

Tag Along

Mecanismo de proteção aos acionistas minoritários e de sustentação do mercado de capitais

Ricardo dos Santos Júnior

Sumário

1. Introdução. 2. Definição e conceituação do *Tag Along*. 3. Breve análise da relação entre poder de controle e o prêmio de controle e a diferença deste para o prêmio do § 4º do art. 254 da Lei n. 6.404/76. 4. Origem do *Tag Along*. 4.1. Origem no exterior. 4.2. Origem no Brasil. 5. Análise demonstrativa da importância do *Tag Along*. 5.1. A importância da governança corporativa para o *Tag Along*. 5.2. O *Tag Along* e a valorização das ações ordinárias. 5.3. Cautela no processo de alienação. 6. Conclusão.

1. Introdução

Com a dinamicidade da política econômica, grandes operações de concentração empresarial são realizadas. As sociedades anônimas de capital aberto são protagonistas de várias dessas operações, envolvendo, entre outros aspectos, os acionistas minoritários e o mercado de capitais. Uma vez que os acionistas minoritários não influenciam no negócio da alienação do poder de controle, qual a segurança oferecida a eles? E quanto ao mercado de capitais, que é dependente dos acionistas minoritários, qual a forma de sustentá-lo?

Procurou-se explicar, neste artigo, que, para o sucesso do mercado de capitais, os investidores têm de experimentar um teor mínimo de segurança que lhes proporcione a aplicação da sua poupança nas oportunidades de ganho então oferecidas. Os investimentos realizados têm de trazer, além da

Ricardo dos Santos Júnior é Bacharel em Direito pelo Centro Universitário de Belo Horizonte – UniBH e candidato a MBA nos Estados Unidos.

segurança, liquidez e rentabilidade. Como os negócios realizados no mercado de capitais são saturados de especulações, promovendo grandes índices de insegurança nos investidores, alguns instrumentos asseguraram um patamar aceitável para a permanência desses investidores no referido mercado. Pretende-se, pois, demonstrar a importância do *Tag Along* como mecanismo hábil a proporcionar maior segurança aos acionistas minoritários no âmbito das sociedades anônimas (S.A.) abertas, constituindo, conseqüentemente, uma das bases de sustentação do mercado de capitais.

A origem do *Tag Along*, em nosso ordenamento jurídico, teve influência do direito estrangeiro. A primeira menção expressa na legislação brasileira ao *Tag Along* foi feita no art. 254 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (LSA). No entanto, em 1997, a Lei nº 9.457, de 5 de maio de 1997, retirou o *Tag Along* do sistema legal brasileiro em uma manobra estratégica, gerando insegurança nos acionistas minoritários e abusos nas alienações do poder de controle. Em 2001, a Lei conhecida por ter provocado uma minirreforma na legislação das S.A. reintroduziu o benefício do *Tag Along*, garantindo um padrão adequado de segurança aos investidores do mercado de capitais. Ressalta-se que o benefício reingressou no diploma legal com algumas melhorias, ainda que o valor da compra das ações dos minoritários seja menor do que o estipulado na redação original de 1976.

Embora se trate de relevante mecanismo nas diferentes formas de alienação, o *Tag Along* oferece algumas dificuldades de conceitos básicos aplicação em determinados casos, sendo necessário explicar os a ele ligados. Diante disso, este artigo encontra-se dividido em alguns itens, de modo a explorar, de forma breve e analítica, os conceitos relativos ao tema. Uma vez explorados tais conceitos, procurou-se demonstrar a sua aplicação prática em casos recentes do cenário societário nacional, nos quais o mecanismo do *Tag Along* tem-se revelado como

sujeito principal. Tais casos subdividem-se em duas categorias: aqueles de repercussão nacional, noticiados pela mídia; e aqueles apreciados pelo Poder Judiciário, contribuindo para a formação da jurisprudência a respeito do tema.

Destarte, pretende-se demonstrar a importância do *Tag Along* para a proteção dos acionistas minoritários, bem como constatar que se trata de mecanismo fomentador do sucesso do mercado de capitais.

