

# FUNDAMENTOS JURÍDICOS E ECONÔMICOS DA OPA A POSTERIORI (TAG ALONG) E A QUESTÃO SOB A ÓTICA DE EMPRESAS QUE PRATICAM BOAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA.

Roberta Nioac Prado

TAG ALONG AND CORPORATE GOVERNANCE

## RESUMO

O TEXTO TRATA DA OFERTA PÚBLICA DE ALIENAÇÃO DE CONTROLE, ATUALMENTE PREVISTA PELO ARTIGO 254-A DA LEI SOCIETÁRIA N. 6404/76, E REGULADA PELA INSTRUÇÃO CVM N. 361. TRATA DA QUESTÃO SOBRE "A QUEM DEVE PERTENCER O ÁGIO PAGO PELO PODER DE CONTROLE", ELENANDO FUNDAMENTOS JURÍDICOS INVOCADOS POR AUTORES ESTRANGEIROS E NACIONAIS, E FUNDAMENTOS ECONÔMICOS LEVANTADOS E DEMONSTRADOS EM PESQUISAS EMPÍRICAS, POR AUTORES ESTRANGEIROS. AO FINAL, BUSCA DEMONSTRAR QUE, EM ALGUNS ASPECTOS, O FUNDAMENTO ECONÔMICO SE SOBRESSAI QUANDO A QUESTÃO É VISTA POR EMPRESÁRIOS QUE BUSCAM CAPITALIZAR-SE VIA MERCADO DE CAPITAIS E, PARA TANTO, OFERECEM A SEUS INVESTIDORES NORMAS TIDAS COMO "BOAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA".

## PALAVRAS-CHAVE

OFERTA PÚBLICA; TAG ALONG; ALIENAÇÃO E ÁGIO DE CONTROLE; GOVERNANÇA CORPORATIVA

## ABSTRACT

THIS ARTICLE ANALYSES ARTICLE 254-A FROM BRAZILIAN CORPORATE LAW (N. 6.404/76), REGULATED BY NORMATIVE INSTRUCTION N. 361 EDITED BY CVM (SECURITIES EXCHANGE COMMISSION) THAT REGULATES TENDER OFFER OF LISTED COMPANIES ACQUISITION OF CONTROLLING. ITS FOCUS IS THE FOLLOWING PROBLEM: "THE OVER PRICE PAID FOR THE CONTROL POWER IS DUE TO WHOM"? THE TEXT EXPOSES THE SEVERAL LEGAL OPINIONS ABOUT THIS PROBLEM AND TRIES TO ARTICULATE THEM WITH ECONOMIC EMPIRICAL STUDIES. IT DEMONSTRATES THAT ECONOMIC ARGUMENTS TEND TO PREPONDERATE WHEN THE QUESTION IS SEEN BY THE CORPORATION POINT OF VIEW

## KEYWORDS

TENDER OFFER; TAG ALONG; LISTED COMPANIES ACQUISITION OF CONTROLLING; CORPORATE GOVERNANCE; OVER PRICE OF CONTROL

## I INTRODUÇÃO

O objetivo fundamental deste texto é demonstrar que uma acirrada discussão jurídica, tal qual ocorre em torno da OPA *a posteriori*<sup>1</sup>, também conhecida como *tag along*, pode encontrar a sua justificativa e interesse, de maneira mais clara e célere, quando consideramos os interesses econômicos dos empresários que efetivamente detêm o controle empresarial. Ou seja, em alguns casos, como o ora tratado, a importância de um dispositivo legal decorre fundamentalmente de seu impacto econômico no mercado de capitais.

Para chegar a esta conclusão, inicialmente pretendo apresentar, de forma sucinta, as principais posições doutrinárias e jurisprudenciais, no direito norte-americano, berço de toda essa discussão acerca da OPA *a posteriori*.

Em seguida, também de forma sucinta, pretendo tratar das posições doutrinárias e jurisprudenciais no Brasil, que, como ficará demonstrado, não são menos conflitantes.

Em um segundo momento, abordo o tema sob a minha ótica, considerando ponderações de ordem jurídica e também econômicas, para poder concluir, ao final, que algumas normas jurídicas voltadas para o mercado de capitais, tal como a OPA *a posteriori*, só podem ser avaliadas sob a ótica econômica na qual se inserem.

Muitas são as questões que a doutrina discute em torno da OPA *a posteriori*, prevista no artigo 245-A, da LSA de 1976, e regulada pela Instrução CVM n. 361:

1) este mecanismo societário pode ser considerado de proteção ao acionista minoritário?;

2) é também um mecanismo importante para a tutela do investidor do mercado de capitais?;

3) a atual redação do dispositivo, que permite que o controlador alienante se aproprie de 20% do prêmio pago pelo poder de controle, descaracteriza a OPA *a posteriori* como instrumento que visa a propiciar a igualdade entre os acionistas?;

4) deveria a OPA *a posteriori* ser estendida aos preferencialistas?;

5) e às empresas fechadas? <sup>2</sup>

Por outro lado, há uma questão de Direito que, em princípio, deveria preceder a todas as outras, qual seja: a quem se deve atribuir a mais valia pelo poder de controle, quando de sua alienação?

Vejamos, então, como alguns estudiosos da matéria vem tentando responder a tal questão, lembrando que tanto as posições doutrinárias quanto as jurisprudenciais sobre este tema, quer nos Estados Unidos, local no qual a discussão sobre a norma surgiu, quer no Brasil, são absolutamente díspares.

A seguir, exponho, resumidamente, as principais posições de alguns doutrinadores e decisões proferidas no Direito Estrangeiro.

## II A QUEM SE DEVE ATRIBUIR A MAIS VALIA PELO PODER DE CONTROLE, QUANDO DE SUA ALIENAÇÃO? POSIÇÕES NA DOUTRINA E JURISPRUDÊNCIA ESTRANGEIRAS.

Entre os doutrinadores estrangeiros, temos, fundamentalmente, três posicionamentos: o primeiro, liderado por MANNE, EASTERBROOK, FISCHER e POSNER<sup>3</sup>, prega pela maior liberdade possível do mercado de controle societário<sup>4</sup>, pois entende que este se acomoda via preço. Nesta linha bastante liberal, seus autores entendem que o *prêmio* pago pelo poder de controlar a companhia, quando de sua alienação, é exclusivamente do controlador. E, sendo assim, afirmam

não haver qualquer abuso a ser regulado por lei, na apropriação do prêmio de controle pelos controladores alienantes;

O segundo posicionamento, liderado por JENNINGS, MARSH e COFFE<sup>5</sup>, por sua vez, propõem medidas de restrição da liberdade do mercado de controle societário, mas somente no que respeita ao estabelecimento de normas de *full and fair disclosure*<sup>6</sup> e de vedação da prática de *insider trading*<sup>7</sup>. Quanto ao poder de controle, igualmente entendem seus autores que os acionistas controladores são livres para vender suas ações pelo preço que quiserem, a qualquer pessoa que se disponha a adquiri-las, ressaltando, apenas, incorrer em responsabilidade civil o controlador que alienar o controle em circunstâncias que por si só sejam ilícitas, ou causem dano aos minoritários da companhia.

Destas linhas de entendimento, de que o prêmio de controle deve ser do controlador alienante, surge o conceito de prêmio de controle no acórdão proferido no caso *Zetlin vs. Hanson Holdings, Inc.*, segundo o qual: “O prêmio é o preço que o investidor paga para ter o privilégio de influenciar a companhia e a sua gestão. Em contrapartida é o preço que o controlador recebe para abrir mão desse privilégio”<sup>8</sup>.

Este, também, é o entendimento do M.M. Juiz Swan, em voto vencido, no caso *Perlman vs. Feldmann*, segundo o qual “o controlador deve ter o privilégio de vender suas ações pelo melhor preço que conseguir obter do comprador”<sup>9</sup>;

Quanto a terceira e última doutrina relevante no Direito Comparado, temos que a mesma divide-se em três entendimentos: O primeiro defendido por BERLE e MEANS<sup>10</sup> no sentido de que o prêmio de controle é da companhia. Tais autores entendem que o prêmio é um ativo social e que, portanto, o controlador que dele se apropria estará praticando um ato ilícito.

BAYNE<sup>11</sup>, em um segundo entendimento, embora ainda semelhante ao anteriormente exposto, também entende que o prêmio é da companhia, mas que a ilicitude na sua apropriação pelo controlador, decorre de violação do seu dever de fidúcia em relação aos demais acionistas da companhia.

Ambas as doutrinas acima expostas propõem como solução que o controlador alienante devolva o prêmio à companhia em benefício de todos os acionistas.

O terceiro entendimento, ainda parte integrante dessa terceira e última doutrina, é o de ANDREWS<sup>12</sup>, segundo o qual o prêmio de controle não pertence à companhia, mas a todos os seus acionistas, embora o controlador só cometa ato de ilegalidade se não utilizar mecanismo apto a dividir o prêmio entre todos os acionistas.

Esse último entendimento fundamentou os votos majoritários proferidos no acórdão do caso *Perlman v. Feldman*, que determinou que o prêmio recebido pelos controladores, quando da alienação da *Newport Steel Corp.* para a *Wilport Company*, deveria ser estendido a todos os minoritários da *Newport*<sup>13</sup>.

### III A QUEM SE DEVE ATRIBUIR A MAIS VALIA PELO PODER DE CONTROLE, QUANDO DE SUA ALIENAÇÃO? ENTENDIMENTOS DA DOUTRINA E JURISPRUDÊNCIA NACIONAIS

Trazendo essa discussão para o Brasil, temos que os doutrinadores nacionais não sustentam posições menos conflitantes, que, fundamentalmente, resumem-se em quatro entendimentos.

O primeiro é de que o valor atribuído ao poder de controle deve ser exclusivamente do(s) acionista(s) controlador(es).

