

## **TAG ALONG RIGHT NO REGIME JURÍDICO DAS COMPANHIAS ABERTAS**

*LUIZ ANTONIO SOARES HENTZ<sup>1</sup>*

*BRENNO ROBERTO AMORIM BARCELOS<sup>2</sup>*

**Resumo:** Entende-se por *tag along right* o direito que favorece os acionistas minoritários das sociedades anônimas de capital aberto que operam no Mercado de Valores Mobiliários brasileiro por intermédio da bolsa de valores (BM&FBovespa) e mercados de balcão. Seu objetivo é incentivar a aquisição de ações por pequenos investidores, que teriam, assim, garantia de venda de suas ações com direito a voto no caso de transferência do controle societário. Nos termos do art. 254-A da Lei n. 6.404/1976 (LSA), consiste na obrigação do adquirente das ações do controlador (acionista majoritário ou titulares de ações com direito a voto vinculados por acordo de acionistas para exercício do controle) de realizar oferta pública de aquisição (OPA) por no mínimo 80% do valor pago por ação com direito a voto do controlador, ou oferecer prêmio para continuidade desses na companhia. O estudo mostra que a prática foi muito além da determinação legal. Como forma de incentivar o mercado acionário brasileiro, a BM&FBovespa criou segmentos especiais cuja adesão depende da companhia adotar práticas de boa governança corporativa; a principal delas, aqui analisada, é a extensão do *tag along* para até 100% das ações independentemente de darem direito a voto.

**Palavras-chave:** Oferta Pública de Aquisição (OPA); companhia aberta; alienação do controle; acionista minoritário; *tag along right*

### TAG ALONG RIGHT IN THE LEGAL SYSTEM OF OPEN COMPANIES

**Abstract:** It is understood by tag along right law that favors the minority shareholders of publicly traded corporations that operate in the Brazilian Securities Market through Stock

---

<sup>1</sup> Professor Adjunto (Livre-Docente) do Departamento de Direito Privado e do Programa de Pós-Graduação em Direito da Faculdade de Ciências Humanas e Sociais da UNESP – Universidade Estadual Paulista “Julio de Mesquita Filho”.

<sup>2</sup> Mestrando do Programa de Pós-Graduação em Direito da Faculdade de Ciências Humanas e Sociais da UNESP – Universidade Estadual Paulista “Julio de Mesquita Filho”.

Exchange (BM&FBovespa) and other markets. Its goal is to encourage the purchase of shares by retail investors, who would then guarantee the sale of its shares with voting rights in case of transfer of corporate control. Pursuant to art. 254-A of Law n. 6.404/1976, is the obligation of the purchaser of the shares of the controller (or shareholder holding shares with voting rights bound by a shareholders' agreement to exercise control) to make a takeover bid for at least 80 % of the amount paid per share with voting rights of the controller, or offer to prize continuity of the company. The study shows that the practice was far beyond the legal determination. As a way to encourage the Brazilian stock market, BM&FBovespa created special segments whose membership depends on the company adopt practices of good corporate governance, the main one analyzed here, is the extent to tag along for up to 100% of the shares regardless of giving right to vote.

**Key-Words:** Public Offering for Acquisition; held company; disposal of control; minority shareholder; tag along right

## **Introdução**

Mudanças no cenário econômico e financeiro do país fizeram surgir sociedades de capital fortalecido, sobretudo como resultado de processos econômicos de fusão e incorporação de ativos, de modo que questões e debates pertinentes à alienação do controle societário, bem como aos deveres e direitos dos agentes envolvidos, ganham destaque não só no plano jurídico, mas também no cenário social e político.

É bem verdade que as sociedades anônimas brasileiras se caracterizam, via de regra, pelo controle concentrado, representado na figura do acionista controlador. Não obstante, a presença de investidores titulares de pequeno volume de ações (os minoritários) representa fatia relevante do capital social das companhias com valores negociados em bolsa.

Não se pode, ademais, ignorar a realidade social que circunda o mercado de valores mobiliários e, por conseguinte, as sociedades anônimas atuantes em todos os setores econômicos independentemente de seu porte e titularidade do capital investido. Instrumentos do mercado de capitais facilitam o alcance do investimento privado. A bolsa de valores entremostra-se acessível ao grande público tal qual a tradicional caderneta de poupança já o foi outrora. Isso graças a um conjunto de fatores modernos que podem ser assim elencados: popularização e acessibilidade dos meios virtuais e da própria sistemática da bolsa de valores; facilidade e simplicidade de ferramentas de compra e venda de ações (*home broker*); redução

das taxas de corretagem e custódia por parte das corretoras; isenção de imposto de renda<sup>3</sup> de acordo com os ganhos obtidos.

