercado é o lançamento de bônus perpétuo. Os debenturistas e fundos de investimento serão os amigos que também gostam de dinheiro mas que não querem interferir diretamente na vida particular do “casal”, e ficam satisfeitos ao receberem as *informações necessárias* desta relação, ressalte-se, de *transparência*, e, obviamente, uma ótima retribuição ajudará a manter em bom nível este vínculo de “amizade”, que neste caso, não é em nada gratuito.