Essa posição foi defendida, pouco antes da entrada em vigor da LSA de 1976, por seus redatores BULHÕES/LAMY que, em várias ocasiões, se manifestaram contra a emenda que incluiu o artigo 254 na LSA de 1976, afirmando que a inclusão da obrigatoriedade da OPA *a posteriori* na LSA: “ao invés de proteger os direitos dos acionistas minoritários contra as modalidades de abusos verificados no passado na incorporação de bancos, define um novo direito dos acionistas de companhias abertas, incompatível com a natureza da sociedade anônima, que não diz respeito à participação nos resultados ou no acervo da própria sociedade, mas no preço pelo qual cada acionista vende ações de sua propriedade; conceitua, pois, verdadeira comunhão dos acionistas em todas as ações do capital social, eliminando característica fundamental do modelo de sociedade anônima, que explica seu sucesso como instrumento para associar milhares de acionistas à mesma empresa.”.<sup>14</sup>

Também o item ‘d’ da Mensagem n. 204 – Exposição de Motivos da LSA 1976 – em entendimento similar, declarava que, uma vez que os controladores possuíam responsabilidades próprias definidas na lei, das quais os minoritários não partilhavam, seria incoerente que não se atribuisse um valor econômico ao bloco acionário que garantisse o poder de controle da companhia, bem como seria, da mesma forma, incoerente estender aos minoritários esses benefícios econômicos.

Ou seja: ao contrário do que efetivamente passou a vigorar no Brasil, o entendimento do Poder Executivo neste momento era de que o prêmio do controle deveria ser exclusiva e totalmente apropriado pelos acionistas controladores, conforme a doutrina anteriormente mencionada de JENNINGS, MARSH e COFFE, e que prevalece nos EUA até os dias de hoje.

Deste entendimento, temos que o prêmio pago pelo poder de controle em alienações privadas de controle pode e deve ser legitimamente apropriado pelo controlador alienante.

Um segundo entendimento, defendido por COMPARATO E WALD<sup>15</sup>, e que é o que vem prevalecendo acerca da Lei<sup>16</sup>, entende que o valor atribuído ao poder de controle deve ser dividido entre todos os titulares de ações de mesma espécie e classe, desde que esta última relativa a direitos de voto. Este entendimento dá-se no sentido de que ações iguais devem ter o mesmo preço, e que ‘minoria’, no Direito Societário, é sempre em relação aos acionistas com direito a voto.

Há ainda um terceiro entendimento no sentido de que o valor do poder de controle deve ser atribuído à companhia ou a todos os acionistas que participam do capital social, com ou sem direito a voto.

No Brasil, como alguns dos juristas a ela filiados, cito os professores Calixto SALOMÃO FILHO, Nélson CÂNDIDO MOTTA e Norma PARENTE, embora cada um defenda essa posição com base em argumentação distinta:

Para o prof. Calixto SALOMÃO FILHO<sup>17</sup>, o prêmio deverá ser atribuído a todos os acionistas, independentemente da classe de ações possuídas, sempre que o prêmio pelo controle for atribuído com base na perspectiva de rentabilidade da companhia;

Nélson CÂNDIDO MOTTA, por sua vez, também entende que o prêmio de controle deve ser dividido entre todos os acionistas da companhia. Inicialmente porque a LSA de 1976 não fazia diferença entre minoritários preferenciais e ordinários e, portanto, a Resolução n. 401 não poderia fazê-lo<sup>18</sup>. Ademais, porque estabelecer diferenças entre estes dois grupos de acionistas no caso de alienação de controle significaria admitir que há desigualdade de direitos patrimoniais entre os mesmos<sup>19</sup>;

Por último, ainda pregando a divisão do prêmio de controle entre todos os acionistas, ordinários e preferenciais, temos o entendimento de Norma PARENTE, que se funda no fato de que todos os acionistas que colaboraram para a formação do capital social da empresa devem ter os mesmos direitos patrimoniais<sup>20</sup>.

Finalmente, temos o quarto e último entendimento relevante no Brasil, de Luiz Leonardo CANTIDIANO, pregando que o valor atribuído ao poder de controle deve ser dividido entre todos os acionistas da companhia, preferenciais e ordinários, mas somente nos casos em que houver posterior incorporação da companhia, pois, em uma simples troca de posição controladora, os intangíveis permanecem no patrimônio da companhia e, portanto, integrando o patrimônio de todos os acionistas<sup>21</sup>.

#### **IV A QUEM SE DEVE ATRIBUIR A MAIS VALIA PELO PODER DE CONTROLE, QUANDO DE SUA ALIENAÇÃO? MINHAS CONSIDERAÇÕES SOB AS ÓTICAS JURÍDICA E ECONÔMICA.**

No meu entendimento, e do ponto de vista exclusivamente jurídico, a doutrina que prega que o prêmio pelo poder de controle deve ser unicamente do acionista controlador alienante, é a doutrina mais correta. Parece-me que o poder de controle só pode ser de seu titular, ou seja, do acionista controlador titular do direito de dele dispor.<sup>22</sup>

Também não me parece que se possa desconsiderar que o prêmio pelo poder de controle deve ser atribuído a quem tem deveres e responsabilidades em relação a ele, no caso o acionista controlador. Pois, se este gerir mal a companhia (ou escolher mal quem irá geri-la), poderá ser administrativa, civil e, até mesmo, penalmente responsabilizado por seus atos. Assim, nada mais justo que tenha a contrapartida econômica por tais ônus.

Ademais, também me parece juridicamente adequado, o conceito fornecido no acórdão proferido no caso *Zetlin vs. Hanson Holdings, Inc.*, segundo o qual: “O prêmio é o preço que o investidor paga para ter o privilégio de influenciar a companhia e sua gestão. Em contrapartida, é o preço que o controlador recebe para abrir mão desse privilégio”<sup>23</sup>.

Nessa perspectiva, poderíamos apressadamente concluir que o prêmio pago pelo poder de controle é do acionista controlador e que, portanto, não faz sentido o estudo da OPA *a posteriori*, pois, em uma alienação privada de controle, o correto, sob a ótica jurídica, é que este prêmio seja integralmente recebido pelo controlador alienante.

Por outro lado, antes de formar uma conclusão final, parece-me que devemos sair da esfera jurídica enquanto suporte exclusivo de reflexão e adentrar na esfera econômica, de grande relevância para o Mercado de Capitais.

Ou seja, se o importante é criar mecanismos de proteção aos minoritários e de incentivo ao mercado de capitais, então a análise do dispositivo da OPA *a posteriori* deve ter a sua esfera de estudo ampliada para outras áreas a ela correlatas.

Neste contexto, a esfera econômica, sem dúvida, deve ser mais especificamente considerada. E nela se faz obrigatório perquirir como, na prática, se atribui, valor ao controle. Ou seja, como se mensura valor ao poder de controlar determinada companhia?

Para responder a essa questão, faz-se necessária a colocação de alguns conceitos, ainda que de forma sintética. E o primeiro que nos interessa é o conceito de ‘empresa’.

Sucintamente, temos que empresa é a atividade econômica organizada e, atualmente, o eixo do Direito Comercial, em substituição ao simples ‘ato de comércio’.<sup>24</sup>

A própria LSA de 1976 em seu art. 2º, expressamente reconhece a empresa ao, após definir sociedade anônima ou companhia, estabelecer que “pode ser objeto da companhia qualquer empresa de fim lucrativo”.

Também o Novo Código Civil, em seu artigo 966, fornece-nos o conceito de empresário, como sendo quem profissionalmente exerce atividade econômica organizada para a produção ou a circulação de bens ou serviços. E, em seguida, em seu artigo 982, dispõe que “salvo exceções previstas considera-se empresária a sociedade que tem por objeto o exercício de atividade própria de empresário”.

Seguindo nesta exposição, temos que a base para o desenvolvimento do exercício da empresa (da atividade econômica organizada), por sua vez, é o ‘estabelecimento’. E o estabelecimento integra o patrimônio da pessoa jurídica. Esse patrimônio é, conforme ensina Orlando Gomes, o complexo de direitos e obrigações, compreendendo ‘as coisas, os créditos e os débitos, enfim, todas as relações jurídicas de conteúdo econômico dos quais participa a pessoa ativa ou passivamente’<sup>25</sup>.

É certo que o estabelecimento é formado por um conjunto de bens, embora a doutrina não tenha ainda firmado um entendimento unânime de quais seriam tais

bens<sup>26</sup>. De uma forma ou de outra, e para o que aqui nos importa, o conjunto desses bens organizados – a empresa – tem um valor, consubstanciado em seu ‘potencial de lucratividade’.

Este ‘potencial de lucratividade’, que também pode ser denominado de aviamento, de fundo de comércio, de intangíveis, ou ainda de *goodwill*, materializa-se na diferença entre a soma do valor de cada bem separadamente e a soma dos bens organizados em conjunto.

Ou seja: o valor desse complexo de bens é, em qualquer companhia economicamente saudável, superior à soma de cada um dos seus elementos considerados isoladamente.<sup>27</sup>

E, via de regra, é com base nesse valor, nesse *goodwill*, nesse potencial de lucratividade que, na prática, se atribui valor ao prêmio de controle. Ou seja, quando se negocia o bloco de ações que garante o poder de controle de uma companhia, a definição do preço a ser pago pelo adquirente e do ágio a ser pago pelo controle baseia-se, fundamentalmente, na perspectiva de rentabilidade que a empresa pode gerar.

Concluindo esse raciocínio, do ponto de vista econômico, posso afirmar que, se esse valor, reconhecido pelo mercado, é o valor que se atribui ao poder de controle, sem dúvida ele faz parte do patrimônio da empresa e, portanto, do patrimônio de todos os acionistas e não do patrimônio exclusivo da acionista controladora<sup>28</sup>.