Esses benefícios, aliados à superior rentabilidade proporcionada pelas empresas cujas sociedades controladoras integram o mercado de capitais, fazem enorme diferença para o investidor privado. Considere-se as campanhas publicitárias da BM&FBovespa, que tem atraído o poupador individual pela possibilidade de aplicação direta na compra de ações e opções, os clubes e fundos de investimento com rentabilidade indiretamente atrelada à renda variável do mercado de capitais.

Paralelamente, observa-se em mãos dos minoritários a concentração de ações preferenciais, que não dão direito a voto em assembleias gerais, ou com esse direito restrito. Não contam com a possibilidade de participação ativa na vida da sociedade, seja nas deliberações assembleares, seja na representação efetiva nos órgãos de administração e de fiscalização. Sabe-se que no Brasil o direito de voto não se constitui em direito essencial dos acionistas (art. 109 da LSA); de fato, poucas companhias registram em seus estatutos a possibilidade de voto aos titulares de ações preferenciais.

Nesse novo cenário constata-se a popularização de investimentos por intermédio da bolsa de valores, em particular do pequeno investidor privado que, salvo situações excepcionais, detém posição minoritária na composição do capital social. E surge, para o ordenamento jurídico, relevante papel na tutela dos interesses desses acionistas.

O art. 254-A da Lei n. 6.404/1976 (LSA) disciplina obrigação em favor dos acionistas minoritários das companhias abertas no caso de alienação do respectivo controle societário. Trata-se do chamado *tag along right*, consistente na oferta pública de aquisição (OPA) das ações com direito a voto de propriedade dos acionistas que não integram o bloco de controle objeto da alienação.

Aos acionistas minoritários fica assegurado, ainda, preço mínimo igual a 80% do valor pago por ação com direito a voto na aquisição do controle.

---

<sup>3</sup> A distribuição dos dividendos obrigatórios – art. 202 e ss. da LSA – é isenta de retenção de imposto de renda na fonte, assim como o lucro obtido na venda de ações que some até R\$ 20.000,00 mensais (art. 3º da Lei n. 11.033/2004, do seguinte teor: “Ficam isentos do imposto de renda: I – os ganhos líquidos auferidos por pessoa física em operações no mercado à vista de ações nas bolsas de valores e em operações com ouro ativo financeiro cujo valor das alienações, realizadas em cada mês, seja igual ou inferior a R\$ 20.000,00, para o conjunto de ações e para o ouro ativo financeiro respectivamente”.

O benefício legal aos minoritários pode consistir em oferta de prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por cada ação integrante do bloco de controle como opção para permanecerem na companhia (§ 1º do art. 254-A da LSA).

A efetividade da alienação do controle fica condicionada à realização da oferta pública de aquisição ou do prêmio de permanência.

Não obstante o rigor da norma, as recomendações de boa governança corporativa encontraram espaço para ampliar os direitos dos acionistas minoritários. A BM&FBovespa implantou segmento diferenciado para negociação das ações e demais títulos de companhias abertas exigindo-lhes, na adesão, o cumprimento de recomendações de governança corporativa, das quais se destaca o alargamento do *tag along right*.

### **Considerações sobre controle societário**

A regra protetora dos acionistas minoritários existia no sistema originário da LSA, mas foi suprimida em 1997 (Lei n. 9.457) para favorecer a transferência à iniciativa privada das participações acionárias detidas pelo governo brasileiro em sociedades de economia mista exercentes de atividade econômica, então em processo de privatização. O retorno da sistemática, mediante introdução do art. 254-A na LSA pela Lei n. 10.303/2001, se consubstancia em regra de governança corporativa impositiva, cujo descumprimento há de gerar direitos em favor dos prejudicados. Assim, a alienação de controle de companhia aberta, direta ou indireta, impõe ao adquirente a realização de oferta pública de aquisição das ações (OPA) com direito a voto de propriedade dos demais acionistas, nas condições que especifica.

Conhecida como *tag along right*, a norma determina a extensão do direito de saída aos acionistas minoritários quando da venda do controle acionário da companhia, e tem o objetivo de transferir também para esses o valor agregado à empresa pelo capital nela investido por todos os acionistas.