Por outro lado, como ressalta Luiz Leonardo Cantidiano, se há apenas uma troca de posição de controlador, esse *goodwill* permanece na empresa e não fará sentido ser pago nem ao controlador alienante e nem ser estendido a nenhuma classe de acionista. Isto porque o *goodwill*, a organização empresarial, esse potencial de lucratividade, ao menos em tese, não deveria ser alienado e permaneceria integrando o patrimônio da companhia.

Por outro lado, e ainda considerando tais afirmativas como verdadeiras, poderíamos também afirmar ser verdade que, quanto maior o ágio atribuído à empresa maior é sua perspectiva de rentabilidade, ou seja, maior é o lucro que a companhia pode gerar. Esse é um ponto importante, pois, com base nesse argumento isolado, poderíamos concluir que quanto maior o ágio de controle atribuído com base na perspectiva de rentabilidade da empresa, ao menos em tese, maior deveria ser o interesse do minoritário em permanecer na empresa (pelo menos o investidor de longo prazo) em vista da perspectiva dos dividendos que teria a receber<sup>29</sup>.

Por outro lado, tal afirmativa só é válida se relativa a um mercado com liquidez adequada, com razoável grau de eficiência (*efficient market hypothesis*)<sup>30</sup>, com normas de proteção efetiva aos acionistas minoritários, e composto por companhias com boa política de distribuição de dividendos. Nessas condições, a alienação de controle com ágio elevado, em função da perspectiva de rentabilidade da companhia, deveria fazer com que o preço das ações dessa companhia se elevasse até o valor do prêmio – que é o parâmetro de retorno do investimento com base no

preço pago ou recebido. Ou seja, se o investimento fosse interessante em comparação a outros investimentos disponíveis no mercado, o próprio mercado se encarregaria de fazer subir o preço desses papéis.

É neste sentido o importante trabalho de Luigi ZINGALES, que considera o mercado norte-americano, mercado desenvolvido, com dispersão acionária e alto grau de eficiência.

Este autor identifica que nessas condições de desenvolvimento, dispersão e eficiência, quando alguém adquire percentual relevante para exercer o controle de companhia aberta, mas ainda não o suficiente, o preço das ações sobe. Ou seja, o preço das ações sobe sempre que houver um contexto favorável a um *takeover*<sup>31</sup>.

Adiante, o mesmo autor aponta alguns percentuais de ágio de controle, ressaltando, em seguida, que nos EUA, comparativamente a outros países, esse valor é baixo, precisamente porque os benefícios econômicos oriundos do poder de controle são menores e não, porque o poder de controle seja menos concentrado<sup>32</sup>.

Finalmente, o autor conclui ser, mesmo nestas situações, muito difícil, se não impossível, identificar exatamente os benefícios econômicos oriundos do poder de controlar determinada companhia e que, na verdade, tais benefícios são aproveitados exclusivamente pelos administradores precisamente porque não podem ser facilmente auferidos e, portanto, cobrados pelos acionistas minoritários<sup>33</sup>.

Destas considerações, já resta um pouco mais claro porque o minoritário, no Brasil, sempre quer usar a OPA para sair da empresa.

Inicialmente, temos que no Brasil há uma total falta de política legislativa de incentivo à permanência do acionista na companhia, seja pela má política de distribuição de dividendos que a lei propicia, seja pela constante falta de liquidez do mercado. Além disso, temos sérios problemas em relação ao poder de *enforcement* da CVM e às inúmeras dificuldades para o cidadão em ter suas demandas julgadas pelo Poder Judiciário e efetivamente gerando efeitos. Tais situações, ademais de colaborarem para o famoso ‘custo Brasil’, minam a confiança do investidor interno e também do investidor externo em nosso mercado de capitais<sup>34</sup>.

A questão da liquidez também é complexa na medida em que esta, no Brasil, tem sido fundamentalmente viabilizada pela utilização de dispositivos societários de proteção das minorias, como direito de recesso e OPA *a posteriori*, quando, na verdade, a liquidez deveria ser buscada no Mercado Secundário (Bolsas de Valores e Mercado de Balcão).

Vendo-se a OPA *a posteriori* e o direito de recesso como os dois grandes instrumentos de defesa dos minoritários, geradores da liquidez necessária para a saída do investimento, e da rentabilidade normalmente encontrada somente nesses mecanismos, privilegia-se muito mais o investidor de curto prazo do que o de longo prazo, o que acaba sendo contraproducente para o adequado desenvolvimento do mercado de capitais. E, como é sabido, um mercado de capitais desenvolvido não pode prescindir



do investidor de longo prazo, embora o especulador, o investidor de curto prazo, também tenha sua importância para garantir liquidez no mercado secundário.

Feitas essas considerações, pode-se concluir que, no Brasil, cujo mercado de capitais ainda se encontra engatinhando rumo ao desenvolvimento, a OPA *a posteriori* vem servindo como instrumento de aumento de liquidez, pois, como é sabido, um dos grandes problemas do mercado brasileiro ainda é a falta de liquidez (grande concentração de negócios em poucas ações – em ações de poucas companhias). E isto não pode ser visto de maneira positiva.

De todo o exposto, ainda seria de se concluir que a regulação do mercado e a proteção do acionista, com o fim de dar suporte ao desenvolvimento do mercado, não deveriam estar voltadas para as hipóteses de saída do investidor (OPA *a posteriori* e direito de recesso), mas, sim, para o incentivo de permanência do mesmo no seio da companhia.

*Até aqui, e ainda nessa perspectiva, permanece válida a afirmação de que a OPA a posteriori não é relevante. Não apenas pelo fundamento jurídico inicialmente invocado de que o poder de controle só pode ser do controlador, como também pelo fato de que os mecanismos de proteção do mercado deveriam fundar-se no incentivo à permanência do acionista minoritário na companhia e não, na sua saída.*

Aí vem novamente a pergunta: para que serve então discutir e estudar a OPA *a posteriori*?

Em primeiro lugar, justamente dada a realidade distorcida do nosso mercado. Como é sabido, o Mercado de Capitais brasileiro surge e se desenvolve artificialmente: por leis que tentaram criar a grande empresa em conjunto com leis de incentivos fiscais e financeiros dados pelo Governo Federal; pelo controlador sendo artificialmente incentivado a abrir o capital da companhia que controla para obter junto ao Governo vantagens fiscais e financeiras; pelo investidor sendo incentivado a contribuir com seu capital excedente, disponível para poupança, com vistas a reduzir sua carga tributária, por exemplo, de Imposto de Renda Pessoa Física.

Em outras palavras, no Brasil, o mercado de capitais não surge nem se desenvolve da maneira que seria natural, qual seja: o empresário efetivamente buscando recursos no investimento privado, ao invés de recorrer ao mercado financeiro; e o investidor buscando uma melhor rentabilidade para o seu capital, investindo em ações, ao invés de poupar no mercado financeiro.

Desta realidade temos, como consequência, que todo o ordenamento jurídico acaba voltando-se para situações típicas e decorrentes da realidade acima mencionada.

Assim sendo, e partindo da disfunção atual de que nenhuma norma ou prática de mercado visa incentivar a permanência do minoritário na companhia, e da complexidade e da dificuldade de se conquistar uma posição adequada de desenvolvimento deste grupo de normas, é que passa a ser relevante a discussão pontual de mecanismos de defesa dos minoritários.

Vale dizer: enquanto não forem sanadas as macro-deficiências do sistema e só forem viáveis os dispositivos de defesa do minoritário em eventos especiais e para o fim de viabilizar sua saída da empresa, torna-se importante a discussão sobre esses pontos relevantes: tanto a OPA *a posteriori* quanto o direito de recesso.

Ainda tendo presentes considerações econômicas como fundamentais para justificar a importância OPA *a posteriori*, outro ponto que me parece de fundamental relevância para justificar o estudo deste dispositivo, é o fato de que, em muitas situações, o intangível consubstanciado na *goodwill* de perspectiva de rentabilidade, é transacionado entre controlador alienante e controlador adquirente, em vista de uma possível expropriação desse bem da empresa e de todos os demais acionistas, em favor apenas daquele acionista que controla a companhia.

Essa questão vem sendo estudada há alguns anos por economistas estrangeiros que se dedicam, com profundidade, ao estudo e à pesquisa sobre o valor do controle do ponto de vista econômico, e de como se lhe atribui valor em face dos benefícios que dele derivam.

Nesta linha de trabalho, temos um ilustrativo e importante *working paper* de Tatiana Nenova, da Universidade de Harvard, no qual a autora procura mensurar quais benefícios derivam do exercício do poder de controle<sup>35</sup>.

A pesquisa foi feita em 1997 e abrangeu 18 países, dentre os quais o Brasil.

O *paper* demonstra que há uma série de benefícios proporcionados pela titularidade do poder de controle, tais como: 1) influenciar na escolha da administração da companhia: (Conselho de Administração e Diretoria); 2) influenciar na capacidade de implementar políticas administrativas mais lucrativas para a empresa imprimindo na futura gestão uma maior eficiência e com isso gerar mais lucro para si e para todos os acionistas; 3) apropriar-se do valor econômico do poder de controle em si; 4) apropriar-se de todo o “*goodwill* pessoal”, de todo o *status* pessoal de controlar uma companhia economicamente relevante<sup>36</sup>.

Outro ponto bastante considerado no trabalho de NENOVA respeita a possibilidade que os controladores têm de expropriar da companhia controlada benefícios, inclusive e principalmente, pecuniários, em detrimento dos demais acionistas.

Neste sentido, o *paper* mostra que existem benefícios ilícitos que o poder de controle concentrado confere a seu titular, como, fundamentalmente, a capacidade que o controlador terá de expropriar bens da companhia em detrimento dos demais acionistas.

Esse percentual de expropriação de valores da companhia varia imensamente de acordo com o país analisado: na Dinamarca, por exemplo, o ágio de controle identificado pela autora é o mais baixo do mundo e gira em torno de 1%, enquanto que no México, a autora identifica o ágio mais alto, entre 46% e 51%. No Brasil, ainda segundo essa autora, o ágio pelo controle varia em torno de 25% a 33% do valor de mercado da empresa<sup>37</sup>.