Como o adquirente do controle não tem interesse nas posições minoritárias, teve o legislador que submeter a validade do negócio relativo à transferência do controle a condição suspensiva ou resolutiva que somente se satisfaz com uma das opções: realização de OPA ou oferta de prêmio de continuidade. Consiste esse na possibilidade de opção aos acionistas minoritários de permanecer na companhia mediante recebimento de prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle (§ 4º do art. 254-A da LSA).

Para os efeitos da lei, *qualquer* forma pela qual o controle societário passe para as mãos de outro gera obrigações em face dos acionistas minoritários no que concerne às suas ações com *direito a voto*. De acordo com CARVALHOSA (2011a, p.216), é suficiente que a operação resulte na alienação mediata ou imediata do controle acionário da companhia, tanto direta quanto indiretamente efetivada.

Cumpra estabelecer o que se entende por *controle* ou *poder de controle*. Diz o art. 116 da LSA que *acionista controlador* é o “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”. A condição de acionista controlador pode recair sobre qualquer pessoa, natural ou jurídica, ou ainda a um “grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum” (art. 116, *caput*).

No entanto, a verificação casual daquelas circunstâncias não basta à definição do poder de controle societário. Como explicita CARVALHOSA (2011b, p.574), a expressão “de modo permanente” contida no dispositivo significa que além de conquistar as condições necessárias deve o acionista majoritário deter o direito e efetivamente exercê-lo *sempre*. Detém o poder de deliberar majoritariamente nas matérias próprias das assembleias gerais e a administração por ele eleita adquire o caráter de estabilidade.

O dispositivo legal impõe na letra *b* uma condição inafastável que implica na continuidade e interesse do acionista controlador em relação à companhia, o chamado *dever fiduciário*. Deve ele usar “efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia”: “O poder de controle das companhias somente se configura se for permanente, ou seja, sem nenhuma dependência de outros acionistas para que seja exercido. O poder de controle, portanto, é autônomo. Daí a razão por que se estabelece o poder-dever de controle somente quando um ou mais acionistas ostentam, ou então congregam, via acordo de controle, a maioria absoluta do capital votante da companhia” (2011, p.580-1).

Decisões do colegiado da CVM acentuam como elementos caracterizadores do controle societário os *status* de permanência e de autonomia, registrando ainda que o direito expresso no art. 116 faz depender o poder de controle da propriedade de mais de 50% das ações com direito a voto (cf. CARVALHOSA, 2011b, p.575-6).

Decorre do disposto no art. 116 da LSA que o poder de controle pode ser exercido por “grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto ou sob controle comum”. Trata-se da assunção da posição de controlador por meio de *acordo de acionistas*, tal como se encontra regulado no art. 118. A efetividade do acordo de acionistas para o exercício do poder de

controle depende da vinculação dos órgãos da companhia às suas disposições e às manifestações de vontade emanadas por seu intermédio. O caráter vinculativo e coercitivo do acordo de controle dimana da lei, na medida em que esta estabelece formas executórias próprias para o acordo em que foi observado o requisito da averbação na sede da companhia (art. 118, *caput*, *in fine*, e § 1º).

Quer na forma individual, quer por meio do acordo, compete ao acionista controlador visar a realização do objeto social e cumprir sua função social. O controlador assume deveres e responsabilidades para com os demais acionistas, os trabalhadores e a comunidade em que atua, cujos deveres e interesses deve lealmente respeitar e atender (parágrafo único do art. 116).

Observe-se que o instituto da *tag along right* é uma das manifestações do direito de retirada da companhia, na hipótese de alienação do controle, dado que nem sempre aos acionistas minoritários há interesse em permanecer em sociedade com novo controlador. Pode ocorrer da aquisição do controle representar a morte da sociedade, ou mudança de rumo tamanha que represente uma incerteza quanto à validade do investimento feito. E, ainda, o novo controlador pode ser pessoa ou grupo notoriamente conhecidos por má gestão, fator reverenciado na legislação<sup>4</sup>.

Em condições tais, sendo o direito de retirada um direito essencial do acionista minoritário (art. 109, inc. V, da LSA), não seria admissível a reforma legislativa que resultou, em 2001, na redação atual do art. 254-A: ela restringe a oferta pública às ações ordinárias e autoriza o pagamento mínimo de 80% do preço pago pelo controle. Há patente contrariedade entre os dispositivos da mesma lei, embora resultantes de processos legislativos distintos. Melhor solução tem sido apontada pelos defensores das boas práticas de governança corporativa, a seguir analisada.