Isso significa que, na prática, no Brasil, os controladores, que via de regra são os fundadores da companhia e seus descendentes, expropriam em torno de 25% a 33% do valor da companhia, dividindo apenas o restante com os minoritários.<sup>38</sup>

*Considerando os dados acima mencionados, podemos concluir que, em qualquer mercado com grandes distorções, como é o brasileiro, o valor que o adquirente atribui ao poder de controle é, via de regra, uma combinação da capacidade da empresa de gerar lucros com a possibilidade de expropriar esses valores dos minoritários, ou seja, com a possibilidade de utilizar a capacidade de a empresa gerar lucros em proveito próprio.*

E é também, especialmente nessa outra perspectiva também distorcida, e em vista da realidade brasileira de baixo nível de proteção dos minoritários, de baixo poder de *enforcement* da CVM e de todos os problemas que são conhecidos no Judiciário, que a OPA *a posteriori* faz todo o sentido em países com o perfil brasileiro.

Ou seja, nesse contexto, pode-se afirmar com tranquilidade que a OPA obrigatória por alienação de controle tem função econômica fundamental para minimizar essas distorções enquanto os grandes problemas, de liquidez, eficiência de mercado e proteção jurídica dos acionistas minoritários de longo prazo, não forem sanados.

Ressalte-se, ademais, que, embora as premissas iniciais do instituto da OPA *a posteriori* tenham sido importadas fundamentalmente dos EUA, a sua construção legal foi feita tendo em vista realidades de mercados desajustados, como ocorre no Brasil<sup>39</sup>.

## V A OPA A POSTERIORI VISTA POR EMPRESAS QUE PRATICAM BOAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA.

Paralelamente a tal discussão em torno da OPA *a posteriori*, temos que, na prática, muitas empresas já perceberam que só haverá desenvolvimento do mercado de capitais, em seu sentido mais estrito (alocação de poupança disponível diretamente na atividade produtiva), se o investidor sentir-se seguro no seu investimento, tanto no que respeita seus direitos políticos e de informação, quanto no que respeita seus resultados financeiros.

Isso tem levado várias empresas, que pretendem se capitalizar via mercado, a adotarem boas práticas de Governança Corporativa.

De modo simplificado, a Governança Corporativa pode ser entendida como sendo “o sistema pela qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas/ Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade”.<sup>40</sup>

A Governança Corporativa é, assim, fundamentalmente, uma resposta à necessidade verificada por empresários e administradores de companhias abertas de atrair capital e fontes de financiamento. Ela volta-se, fundamentalmente, para a proteção

dos diversos interesses que, de alguma forma, estão ligados à vida da sociedade, por meio de um adequado exercício do poder de controle e gestão das companhias abertas.

No Brasil surge, em 1995 o IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, sociedade civil de âmbito nacional, sem fins lucrativos, que tem o exclusivo propósito de “ser a principal referência nacional em governança corporativa; desenvolver e difundir os melhores conceitos e práticas no Brasil, contribuindo para o melhor desempenho das organizações e, consequentemente, para uma sociedade mais justa, responsável e transparente.”<sup>41</sup> Ademais, em praticamente em todos os países, surgiram instituições dedicadas a promover debates em torno da governança corporativa.

Em termos mundiais, a governança corporativa é um movimento que vem se desenvolvendo há mais ou menos duas décadas, em vista de vários fatores: 1. O constante crescimento do poder econômico de investidores institucionais, que lhes confere escala e poder suficiente para interferir nas regras de qualquer empresa que deseja receber seus investimentos; 2. a onda de privatizações nos países europeus e em desenvolvimento, que transferiu o poder do Estado sobre organizações empresariais para grupos dispersos (p. ex. no modelo inglês), ou grupos com controle compartilhado (p. ex. no modelo brasileiro); 3. A integração global dos mercados de capitais, que obriga as empresas a conferir aos investidores maiores garantias sobre o seu investimento; 4. As recentes crises dos mercados emergentes (sudeste asiático em 1997, Rússia em 1998 e Brasil em 1999) que demonstrou que a gerência macro-econômica de um país não é suficiente, sendo necessária uma gerência micro-econômica que fundamentalmente consubstancia-se na governança corporativa, e, finalmente<sup>42</sup>; 5. A série de escândalos corporativos que recentemente abalaram os EUA (p. ex. casos Enron, Worldcom, Tyco) e Europa (p. ex. Parmalat, Royal, etc.).

Segundo a pesquisa (“Investors Opinion Survey”), realizada em junho de 2000, pela **McKinsey & Co** <sup>43</sup>, em parceria com o Banco Mundial, conduzida junto a investidores, e representando um total de carteira superior a US\$ 1.650 bilhões, com a finalidade de detectar e medir eventuais acréscimos de valor às companhias que adotassem boas práticas de Governança Corporativa.

Dentre as conclusões alcançadas, apurou-se: 1) que os investidores pagariam entre 18% e 28% a mais por ações de empresas que adotam melhores práticas de administração e transparência (melhores práticas de Governança Corporativa); 2) na América Latina, os direitos dos acionistas foram classificados como a questão mais importante de Governança Corporativa.

Mais recentemente, um estudo da *International Shareholder Services*, demonstrou que as empresas com alto grau de governança corporativa obtiveram margens líquidas de lucro de 21,66%, contra uma margem de lucro 6,38% inferior à média do setor, nas empresas com baixo grau de governança corporativa<sup>44</sup>.

*E, no universo dos direitos dos acionistas, relacionados a Governança Corporativa no Brasil, a importância da OPA a posteriori, tem se mostrado grande.*

O Novo Mercado da BOVESPA, embora ainda incipiente em termos numéricos<sup>45</sup>, não pode deixar de ser aqui mencionado no que respeita a adoção de ‘Boas Práticas de Governança Corporativa’ para as empresas cotadas em seu pregão, consubstanciadas no ‘Regulamento de Listagem do Novo Mercado’.

Como se sabe, o Novo Mercado é um segmento especial do mercado de ações, criado por iniciativa da BOVESPA, em 2002, com vistas a incentivar o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil mediante a imposição de normas mais rígidas de transparência – *disclosure* – bem como de maiores “compliances” para as companhias que dele participam.

Com isso, buscou-se aumentar a confiança do investidor, ao reduzir seu risco e melhorar as condições de seus investimentos, conforme se vê da Introdução dos Regulamentos de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa<sup>46</sup>.

Para uma companhia ingressar neste Novo Mercado que é, como dito, um *segmento especial do mercado de ações da BOVESPA*, deve voluntariamente aderir a um conjunto de regras societárias, denominado genericamente de ‘Boas Práticas de Governança Corporativa’, consubstanciadas no Regulamento de Listagem do Novo Mercado.

Na prática, significa que seus administradores, controladores e membros do conselho fiscal devem firmar com a BOVESPA um contrato que confirme sua aceitação às regras do Novo Mercado e que permitirá sua entrada neste novo segmento do mercado de capitais brasileiro<sup>47</sup>.

No que respeita à *extensão* da obrigatoriedade da OPA *a posteriori* para todos os acionistas não controladores da companhia, temos, inicialmente, no item 3. 1. do Regulamento de Listagem do Novo Mercado, seção III, que cuida da ‘Autorização para negociação no novo mercado’, as condições mínimas para que a companhia possa ingressar neste mercado, dentre as quais, o item (vii), dispõe que a mesma deve ter *‘seu capital social dividido exclusivamente em ações ordinárias (...)’*. (itálicos meus)

Ademais, na seção VIII que trata da ‘Alienação de Controle’ da companhia aberta autorizada a ter os valores mobiliários por ela emitidos negociados no Novo Mercado, em seu item 8. 1., expressamente determina que ‘A alienação de Controle da Companhia, tanto por meio de uma única operação, como por meio de operações sucessivas, deverá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que *o adquirente se obrigue a concretizar, no prazo máximo de 90 (noventa) dias, oferta pública de aquisição das demais ações dos outros acionistas da Companhia, de forma a lhes assegurar tratamento igualitário àquele dado ao Acionista Controlador Alienante*’. (itálicos meus)

Com isso, temos que as companhias que aderirem ao Novo Mercado da BOVESPA necessariamente deverão garantir a todos os seus acionistas minoritários a possibilidade de alienarem suas ações, pelo mesmo preço e nas mesmas condições que o

acionista controlador desta companhia aberta, como normas de Boas Práticas de Governança Corporativa.

Ainda é de se ressaltar no âmbito desse mercado criado pela BOVESPA, que as companhias podem voluntariamente aderir aos Níveis 1 ou 2 de Governança Corporativa. O Nível 1 tem como principal diferencial das normas comuns para o mercado de ações da BOVESPA o compromisso de melhorar as informações que devem ser levadas ao mercado.

As companhias listadas no Nível 2 de Governança Corporativa, por sua vez, além de aderirem a todas as regras impostas para as companhias Nível 1, devem aderir a um conjunto mais amplo de práticas de Governança Corporativa e de direitos adicionais para os acionistas minoritários.

Em ambos os casos as companhias podem emitir ações preferenciais sem direito a voto.

O Nível 1 de Governança Corporativa nada prevê acerca da OPA *a posteriori* por alienação de controle.

Já o Nível 2 de Governança Corporativa determina que a companhia atribua a todos os detentores de ações ordinárias idênticas condições às contratadas com o acionista controlador na alienação do controle, tal qual prevê o item 8.1 do Regulamento de Listagem do Novo Mercado; no caso de a companhia ter ações preferenciais emitidas, ser realizada nos termos do mesmo item acima mencionado a OPA *a posteriori* estendendo, no mínimo, 70% (setenta por cento) do preço pago ao acionista controlador aos acionistas titulares de ações preferenciais.