### **Governança corporativa na alienação do controle societário**

Impõe-se afirmar que o controle acionário pode ser objeto de alienação, direta ou indireta. A operação implica que outro acionista, ou grupo de acionistas vinculados por

---

<sup>4</sup> O art. 116, b, da Lei n. 6.404/1976 (LSA) atribui ao acionista controlador a direção das atividades sociais, valorizando sobremaneira sua posição econômica. Assim, em caso hipotético de aquisição de controle de sociedade aberta por Eike Batista ou sociedade por ele controlada, representaria, hoje, justo receio de envolvimento em operações de alto risco; a incerteza para os minoritários resultaria em insatisfação que se traduziria em inevitável exercício do direito de retirada.

acordo de voto, venham a exercer o poder de controle. A companhia aberta passa, assim, às mãos de outro controlador, que terá os poderes e obrigações definidos no art. 116 da LSA.

A detida regulação da Lei n. 10.303/2001, que introduziu alterações na LSA por intermédio do art. 254-A, tem por escopo promover o fortalecimento do mercado de capitais por meio de sistemática de proteção aos acionistas minoritários, incorporando à legislação princípios de boas práticas de governança corporativa reconhecidos e recomendados por agências internacionais de fomento do mercado de capitais (CARVALHOSA (2002, p.2).

A mais importante, por sua fundamental influência na estrutura de capital das companhias abertas, é a obrigação legal de oferta pública de aquisição (OPA) das ações com direito a voto dos acionistas minoritários, prevista no art. 254-A da LSA. Essa obrigação compete ao adquirente do controle, como condição de eficácia do negócio privado. A OPA está atrelada ao negócio jurídico de transferência do controle societário. Alcança, por força da lei, apenas as ações com direito a voto de propriedade dos acionistas que não integram o bloco majoritário objeto da alienação, assegurando a esses minoritários preço mínimo igual a 80% do valor pago por ação com direito a voto na aquisição do controle.

Consoante já explicitado, é contraditória a previsão legal do direito de retirada como direito essencial, e ao estipular uma das formas de sua aplicação, restringi-lo aos proprietários de determinada espécie de ação, no caso as ordinárias.

Atentas à nova realidade mercadológica, várias companhias abertas tem se utilizado de mecanismos obrigacionais privados, sobretudo por meio de alterações nos seus estatutos para estender o direito ao *tag along* também para aos titulares de ações preferenciais, e em maiores percentuais que o mínimo de 80%, podendo alcançar preço igual ao despendido para aquisição das ações formadoras do bloco de controle.

A BM&FBovespa tem sido parceira das sociedades presentes no mercado de capitais, disponibilizando segmentos com regras de governança corporativa diferenciadas para as companhias que se comprometam contratualmente a cumpri-las, demonstrado eficiência na adoção de meios que resultam em maior destaque às companhias que aderiram aos segmentos especiais, facilitando assim sua identificação por parte dos investidores.

Elencam-se as seguintes iniciativas: identificação diferenciada dos códigos de negociação das companhias listadas no Novo Mercado (NM), Nível 1 (N1) e Nível 2 (N2); ampla divulgação sobre novas adesões a esses segmentos; participação das ações das companhias listadas no Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC).

No que concerne ao *tag along right*, os segmentos Novo Mercado (NM) e o Nível 2 de Governança Corporativa (N2) afetam diretamente o adquirente do controle societário: as

companhias do NM terão somente ações com direito a voto e a concessão do *tag along* elevar-se para 100% do valor pago pelo bloco de controle. No N2, de acordo com o regulamento vigente desde 10/5/2011, alcança 100% para as classes de ações ordinárias e preferenciais (nas companhias submetidas ao regulamento anterior o percentual para as ações preferenciais (sem direito a voto) permanece em 80% do preço pago ao controlador).

Também o segmento Bovespa Mais sofre alteração: somente pode emitir e negociar ações ordinárias (sem prejuízo de manter as preferenciais existentes antes da adesão) e o *tag along* na hipótese de alienação do controle corresponde a 100% do preço pago, beneficiando os minoritários titulares de ações ordinárias.

Em qualquer hipótese, ainda, a decisão de fechar o capital ou de sair do segmento diferenciado da bolsa obriga a companhia a realizar OPA para todas as ações em circulação tendo por base, no mínimo, o valor econômico da companhia, avaliado por empresa especializada.

A adesão a um dos segmentos de mercado da BM&FBovespa que propiciem aos acionistas minoritários vantagens adicionais não encontra óbice de nenhuma natureza. Trata-se de vinculação institucional a sistemática aberta e com a declarada intenção de incentivar a aplicação dos recursos de pequenos investidores no mercado de capitais por intermédio da bolsa de valores.

As companhias, ao aderir aos regulamentos diferenciados de negociação de suas ações, firmam compromissos autorizados por suas assembleias. De acordo com o Regulamento de Listagem, (item 3.1, v), a autorização para negociação de valores mobiliários nesse segmento somente será concedida se a companhia atender determinados requisitos, dentre os quais adaptação de seu estatuto social às cláusulas mínimas exigidas pela BM&FBovespa. A exigência tem por objetivo vincular os diversos setores internos (conselho de administração e fiscal, diretoria, acionista controlador e minoritários etc.). Pelo lado do mercado, representado pela bolsa, as cláusulas mínimas constituem-se em vedação a disposições estatutárias desconformes com as melhores práticas de governança corporativa, sobretudo aquelas direcionadas à proteção dos acionistas não controladores.

As regras estatutárias podem inclusive estar protegidas contra alterações ocasionais pelos controladores, atuais ou futuros. Ganham a denominação de “cláusulas pétreas”, a exemplo do que se dá com certos dispositivos constitucionais que não podem ser objeto de proposta de emenda tendente a aboli-las (art. 60, § 4º da CF).

Concluído o processo de adesão, reserva-se a BM&FBovespa o poder fiscalizatório, no sentido do efetivo cumprimento das regras constantes do regulamento. E, nesse intuito,

pode aplicar as sanções previstas aos faltosos dentre um conjunto preestabelecido de penalidades dependendo da natureza e gravidade do ato, dos danos resultantes, dos benefícios auferidos pelo infrator e da reincidência no descumprimento. Como corolário de princípios constitucionais, fica assegurado às companhias e responsáveis pelo descumprimento das obrigações contratuais o devido processo legal e a ampla defesa, a serem observados na aplicação das punições. Precederá a aplicação de sanções após notificação à companhia e responsáveis pela infração, com prazo razoável para sanar o descumprimento quando viável.

As sanções em regra são de natureza pecuniária, cujos recursos assim obtidos constituirão patrimônio da BM&FBovespa. Descrição das infrações e respectivas multas fazem parte de adendo ao Regulamento. Cumulativamente à aplicação de multas, está sujeita a companhia faltosa a que as cotações de seus valores mobiliários sejam divulgadas em separado, com o intuito de fazer ver ao mercado a existência de irregularidade. Cabe ainda suspensão da negociação de papéis até sanar-se a falha que a determinou, com o claro objetivo de tolher os benefícios inerentes à entrada para o segmento, ao mesmo tempo em que demonstra seriedade no cumprimento dos propósitos da boa governança corporativa.

A companhia que reiteradamente descumprir as normas estabelecidas no contrato de adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa, uma vez aplicadas sucessiva ou cumulativamente as sanções de multa e suspensão, sujeitar-se-á ao cancelamento do registro no segmento a que aderiu. Daí decorre para o acionista controlador obrigação de promover oferta pública para aquisição das ações dos demais acionistas, no mínimo pelo valor econômico a ser apurado na forma prevista no regulamento. Na hipótese de não haver acionista controlador, os acionistas que votaram a favor de alteração estatutária que implica no descumprimento de disposições do regulamento de adesão ao segmento do Novo Mercado da BM&FBovespa cumprirá realizar a OPA (Regulamento, item 12.5.2).

A sistemática de sanção, como descrita, não afasta a incidência das penalidades previstas em lei, bem como da obrigação de ressarcimento de perdas e danos a que o ato dos administradores ou do acionista controlador (ou sua não realização) der causa aos demais acionistas e à companhia. O regime de responsabilidade dos administradores da LSA (art. 158) tem plena aplicação, inclusive no que concerne à ação de responsabilidade (art. 159). Quanto ao acionista controlador, sua responsabilidade demanda a prática de atos com abuso de poder (art. 117), salvo se também exercer cargo de administrador, caso em que incide em ambas as modalidades (art. 117, § 3º).