Temos assim, que o Nível 2 amplia substancialmente o âmbito de incidência da OPA *a posteriori*, ao determinar que o preço acertado pelas ações do acionista controlador seja estendido em 100% (cem por cento) aos minoritários titulares de ações ordinárias, e em 70% (setenta por cento) aos minoritários titulares de ações preferenciais.

Já o Novo Mercado amplia ao máximo o espectro de incidência da OPA *a posteriori*, ao vedar a emissão de ações preferenciais às companhias listadas e obrigar a extensão de 100% (cem por cento) do preço pago às ações de controle quando de sua alienação.

Esses direitos adicionais são assim justificados na Introdução das normas do Novo Mercado: “*A valorização e a liquidez das ações de um mercado são influenciadas positivamente pelo grau de segurança que os direitos concedidos aos acionistas oferecem e pela qualidade das informações prestadas pelas empresas*”. (itálicos meus)

Nessa esteira de entendimento a Bovespa lançou, em julho de 2005, o Índice de Ações Tag along (ITAG), para medir exclusivamente o desempenho das ações emitidas por empresas que oferecem este mecanismo jurídico de divisão do prêmio de controle. Atualmente este índice é composto por 49 ações de 42 empresas, havendo, inclusive, empresas no ITAG que não estão cotadas em nenhum nível de governança corporativa.

A idéia do ITAG surgiu de uma conversa entre o atual presidente da CVM, Marcelo Trindade, e o superintendente executivo de Operações do Bovespa, Ricardo Nogueira, em torno de como o mercado estava precificando ações de empresas que concediam o *tag along* acima dos percentuais exigidos por lei. Ou seja, se o mercado estava premiando, com maior valorização e liquidez, tais empresas.

Após um estudo retroativo do mercado realizado pela área técnica da Bovespa, concluiu-se que se o ITAG existisse entre 30 dezembro de 2002 e 24 de junho de 2005, teria acumulado uma rentabilidade de 217,6%, superior a todos os outros índices existentes, no mesmo período<sup>48</sup>.

Com toda esta regulação, a BOVESPA acabou por contemplar a OPA *a posteriori* como necessária para a melhoria das condições de captação de recursos no mercado<sup>49</sup>. Preocupou-se, ademais, em criar condições para a melhoria da efetividade da aplicação do dispositivo em vista das penalidades impostas ao infrator da norma que dispõe sobre a OPA *a posteriori*.

Neste sentido o Novo Mercado da BOVESPA, de forma semelhante ao que vige na Grã-Bretanha<sup>50</sup>, solucionou grande parte do problema, relativo a efetividade da aplicação da norma, ao adotar regras mais eficientes para obrigar OPA *a posteriori* por alienação de controle.

Inicialmente, ao determinar que: 1) o acionista controlador alienante e a própria companhia tem responsabilidades em relação à correta efetivação da OPA, inclusive nos casos do cancelamento do seu registro<sup>51</sup>; em seguida, ao dispor que 2) as divergências quanto à alienação de controle da companhia listada serão dirimidas por Arbitragem, conforme o Regulamento da Câmara de Arbitragem do Mercado redigido pela BOVESPA<sup>52</sup>. Ademais, na Seção XII prevê sanções pecuniárias mais efetivas<sup>53</sup>.

Outrossim, o mesmo Regulamento de Listagem prevê sanções não pecuniárias bastante efetivas, como se depreende de seu item 12. 4., segundo o qual a BOVESPA poderá determinar, no caso do não cumprimento pela companhia das determinações constantes na **Notificação de Descumprimento**, no prazo estabelecido (conforme dispõe o item 12.1) *que 12. 4. (i) “as cotações dos valores mobiliários de emissão da Companhia sejam divulgadas em separado, determinando novo prazo, por meio de notificação à Companhia para que ela remedeie a infração cometida” e que ainda (ii) “os valores mobiliários emitidos pela Companhia tenham a sua negociação suspensa do Novo Mercado, determinando novo prazo, por meio de notificação à Companhia para que ela remedeie a infração cometida”*.

Com tais medidas, sem dúvida, a infração à OPA *a posteriori* tornar-se-á muito mais difícil, tornando-a, de fato, norma de proteção dos minoritários.

É importante finalmente lembrar que independentemente da obrigatoriedade da aceitação da norma (para adentrar no Novo Mercado) e da controvérsia jurídica sobre o tema, várias companhias já perceberam a importância econômica que tem o dispositivo que prevê a OPA *a posteriori*, enquanto instituto de proteção dos minoritários e incentivador do mercado de

*capitais. Podendo isso ser notado pelo grande número de companhias que decidiram, voluntariamente, ampliar o prêmio para os ordinaristas e estender o tag along aos preferencialistas, não se limitando somente à obrigação legal*<sup>54</sup>.

Concluindo: é importante que percebamos a crescente importância que se atribui à OPA *a posteriori* como boa prática de Governança Corporativa. E que a Governança Corporativa, em si, nada mais é do que a constatação, e a posterior proteção, legal ou estatutária, dos interesses econômicos dos acionistas minoritários, investidores do Mercado de Capitais.

Assim sendo, a discussão meramente jurídica sobre a questão perde sua relevância, pois a adoção ou não da oferta pública obrigatória (*tag along*) para todos os acionistas da companhia quando da alienação de controle, passa a ser vista sob outro viés: uma exigência do mercado para investir nas empresas, com o próprio mercado buscando soluções práticas para as suas necessidades.

: ARTIGO SELECIONADO

## NOTAS

1 OPA é a sigla comumente utilizada para designar qualquer ‘oferta pública de aquisição de ações’, ações estas que podem ou não consubstanciar o poder de controle de determinada companhia aberta. Duas são atualmente as modalidades de OPA, previstas pela LSA de 1976, que respeitam as transferências onerosas de controle de companhia aberta: a OPA voluntária de tomada hostil de controle societário (artigo 257 e seguintes); a OPA obrigatória decorrente da alienação de controle de companhia aberta (artigo 254-A).

A LSA de 1976 prevê ainda outras duas modalidades de OPA, mas que não respeitam transferências de controle de companhia aberta. São elas: A OPA obrigatória para cancelamento de registro de companhia aberta (artigo 4º, § 4º) e a OPA obrigatória para aumento de participação de acionista controlador (artigo 4º, § 6º).

A OPA tratada neste texto é a OPA prevista no artigo 254-A (artigo 254-A, *caput*, da Lei Societária n. 6404, de 1976, alterada pela Lei n. 10.303, de 2001), e regulada pela Instrução CVM n. 361, de 05 de março de 2002 (doravante simplesmente denominada de Instrução CVM 361), e que também pode ser denominada de OPA *a posteriori*, uma vez que a mesma ocorre após e em consequência da alienação privada de controle de companhia aberta, sendo sua realização condição legal para que a transferência de controle seja eficaz.

2 Sobre o tema vide nosso: **Oferta Pública de Ações Obrigatória nas S.A – Tag along**, São Paulo: Quartier Latin, 2005.

3 MANNE, H. G., **Mergers and the Market for Corporate Control**, Journal of Politics and Economics, 1965, p. 110 e seg.; EASTERBROOK, F. H. and FISCHER, D. R., **Corporate Control Transactions**, Yale Law Journal, n. 91, 1982, p. 698 e seg. E POSNER, R., **Economic Analysis of Law**, 3ª ed., Little, Brown, and Company, Boston, 1986, p. 385 e segs..

4 Mercado de controle societário é o mercado no qual se negocia participações acionárias que garantem o poder de dirigir a companhia e eleger o maior número de membros integrantes do Conselho de Administração ou da Diretoria de uma companhia.



5 JENNINGS, R. W., MARSH, H. and COFFE, J. C., **Securities Regulation. Cases and Materials**, 5ª ed., New York: The Foundation Press, Inc., 1990, p. 655 e segs.

6 Por *full and fair disclosure* entende-se a ampla, correta e honesta divulgação das informações relevantes operadas no seio de uma companhia aberta. A doutrina nacional conceituou ‘relevância’ como sendo: “(...) aquela informação que é levada em conta por um investidor médio para a compra, venda ou manutenção de ações, ou que provoca impacto sobre o mercado”. Luiz Gastão Paes de Barros LEÃES, **Mercado de Capitais e Insider Trading**, São Paulo: Revista dos Tribunais, 1982, citação p. 171.

O objetivo precípua do *disclosure* é criar mecanismos que tornem o acionista minoritário e o público em geral – investidores, credores, consumidores, intermediários, usuários, empregados, corretores, Bolsas de Valores, e o próprio Estado, a quem incumbe proteger o crédito público e comandar o processo econômico – devidamente informados sobre tudo aquilo que disser respeito às companhias que tenham suas ações ou outros valores mobiliários negociados no mercado e, portanto, tenha o condão de alterar o preço desses papéis.

Nos EUA tal princípio é definitivamente consagrado como imposição legal com a entrada do *Securities Act* de 1933 e do *Securities and Exchange Act* de 1934, tornando-se o principal princípio jurídico a informar o mercado de capitais norte-americano.

No Brasil o sistema de *disclosure* no que respeita à legislação societária encontra-se fundamentalmente previsto no artigo 157 da LSA de 1976 como dever dos administradores, sendo atualmente regulado pela Instrução CVM n. 358. Sobre o tema, na doutrina nacional, ver Luiz Gastão Paes de Barros Leães, ob. cit.; Fábio K. Comparato, A Regra do Sigilo nas Ofertas Públicas de Aquisição de Ações, **Revista de Direito Mercantil**, São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 49, p. 56-73, e Alfredo LAMY FILHO e José Luiz Bulhões PEDREIRA, **A Lei das S.A.**. Rio de Janeiro: Renovar, Volume II – Pareceres, 2ª Ed., 1996, p. 381 e seguintes, entre outros autores renomados.