## **A inclusão do direito a voto no rol dos direitos essenciais dos acionistas**

Percebe-se, pelo exposto, que os esforços das sociedades e da BM&FBovespa estão voltados para as consequências de uma contradição legislativa, de modo a proporcionar melhores condições aos acionistas não controladores no caso de alteração no controle societário.

Analisando mais a fundo a Lei n. 6.404/1976 e suas posteriores alterações, chega-se a importantes conclusões. A primeira delas é no sentido de que a verdadeira causa da desigualdade entre espécies de ações e os valores pagos no que tange ao *tag along right* tem como fundamento o direito a voto e sua ausência como direito essencial do acionista.

A distinção em favorecer com a Oferta Pública de Aquisição - OPA apenas os acionistas ordinários reside no direito de voto inerente ao grupo de ações que os qualifica, enquanto as ações preferenciais não o têm ou o têm com restrições fixadas no estatuto da companhia.

Os motivos para a distinção remontam a fatores históricos, em especial nos anos 1970. Trata-se de um marco na evolução do mercado de capitais no Brasil: em 1976 foi criada a Comissão de Valores Mobiliários - CVM pela Lei n. 6.385, de 7/12/1976, com natureza de autarquia e escopo de regular o mercado de capitais. Na mesma época, foi reformada a legislação das sociedades por ações pela Lei n. 6.404, de 15/12/1976.

Nesse período, o tema governança corporativa era pouco compreendido e, sendo a maior parte sociedades de origem e controle familiar, restringia-se a emissão de ações como forma de capitalização pelo receio de perda ou interferência no poder de controle. A Lei n. 6.404/1976 (LSA) trazia disposição permissiva de emissão de até 2/3 (aproximadamente 66%) de ações do tipo preferencial (portanto sem direito a voto ou com restrições ao seu exercício), o que implicava em mínimos riscos de perda do controle, indo ao encontro dos anseios das famílias controladoras.

Com o advento da Lei n. 9.457/1997, reformadora da Lei n. 6.494/1976, a desvantagem consistente na ausência de direito de voto das ações preferenciais foi compensada com a obrigatoriedade de lhes assegurar o pagamento de dividendos anuais 10% maiores do que aqueles atribuídos às ações ordinárias.

Em 2001, nova reforma da LSA; a Lei n. 10.303, de 31/10/2001, veiculou modificação envolvendo as espécies de ações a fim de diminuir a desigualdade entre ações preferenciais e ordinárias. A partir de sua vigência, o número de ações preferenciais em relação ao capital

social ficou limitado para 50% (art. 15, § 2º)<sup>5</sup>. Fácil notar a possibilidade de se alcançar votos suficientes para ser controlador com apenas 25% do capital total e mais uma ação. Detentores de ações preferenciais e ordinárias em número superior não serão controladores, fato gerador de grave desequilíbrio entre o poder econômico representado pelo volume do capital investido e o poder político expresso no direito de voto.

Não mais se justifica, na realidade atual, a necessidade de norma que diferencie as ações com direito a voto e ações sem este direito, distinção esta que outrora era requisito relevante na abertura do capital societário. Ao revés, situações como a descrita no art. 254-A da LSA, privilegiando os acionistas ordinários em detrimento dos preferenciais, mais tem contribuído para a debandada de investimentos no país e para o retrocesso do mercado de capitais nacional – em última instância, a porta de entrada do investidor privado e notadamente o estrangeiro.

Melhor se coaduna com as exigências do cenário econômico disposição legal inserindo o direito a voto como direito essencial, prescrevendo-o no art. 109 da LSA, conjuntamente com os demais direitos indisponíveis de privação seja pela assembleia geral, seja pelo estatuto social.

A almejada alteração legislativa teria o condão não só de adequar a legislação pátria à regra de governança corporativa exaustivamente defendida de que uma ação deverá representar um voto (*one share, one vote*), mas também de repercutir sobre o art. 254-A. O *tag along right* abarcaria todos os acionistas, representando efetivamente o direito de retirada.

Nessa seara exerce papel relevante a Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Como agência reguladora<sup>6</sup>, com competência alargada pela Lei n. 10.411/2002 (modificadora da Lei n. 6.385/1976), passou a desempenhar a função primordial de regulação do mercado de capitais, cabendo-lhe editar normas gerais sobre constituição e extinção de bolsas de valores e de mercadorias e futuros; autorizar a distribuição de valores mobiliários, fiscalizar e inspecionar as companhias abertas, bem como a imposição de penalidades, especialmente multas, dentre outras atribuições legais.

---

<sup>5</sup> Diz o art. 15, § 2º, ainda vigente na redação dada pela Lei n. 10.303/2001: “O número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total de ações emitidas”.

<sup>6</sup> Tem-se como característica das agências reguladoras o perfil de independência frente ao Poder Executivo em decorrência da ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade dos seus dirigentes, autonomia financeira e orçamentária, nos termos do art. 5º da Lei n. 6.385/1976, na redação dada pela Lei n. 10.411/2002.

A atividade que chama a atenção, principalmente nos noticiários, é a aplicação de sanções pecuniárias, que não raro, envolvem cifras milionárias<sup>7</sup>. Além do aspecto punitivo, importa para o presente estudo a cartilha intitulada “*Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa*”, tida como um referencial das boas práticas de governança corporativa. Concentra-se em questões basilares como transparência, estrutura acionária, contabilidade, auditoria, funções e composição do conselho de administração e do conselho fiscal e, especialmente, proteção dos acionistas minoritários.

A cartilha traz recomendações às companhias abertas, de sorte que o descumprimento de suas normas não desencadeia procedimento administrativo automaticamente passível de punição. As regras ou práticas de condutas recomendadas e preceituadas na cartilha afiguram-se como modos de proceder no atual mercado de capitais.

Dentre as várias recomendações, destaca-se a referente à proteção dos acionistas minoritários e, destacadamente, dos portadores de ações preferenciais sem direito a voto. Segundo as recomendações, nas decisões de maior relevância as deliberações deverão ser tomadas por *todos* os acionistas, *independentemente da espécie de ação* (ordinária ou preferencial), cabendo nesses casos o princípio de que cada ação representa um voto. Destaca circunstâncias que se enquadram na recomendação: aprovação de laudo de bens a serem incorporados ao patrimônio social em pagamento de participação no capital, alteração do objeto social, redução do dividendo obrigatório, aprovação de cisão, fusão ou incorporação, dentre outras.<sup>8</sup>

É razoável entender como decisão de grande relevância a alienação do controle societário! Como consequência, os acionistas titulares de ações preferenciais se incluiriam dentre aqueles com direito ao *tag along*, beneficiando-se com a aplicação extensiva do art. 254-A.

---

<sup>7</sup> Jornais de grande circulação noticiam corriqueiramente as autuações realizadas pela CVM, conforme matérias divulgadas em seus sites. Disponível em: <<http://oglobo.globo.com/economia/em-cinco-anos-cvm-aplicou-1149-bi-em-multas-mas-arrecadou-194-milhoes-9350355>> e <<http://www1.folha.uol.com.br/fsp/mercado/51061-em-decisao-inedita-cvm-aplica-multa-de-r-20-mi.shtml>>. Acesso em 20/07/13.

<sup>8</sup> CVM. Comissão de Valores Mobiliários. **Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa**. p.6.

Assim, a prescrição por meio das *recomendações* da CVM afigura-se clara sinalização do reconhecimento de direitos aos acionistas minoritários das companhias abertas que aderem ao modelo das práticas de boa governança corporativa.<sup>9</sup>

### **Considerações finais**

De todo o exposto extrai-se que a expressão *governança corporativa* representa, no mundo dos negócios e dos investimentos, uma visão moderna das práticas empresariais, notadamente daquelas relacionadas à gestão da companhia aberta com estrutura de capital em que grande número de titulares de ações não tem acesso às instâncias decisórias. O objetivo das recomendações é melhorar suas relações entre controladores, administradores, acionistas minoritários e demais órgãos societários.

A gestão societária, em face da estrutura de capital da companhia, repercute diretamente nos investimentos privados indiretos. Os *acionistas minoritários* são forte presença de capital nas companhias abertas. Tem também interesse no crescimento dessa base de financiamento das empresas o mercado de valores mobiliários. O fluxo de recursos privados para as companhias efetiva-se pela emissão de ações e suas aquisições por intermédio da BM&FBovespa.

Ainda resistente aos apelos do mercado e na contramão de outros sistemas capitalistas, a LSA autoriza as companhias a emitir ações sem direito a voto (preferenciais) na proporção de 1 para 1 das ações ordinárias, e a CVM admite à livre negociação tanto umas quanto outras. Esse quadro é propício às *recomendações* de instituição (IBGC) e órgão do mercado (CVM), por meio das boas práticas de governança corporativa. O maior número dessas recomendações dirige-se aos gestores da companhia aberta e não tem efeito vinculativo automático ou direto.