7 Nas palavras de EIZIRIK: “O *insider trading* é, simplificada, a utilização de informações relevantes sobre uma companhia, por parte de pessoas que, por força do exercício profissional, estão ‘por dentro’ de seus negócios, para transacionar com suas ações antes que tais informações sejam de conhecimento do público. Assim, o *insider* compra ou vende no mercado a preços que ainda não estão refletindo o impacto de determinadas informações sobre a companhia, que são de seu conhecimento exclusivo”. Nelson EIZIRIK, “Insider Trading” e Responsabilidades de Administrador de Companhia Aberta, **Revista de Direito Mercantil**, São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 2, citação p. 43. Sobre o tema, ver também o aprofundado estudo de Luiz Gastão Paes de Barros LEÃES, **Mercado de Capitais e Insider Trading**, São Paulo: Revista dos Tribunais.

8 Conforme se observa do trecho a seguir transcrito: “(...) it has long been settled law that, absent looting of corporation assets, conversion of a corporate opportunity, fraud or other acts of bad faith, a controlling shareholder is free to sell, and a purchaser is free to buy, that controlling interest at a premium price”. E mais adiante: “The premium is the added amount an investor is willing to pay for the privilege of directly influencing the corporation’s affairs.” Trecho de decisão proferida em 1979 pela Court of Appeals de Nova Iorque, no caso *Zetlin v. Hanson Holdings, Inc.* 48 NY 2d 684, 421 NYS 2d. 877, 397 N.E. 2d. 387, in Cary e Eisenberg, *Corporations, Cases and Materials*, Nova Iorque: The Foundation Press, 1988, p. 656. (itálicos meus).

Ver ainda: *Barnes v. Brown*, 80 NY 527; *Levy v. American Beverage Corp.*, 265 App Div 208; *Essex Universal Corp. v. Yates*, 305 F2d 572

Outras jurisprudências no Direito Americano, em diversos sentidos, são relatadas por Jorge LOBO, *Interpretação Realista da Alienação de Controle de Companhia Aberta*, **Revista de Direito Mercantil**, volume 123, Malheiros Editores, 2001, p. 14 e 15.

9 Que assim se manifestou no mesmo acórdão citado: “The power to control the management of a corporate, that is, to elect directors to manage its affairs, is an inseparable incident to the ownership of a majority stock. (...) Concededly a majority or dominant shareholder is ordinarily privileged to sell his stock at the best price obtainable from the purchaser. In so doing he acts on his own behalf, not as an agent of the corporation. If he knows or has reason to believe that the purchaser intends to exercise to the detriment of the corporation the power of management acquired by the purchase, such knowledge or reasonable suspicion will terminate the dominant shareholders’s privilege to sell and will create a duty not to transfer the power of management to such purchaser”(itálicos meus). Sendo de se ressaltar que este é o entendimento que prevalece nos EUA até os dias de hoje.

10 BERLE Jr., Adolph A. e MEANS, Gardiner C., **The Modern Corporation and Private Property**, Reprint Edition, William S. Hein & Co., Inc, Buffalo, 1982, e Adolph BERLE, *The Price of Power: Sale of Corporate Control*, **Cornell Law Review**, n. 50, 1965, p. 629 e segs.

11 BAYNE, D., **Corporate Control as a Strict Trustee**, Georgia Law Review, n. 53, 1965, p. 543 e seg. e BAYNE, D., **The Sale-of-Control Premium: The definition**. Minnesota Law Review, n. 53, 1969, p. 485 e seg.

12 ANDREWS, William D., **The stockholder's right to equal opportunity in the sale of shares**, Harvard Law Review, volume 78, p. 505-563, 1965.

13 Perlman et. al., Plaintiffs-Appellants, v. C. Russell Feldmann, Newport Steel Corporation, 219 F.2d 173; 50 A.L.R. 2d 1134, proposta em 1954, decidida em 1955.

Sendo de se ressaltar, ademais, que este é o entendimento que vem prevalecendo no Brasil.

14 Alfredo LAMY FILHO e José Luiz Bulhões PEDREIRA, **A Lei das S/A**, Rio de Janeiro: Renovar, 3ª ed., 1997, p. 278.

Esta também é a posição do Prof. Titular da USP Luiz Gastão Paes de Barros Leães.

15 O professor Fábio Konder COMPARATO refere-se ao minoritário para efeito de OPA *a posteriori* por alienação de controle sempre em relação ao direito de voto, pelo que exclui o preferencialista deste direito, **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**, 2ª ed., São Paulo: Revista dos Tribunais, 1977, p. 232 e 233.

Também neste sentido o professor Arnaldo WALD: "(...) o legislador se refere sempre aos acionistas majoritários e minoritários que só podem ser os titulares das ações com voto, pois os preferenciais sem direito de voto não podem ser caracterizados como tendo uma posição política na sociedade". Do descabimento da oferta pública de compra em relação às ações preferenciais, **Revista de Direito Mercantil**, n. 45, ano XXI, 1982, citação p. 9.

16 Artigos 254 da LSA de 1976, combinado com Resolução n. 401 e artigo 254-A combinado com Instrução CVM n. 361.

17 Alienação de controle: o vaivém da disciplina e seus problemas, in **O novo Direito Societário**, Malheiros Editores 2ª ed.

18 Era a Resolução n. 401 do CMN que regulamentava o antigo dispositivo 254 da Lei Societária n. 6404, de 1976, que previa a OPA *a posteriori*.

19 Alienação de controle de instituições financeiras. Acionistas minoritários. Notas para uma interpretação sistemática da lei das S.A., **Revista de Direito Mercantil**, n. 46, ano XXI, 1982, citação p. 41.

20 **Principais Inovações Introduzidas pela Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001, à Lei de sociedades por Ações**, Reforma da Lei das Sociedades Anônimas, Coordenador: Jorge Lobo, São Paulo: Forense, 2002, p. 39/40.

21 Alienação e Aquisição de controle, **Revista de Direito Mercantil**, n. 59, ano XXIV, 1985, citação p. 62.

22 Vide o art. 1228 Código Civil que dispõe que "O proprietário tem a faculdade de usar, gozar e dispor da coisa".

23 Zetlin v. Hanson Holdings, Inc. 48 NY 2d 684, 421 NYS 2d. 877, 397 N.E. 2d. 387, in Cary e Eisenberg, Corporations, Cases and Materials, Nova Iorque: The Foundation Press, 1988, p. 656. Ver ainda: Barnes v. Brown, 80 NY 527; Levy v. American Beverage Corp., 265 App Div 208; Essex Universal Corp. v. Yates, 305 F2d 572

Outras jurisprudências no Direito Americano, em diversos sentidos, são relatadas por Jorge LOBO, Interpretação Realista da Alienação de Controle de Companhia Aberta, **Revista de Direito Mercantil**, volume 123, Malheiros Editores, 2001, p. 14 e 15.

24 Conforme nos ensina o Professor Waldírio Bulgarelli, o conceito de comerciante é substituído pelo de empresário e o direito comercial moderno passa a ter como base a empresa. **Direito Comercial**, 13ª ed., São Paulo, Atlas, 1998, p. 67.

25 Orlando Gomes, **Introdução ao Direito Civil**, 7ª ed., Rio de Janeiro: Forense, 1983, p. 177.

26 Para Orlando Gomes, os bens componentes do estabelecimento são: a) bens corpóreos: móveis, imóveis, mercadorias; b) bens incorpóreos: marcas, patentes de invenções; c) os créditos e os débitos; d) o fundo de comércio: o ponto comercial, a clientela, os segredos do negócio etc. Orlando Gomes, **Introdução ao Direito Civil**, 7ª ed., Rio

de Janeiro, Forense, 1983, p. 177. Para Rubens Requião são: a) bens corpóreos: mercadorias, instalações e máquinas; b) bens incorpóreos: o ponto, as marcas, as patentes, as invenções; c) inclui os créditos e exclui os débitos. Curso de Direito Comercial, 21ª ed., São Paulo: Saraiva, 1998, p. 253 e seg. Já Fábio Ulhoa Coelho entende que tais bens podem consubstanciar-se em: a) elementos materiais: estoque, máquinas, utensílios, etc. b) elementos imateriais: marcas, patentes de invenção, etc. Este autor entende que os imóveis não integram o estabelecimento, integrando o patrimônio. **Curso de Direito Comercial**, 6ª ed., São Paulo: Saraiva, 2002, volume I, p. 95. Um estudo mais detalhado pode ser encontrado em Sérgio José Dularc MÜLLER e Thomas MÜLLER, Empresa e estabelecimento – a avaliação do *goodwill*, Direito empresarial no novo Código Civil, **Revista do Advogado**, ano XXIII, agosto de 2003, n 71, p. 102-104.

27 Cf. Rubens Requião, **Curso de Direito Comercial**, 21ª ed., São Paulo: Saraiva, 1998, p. 306. Na definição de Ângela Mie Nakamura, temos que, quando uma empresa possui um *goodwill*, “o valor do seu patrimônio líquido supera seus ativos e passivos avaliados individualmente a preço de mercado, e isso ocorre quando ela possui algo intangível que lhe proporciona a condição de gerar lucros acima do normal”. **Avaliação de participações societárias**, São Paulo: Brasiliense, 1990, p. 179.

28 Evidencia-se essa situação quando há uma posterior incorporação da companhia cujo controle foi adquirido e o prêmio foi exclusivamente pago aos controladores. Nestas situações, parece-me que a doutrina mais correta é a de Luiz Leonardo CANTIDIANO. Alienação e Aquisição de controle, **Revista de Direito Mercantil**, n. 59, ano XXIV, 1985, especialmente na p. 62.