O cumprimento das práticas de boa governança corporativa para adesão ao regime diferenciado da BM&FBovespa – NM e N2 - implica em benefício ao acionista minoritário quanto ao *tag along right*, que fica assegurado para a totalidade das ações em poder do minoritário em montante igual ao pago pelo adquirente do controle na hipótese legal (art. 254-A da LSA), valendo o mesmo para o caso de fechamento do capital e/ou saída do segmento. Nesse caso, a companhia fará o reembolso das ações tendo em conta o valor econômico, configurando benefício *decorrente* da adesão ao sistema da BM&FBovespa.

---

<sup>9</sup> Nesse sentido, cf. ANDRADE; ROSSETTI, **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. São Paulo: Atlas, 2009, p.290.

## Referências

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. São Paulo: Atlas, 2009.

BEDICKS, Heloisa Belotti. **Governança Corporativa e dispersão do capital: múltiplos casos no Brasil**. São Paulo: Saint Paul, 2009. 202p.

BERTUCCI, Janete Lara de Oliveira; BERNARDES, Patrícia; BRANDÃO, Mônica Mansur. **Políticas e práticas de governança corporativa em empresas brasileiras de capital aberto**. Disponível em: <<http://www.revistasusp.sibi.usp.br/pdf/rausp/v41n2/v41n2a06.pdf>> Acesso em 7 de dezembro de 2012.

BM&FBOVESPA. **Regulamento de Listagem do Novo Mercado**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/RegulamentoNMercado.pdf>> Acesso em 7 de dezembro de 2012.

BORGES, Luis Ferreira Xavier e SERRÃO, Carlos Fernando de Barros. **Aspectos de Governança Corporativa moderna no Brasil**. Revista do BNDES. Rio de Janeiro, v.12, n. 24, p. 111-148, 2005.

CARVALHAL, André. **A influência da estrutura de governança corporativa no valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras de capital aberto**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. S. Paulo: Malheiros, nova série, n. 133, p. 81-120, 2004.

CARVALHO, Antonio Gledson. **Governança Corporativa no Brasil em Perspectiva**. Revista de Administração, S. Paulo, v.37, n.3, p.19-32, 2002.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. V.4, tomo II. São Paulo: Saraiva, 2011, 4ª ed. 608p.(a)

\_\_\_\_\_. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. V.2. São Paulo: Saraiva, 2011, 5ª ed. 1.082p.(b)

\_\_\_\_\_ e EIZIRIK, Nelson. **A nova lei das S/A**. São Paulo: Saraiva, 2002, 552p.

COMPARATO, Fábio Konder e SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 5.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008.

CVM. Comissão de Valores Mobiliários. **Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa**. Rio. 2002. Disponível em <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em 12/03/2010.

GUERRA, Débora Lenci. **Práticas de governança corporativa nas companhias nacionais abertas de capital pulverizado**. 75 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharel em Direito), Faculdade de Ciências Humanas e Sociais – Universidade Estadual Paulista “Júlio de Mesquita Filho”. Franca, 2012.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 4. ed. São Paulo, IBGC, 2009. 73p.

*OECD. Principles of Corporate Governance.* 2004. Disponível em: <http://www.oecd.org/daf/corporateaffairs/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>  
Acesso em 7/12/2012

OLIVEIRA, Assizio Aparecido de *et alii*. **Governança Corporativa: Estrutura de Controles Societários.** São Paulo: Saint Paul, 2009. 249p.

RIBEIRO, Milton Nassau. **Aspectos Jurídicos da Governança Corporativa.** S. Paulo: Quartier Latin, 2007, 190p.

SANTOS, Anthony Dias dos. **Transações entre partes relacionadas e abuso do poder de controle.** Lisboa: Almedina, 2011, 137p.

SENHORAS, Elói Martins; TAKEUCHI, Katiuchia Pereira; TAKEUCHI, Kelly Pereira. **A importância estratégica da governança corporativa no mercado de capitais: um estudo internacional comparado.** Disponível em: [http://www.aedb.br/seget/artigos06/638\\_GovernancaCorporativa\\_Seget.pdf](http://www.aedb.br/seget/artigos06/638_GovernancaCorporativa_Seget.pdf) >. Acesso em 4 de setembro de 2012.

SILVA, Edson Cordeiro da. **Governança Corporativa nas empresas.** São Paulo: Atlas, 2010, 2ª ed., atual. e ampliada. 300p.