29 Embora seja de se ressaltar, em relação aos dividendos, que estes esbarram também no fato de que, quando se fala em ‘perspectiva de lucro’, na verdade se está falando em ‘perspectiva de gerar caixa’, na capacidade de a empresa gerar caixa, pois o lucro auferido (o caixa gerado) poderá estar totalmente comprometido com investimentos futuros na própria companhia e, portanto, não ser nunca distribuído, fato este que também gera desinteresse no investidor. O contraponto dessa afirmação é que, muitas vezes, o empresário não tem o menor interesse em determinar políticas de dividendos que incentivem o investimento no Mercado de Capitais, preferindo reinvestir todo o lucro na “sua companhia”.

30 A teoria e o conceito de mercado eficiente, de caráter eminentemente econômico, foram desenvolvidos nos EUA por economistas da Escola de Chicago e sistematizado por E. F. FAMA **Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work**, **The Journal of Finance**, n. 25, maio de 1970, p. 383-417. Em poucas palavras, o conceito de mercado eficiente é a capacidade de o mercado de capitais absorver informações e fazer com que as mesmas se reflitam nos preços dos valores mobiliários nele negociados. Assim, se houver uma diferença entre o preço de uma ação negociada publicamente e o preço esperado pelos investidores sobre essa ação, tendo por base o conjunto de informações disponíveis em um mercado de capitais eficiente, essa diferença será ‘zero’, ou seja, nenhuma. **Efficient Capital Markets II: A Review of Theory and Empirical Work**, **The Journal of Finance**, vol. XLVI, n. 5, dezembro de 1991, p. 1575-1617. Nesta sua segunda obra, o autor sugere ‘testes’ para que se aprofunde o grau de eficiência de determinado mercado, que para ele pode ser fraco, semi-forte e forte. Toda esta teoria foi seguida por outros autores de relevância, tais como: J. C. COFFE, Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System, **Virginia Law Review**, n. 70, 1984, p. 717 e segs., F. H. EASTERBROOK e FISCHEL, Mandatory disclosure and the Protection of Investors, **Virginia Law Review**, n. 70, 1984, p. 669 e seg.

31 “If the value of a vote is determined by the fact that control can be achieved by assembling a large block of stock in a series of small open-market transactions, then the price of a vote should rise at the announcement of any major and unexpected change in the ownership distribution that would facilitate a takeover.” What Determines the Value of Corporate Votes?, Luigi Zingales, **Quarterly Journal of Economics**, University of Chicago and the National Bureau of Economic Research, 2001, p 1047 a 1072.

32 “The level of voting Premium in the United States is comparable to the level found in Sweden (6.5 percent) and the United Kingdom (13.3 percent). However, it is below the value found in Canada (23.3 percent) and Switzerland (about 27 percent), and it is well below those in Israel (45.5 percent) and Italy (81 percent).” Op. cit.

“Further insights can be obtained by comparing the U.S. evidence with studies of the level of the voting premium in other countries. After controlling for ownership concentration, the level of the voting premium in the United States remains substantially below that of foreign countries. This suggests that voting rights are less valuable in the United States because the private benefits of control are smaller, not because ownership is less concentrated. In the United States strict disclosure enforcement and minority shareholders’ suits limit the ability of large shareholders to extract private benefits.” What Determines the Value of Corporate Votes?, Luigi Zingales, **Quarterly Journal of Economics**, University of Chicago and the National Bureau of Economic Research, 2001, p 1047 a 1072.

33 Segundo o autor, ao tratar dos benefícios do controle: “Unfortunately, it is difficult, if not impossible, to directly measure a company’s private benefits. In fact, some corporate benefits are enjoyed exclusively by the management precisely because they cannot be easily measures (and thus claimed) by minority shareholders. One possible source of private benefits of control is the higher than normal salary that a controlling shareholder might pay to himself. In this case an outsider can easily determine the salary level, but not whether it is excessive. Thus, the board of directors retains a good deal of discretion in deciding the salary. It will not be surprising, then, that controlling shareholder might use this discretion to his own advantage. Therefore, I will try to identify whether any abnormal level of compensation is reflected in the voting premium. It should be clear that this is not a precise measure of private benefits, but just a proxy for large shareholder’s ability to allocate resources to his personal advantage.” What Determines the Value of Corporate Votes?, Luigi Zingales, *Quarterly Journal of Economics*, University of Chicago and the National Bureau of Economic Research, 2001, p 1047 a 1072.

34 Vide a manifestação categórica do presidente da FONDELEC, empresa americana de investimentos e consultora que administra 250 milhões de dólares, em maio de 2004: “A empresa estuda deixar o investimento na Cataguazes caso não consiga melhora no tratamento. Os minoritários não são bem tratados e isso vai resultar na possibilidade de abandonarmos o investimento, inclusive no curto prazo”. Quando perguntado sobre a possibilidade de fazer novos investimentos no Brasil, respondeu: “qualquer um precisaria ser louco para fazer isso.” *Jornal Valor Econômico*, 11.05.2004. No caso em questão, discutia-se o fato de a Cataguazes ter reduzido seu capital social para distribuir lucros e impedir a aquisição do direito de voto pelos preferencialistas.

35 “The Value of Corporate Votes and Control Benefits: A Cross-country Analysis”, set. 21, 2000, Tatiana Nenova, Harvard University.

36 “The property rights literature (e.g. Jensen and Meckling 1976, Grossman and Hart 1988) and more recent empirical studies of expropriation (Classens et. Al. 1999 and La Porta et. Al. 1999), maintain that parties in possession of control over a corporation extract private benefits of control at the expense of firm value accruing to dispersed shareholders. Examples of such benefits are influence over who is elected on the Board of directors or in the CEO position, the power to build business empires, the ability to transfer assets to other corporate entities or consume perquisites at the expense of the firm. Private benefits of control have been measured indirectly in studies of block premia, proxy fights, vote premia, managerial resistance to takeovers bidder returns in value-destroying acquisitions, and related event studies (focusing on CEO pursuits of pet projects, CEO removals, etc”) Citação na p. 07, nota de rodapé n. 05. Mais adiante, nas p. 07 e 08, a autora coloca-nos ainda outras possibilidades de benefícios oriundos do controle: “Other possible surplus-diversion strategies are to create (and time) derivative securities, undertake actions to influence the company stock price (or equally earnings) in the short term for personal profit, or to determine the timing and the size of dividend payments in function of one-s private preference.” “The Value of Corporate Votes and Control Benefits: A Cross-country Analysis”, set. 21, 2000, Tatiana Nenova, Harvard University.

37 “The benefits that controlling shareholders extract out of corporate control are significant in magnitude, and vary widely across countries. The highest average control value is in Mexico, where estimates range between 46% and 51%. This means that on average, Mexican controlling shareholders expropriate one half of the value of the company, sharing the remaining half with minority shareholders in proportion to *holdings* of cash flow rights. Similarly high average control values are found in South Korea (31% to 38% of company market value), Italy (28% to 35%), France (26% to 28%), Brazil (16% to 23%), Chile (15% to 23%), and Australia (13% to 21%). Not surprisingly, the above list includes all civil law countries. The presence of Australia seems odd in the group; however, the estimate is based on 3 companies only, and should be treated with caution. In Scandinavian and English-speaking countries, possibilities for expropriation are almost non-existent. In Denmark, control value is around 1% of the firm market capitalization. Similarly low values of control exist in Sweden (1%), the US (1% to 2%), and Canada (2% to 4%) “The Value of Corporate Votes and Control Benefits: A Cross-country Analysis”, set. 21, 2000, Tatiana Nenova, Harvard University.

38 Bernard BLACK, por seu turno, em outro estudo sobre o mesmo tema, demonstra que os maiores ágios de controle são identificados na privatização das petrolíferas russas. Segundo o autor, isso ocorre devido ao fato de ser a Rússia um país com cultura de administradores e controladores que visam a usurpar direitos dos minoritários. Além disso, há peculiaridades em relação a tais empresas que facilitam ainda mais a expropriação de seus bens: “Russia offers as close to an ideal test case as we likely to find. It has decent corporate and securities laws, but the laws are unenforced and widely ignored. Cultural norms among managers and large shareholders reinforce bad rather than good behavior. Self-dealing and often outright looting is the norm, not the exception. And insiders didn’t need to develop reputations for honesty in order to sell shares to the public. Instead, major companies were sold through privatization auctions, which let even disreputable insiders

acquire control in the privatization auctions or thereafter. Indeed, control of many major companies was sold directly to crooks, who got the money to buy them by skimming or outright theft from the government.” “Does Corporate Governance Matter? A Crude Test Using Russian Data”, Bernard Black, **University of Pennsylvania Law Review**, jun 2001, vol. 149, Issue 6, p. 2131, 20 p.” E, adiante: “First, given the small sample size, one can quickly run out of degrees of freedom. Only oil (7 firms) or oil and gas combined (8 firms) have enough firms in the sample to make an industry control feasible. A second reason for not using an industry control is that industry may proxy for governance risk. Commodity export industries, including oil and gas, are subject to a high degree of transfer pricing risk. The commodity can be sold to a middleman controlled by the insiders at a below-market price and then resold at a market price. These transfer pricing schemes are a favorite way for Russians managers to pocket profits and avoid taxes. Thus, oil and gas companies may attract bad managers who welcome the opportunity to steal the company’s cash flow.” “Does Corporate Governance Matter? A Crude Test Using Russian Data”, Bernard Black, **University of Pennsylvania Law Review**, jun 2001, vol. 149, Issue 6, p. 2131, 20 p.

39 Embora seja de se ressaltar que, na prática, o artigo 254-A cumpre muito precariamente a função que se propõe (é muito limitado, pois, não incide nas companhias fechadas, nas ações preferenciais sem direito a voto e permite que o controlador alienante se aproprie de 20% do prêmio atribuído ao controle) e, portanto, a lei tem que ser mudada. Vide a minha tese de doutorado “A OPA obrigatória (artigo 254-A)”, no prelo, que conclui serem, atualmente, duas as soluções desejáveis: ou o dispositivo que regula a oferta pública obrigatória é alterado, ampliando a sua capacidade de conferir proteção aos minoritários e ao mercado em geral, ou a realidade do nosso mercado passa a ser outra, e a oferta pública deixa de ser relevante, como ocorre, por exemplo, nos Estados Unidos.

40 Segundo definição do IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa em seu Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa.

41 Dados disponíveis no web site: **www.ibgc.gov.br**

42 Nesse sentido, vide, na prática, a posição de vários organismos e instituições internacionais vendo a Governança Corporativa como prioritária para a boa qualidade da política macroeconômica e a um ambiente institucional equilibrado, dentre os quais cito: 1) o G7, grupo das nações mais ricas do mundo, que considera a governança corporativa o mais novo pilar da arquitetura econômica global; 2) a OCDE (Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico) que desenvolveu uma lista de Princípios de Governança Corporativa e promove periodicamente, em diversos países, mesas de discussão e avaliação do desenvolvimento da Governança. Também lançou, junto com o Banco Mundial, em setembro de 1999, o “**Global Corporate Governance Forum**”, com o objetivo de dar abrangência, importância e visibilidade mundial ao tema; 3) o Banco Mundial e o FMI que consideram a adoção de boas práticas de Governança Corporativa como parte da recuperação dos mercados mundiais, abatidos por sucessivas crises em seus mercados de capitais.

43 Dados disponíveis no web site: **www.ibgc.gov.br**

44 Jornal: Gazeta Mercantil, 28.09.2005, A-1, **Lucros Crescem com Governança Corporativa**.

45 Em agosto de 2003, após (1) um ano de existência, contava com apenas 02 (duas) companhias listadas no Novo Mercado (CCR RODOVIAS e SABESP); 03 (três) companhias listadas no Nível 2 (CELESC, MARCOPOLLO e NET) e 28 (vinte e oito) listadas no Nível 1. Sendo de ressaltar que o Nível 1 não dispõe nada sobre OPA *a posteriori* e o seu principal diferencial para as normas comuns do mercado tradicional de ações da BOVESPA é a melhoria do *disclosure*. (disponível no site **www.bovespa.com.br**)

Em setembro de 2004 identificou-se aumento pouco significativo das companhias listadas: 03 (três) companhias listadas no Novo Mercado (CCR RODOVIAS, SABESP e Natura); 05 (cinco) companhias listadas no Nível 2 (CELESC, MARCOPOLLO, NET, All América Latina Logística S.A. e Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A.) e 31 (trinta e uma) listadas no Nível 1. (disponível no site **www.bovespa.com.br**)

Em setembro de 2005 já se nota um aumento considerável: 14 (catorze) companhias listadas no Novo Mercado (CCR RODOVIAS, SABESP, Natura, CPFL Energia, DASA, Grendene, Porto Seguro, Renar Maçãs, Energias BR, Light, Localiza, Lojas Renner, OHL e Submarino); 09 (nove) companhias listadas no Nível 2 (CELESC, MARCOPOLLO, NET, All América Latina Logística S.A. e Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A., Suzano, TAM, Eternit, Eletropaulo) e 34 (trinta e quatro) listadas no Nível 1. (disponível no site **www.bovespa.com.br**)

46 Nestes termos: “A entrada de uma empresa no Novo Mercado significa a adesão a um conjunto de regras societárias, genericamente denominadas de ‘boas práticas de governança corporativa’, mais rígidas que do que as presentes na

legislação brasileira. Essas regras, consolidadas no Regulamento de Listagem, ampliam os direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações usualmente prestadas pelas companhias e, ao determinar a resolução dos conflitos por meio de uma Câmara de Arbitragem, oferecem aos investidores a segurança de uma alternativa mais ágil e especializada.”

47 Além dos Anexos **B**, **C** e **D**, de Termo de Anuência respectivamente seus cargos e qualificações e, ademais, a companhia, representada pelo seu Diretor de Relações com Investidores, firmar o Anexo **E** de Requerimento para Obtenção de Autorização para Negociar no Novo Mercado e a Declaração constante do Anexo **F**, além de enviar as informações especificadas no Anexo **A**, todos do mesmo Regulamento de Listagem do Novo Mercado.

48 Nesse período o Índice de Governança Corporativa rendeu 138%, o Ibovespa 121,1% e o IBrX 120,3%. Informações publicadas na Revista Razão Contábil, n. 32, agosto de 2005, pág. 32 a 34.

49 A importância do dispositivo, ainda no âmbito da Governança Corporativa, também é confirmada pelas condições impostas pelo BNDES Participações S.A. – BNDESPAR que, em setembro de 2000, criou o “Programa de Apoio às Sociedades Anônimas”, tendo como um dos principais objetivos estimular a prática de Governança Corporativa e incentivar novas empresas a participarem do Mercado de Capitais em termos similares aos que impõe o Regulamento de Listagem do Novo Mercado. Nessa linha, para que uma companhia possa participar desse Programa, um dos requisitos é que tenha adotado, em seu estatuto social de companhia aberta, disposição de *tag along*. Nestes termos: “A Alienação do controle ou de participação relevante no capital da companhia somente poderá ser contratada sob a condição de que o adquirente se obrigue a realizar oferta pública de aquisição das ações pertencentes aos acionistas minoritários, nas mesmas condições de pagamento ofertadas ao(s) acionista(s) controlador(es), sendo total a oferta das ações da companhia, no caso de alienação do controle, e proporcional, no caso de participação relevante. Considera-se aquisição de controle o negócio, ou conjunto de negócios, que resulte na titularidade de 40% ou mais do capital social por um acionista ou grupo de acionistas reunidos por acordo. (...)”. (disponível site <http://.bndes.gov.br>, em maio de 2001).

50 Essas são, sucintamente, as penalidades impostas, na Grã Bretanha, ao adquirente do controle no caso de infração da regra 9.1 do *City Code* que obriga a OPA *a posteriori*,: 1) proibição do exercício dos direitos de voto das ações possuídas por seu titular; 2) proibição de adquirir outras ações de emissão da companhia; 3) proibição de alienar as ações que possuir antes de realizar a OPA obrigatória.

51 Nos termos dos itens 8.3, 11.6.. 11.6.1., 11.6.2 e 12.5.1 (iii) do Regulamento de Listagem: “8.3. **Termo de Anuência dos Controladores.** O acionista controlador alienante não transferirá a propriedade de suas ações enquanto o comprador não subscrever o Termo de Anuência dos Controladores. A Companhia também não registrará qualquer transferência de ações para o comprador enquanto este não subscrever o Termo de Anuência dos Controladores, devendo o mesmo ser encaminhado à BOVESPA imediatamente”, (*relativo a transferência das ações do controlador para o adquirente*), item “11.6 **Alienação de controle após a saída do mercado.** A Alienação de Controle da Companhia que ocorrer nos 12(doze) meses subseqüentes à sua saída do Novo Mercado obrigará o Acionista Controlador Alienante e o Comprador, conjunta e solidariamente, a oferecer aos demais acionistas a aquisição de suas ações pelo preço e nas condições obtidas pelo Acionista Controlador Alienante na alienação de suas próprias ações, devidamente atualizado, observando-se as mesmas regras aplicáveis às Alienações de Controle previstas na Seção VII deste Regulamento de Listagem” (*determina que a OPA é, perante os acionistas não controladores, de responsabilidade conjunta do adquirente e do controlador alienante*) item 11.6.1: “Se o preço obtido pelo Acionista Controlador Alienante na alienação de suas próprias ações for superior ao valor das ofertas públicas realizadas de acordo com as demais disposições deste Regulamento, o Acionista Controlador Alienante e o Comprador ficarão, conjunta e solidariamente, obrigados a pagar a diferença de valor apurado aos aceitantes da respectiva oferta pública, nas mesmas condições previstas no item 11.6”, (*cláusula de look back provision*) item 11.6.2: “A Companhia e o Acionista Controlador ficam obrigados a averbar no Livro de Registro de Ações da Companhia, em relação às ações de propriedade do Acionista Controlador, ônus que obrigue o comprador a estender aos demais acionistas da Companhia preço e condições de pagamento idênticos aos que forem pagos ao Acionista Controlador Alienante, conforme previsto nos itens 11.6 e 11.6.1” e, finalmente, o item 12.5.1, (iii): “o Acionista Controlador deverá concretizar oferta pública de aquisição de ações pertencentes aos demais acionistas da Companhia, no prazo de 90 (noventa) dias contados da data do cancelamento da autorização, pelo respectivo Valor Econômico das ações, a ser apurado na forma prevista neste Regulamento de Listagem”.

52 Conforme o item 13.1 do Regulamento de Listagem do Novo Mercado: “13.1. **Arbitragem.** A BOVESPA, a Companhia, o Acionista Controlador, os Administradores e os membros do conselho fiscal da Companhia comprometem-se a resolver toda e qualquer disputa ou controvérsia relacionada a este Regulamento de Listagem por meio de arbitragem, nos termos do Regulamento de Arbitragem.”

53 Ver especialmente os itens 12.1.1., 12.2. 12.3 e 12.3.1. do Regulamento de Listagem.

54 Em 28.04.2003, 38 (trinta e oito) companhias *decidiram voluntariamente ampliar o valor da OPA a posteriori* aos ordinaristas e estender esse direito aos preferencialistas. Sendo 26 delas negociadas somente no mercado tradicional da Bovespa. Entre estas companhias cito: Banco do Brasil; Coteminas, Duratex, Eternit,; Latasa; Nadir Figueiredo; Rhodia; Sansuy; Saraiva Livraria. (disponível no site [www.bovespa.com.br/tag.htm](http://www.bovespa.com.br/tag.htm)). Em 06.09.2004, esse número subiu para 41 companhias (disponível no site [www.bovespa.com.br/tag.htm](http://www.bovespa.com.br/tag.htm)).

*Roberta Nioac Prado*

DOUTORA EM DIREITO COMERCIAL PELA USP  
PESQUISADORA DIREITO GV