2. Definição e conceituação do *Tag Along*

A tradução da expressão *Tag Along* para a língua portuguesa, em sua literalidade, seria “etiquetar conjuntamente”. *Tag* ou “etiqueta” designa também o verbo *to tag* ou “etiquetar”, no sentido de estabelecer o preço de determinada coisa. Nesse contexto, a expressão relaciona o ato do acionista minoritário em precificar, com o alienante, suas ações em limites legalmente estabelecidos, quando do recebimento de uma oferta pública decorrente da alienação do poder de controle de uma sociedade anônima de capital aberto¹. Esse negócio jurídico é denominado, além de alienação, compra e venda ou aquisição.

O art. 254-A² da Lei nº 6.404/76 trata, em seu *caput*, das formas de alienação, que podem ser direta ou indireta. A primeira modalidade, mais corriqueira, constitui, segundo Modesto Carvalhosa (2003, v. 4, t. 2, p. 165), uma relação de poder que se estabelece entre o acionista controlador e os órgãos da sociedade, cuja fonte é o bloco de controle formado por ações de emissão da própria sociedade. A alienação indireta, entretanto, é aquela na qual o alienante não controla diretamente a companhia³ alienada, mas, por ser controlador de uma *holding*⁴, que, por sua vez, controla a companhia alienada, será indiretamente o controlador dela.

Existem também duas condições para se realizar a alienação: suspensiva ou resolutive. Na condição suspensiva, as partes do negócio jurídico – adquirentes e alienantes

– aguardam a realização da oferta pública aos minoritários para, então, contratar a alienação. Na resolutive, de praxe trivial, os efeitos do negócio são produzidos desde já, podendo ser anulados caso haja algum vício na oferta pública.

A oferta pública é obrigatória nas alienações de controle de companhia, devendo ser direcionada a todos os acionistas com direito a voto, quais sejam: os titulares de ações ordinárias (ON); os titulares de ações preferenciais (PN) que adquiriram o direito a voto pela falta de pagamento de dividendos nos últimos três exercícios; os acionistas preferenciais que não têm tal direito restringido expressamente no Estatuto Social; e, por fim, os preferencialistas que possuem o direito de saída conjunta previsto no art. 17, § 1º, alínea c, da LSA. Ressalta-se, contudo, que a habitualidade no mercado de capitais é vetar o voto aos preferencialistas, embora algumas empresas concedam esse direito – a Companhia Vale do Rio Doce é um exemplo.

Fábio Ulhoa Coelho (2002, p. 483) resume a única hipótese em que o preferencialista *nunca* poderá ser beneficiado pelo *Tag Along*:

“[...] se o estatuto da companhia aberta lhe assegurar apenas o direito ao dividendo diferencial (art. 17, § 1º, b, da LSA) e não contiver menção à realização do direito de voto na hipótese de não recebimento de dividendos por até três exercícios consecutivos. Neste caso, ele nunca terá direito de voto, posto que o art. 111, § 1º, só beneficia os titulares de dividendos fixos ou mínimos, e, em decorrência, não titularizaria em nenhuma circunstância o direito de saída conjunta”.

A ocasião adequada para a realização da oferta pública é à época da contratação da alienação, e não quando da efetivação do pagamento das ações alienadas aos controladores, constituindo-se uma proposta irrevogável, uma declaração unilateral de vontade e obrigatória do ofertante.

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), por atribuição prevista nos §§ 2º e 3º do art. 254-A, é responsável pela fiscalização do correto procedimento de oferta, assegurando que seja efetuado pelo adquirente do controle o pagamento mínimo de 80% aos sujeitos elencados no *caput* daquele artigo. Vale ressaltar que a oferta deve ser de no mínimo 80%, não estando o valor limitado a esse percentual. Há situações em que as companhias, como forma de atrair os investidores para a Bolsa ou para o mercado de balcão, prevêem em seu Estatuto Social o pagamento, pelo adquirente, aos minoritários, de 100% do valor pago em cada ação integrante do bloco de controle. É o caso, por exemplo, do Banco Itaú e da empresa Braskem, duas das companhias presentes na lista do *website* da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) que oferecem tal atrativo.

Outro ponto de destaque no tema *Tag Along* é a possibilidade existente no § 4º do art. 254-A, que se refere ao pagamento de um prêmio para aquele acionista que, em vez de vender sua ação, decidir permanecer como acionista da companhia. Foi uma alternativa fornecida pelo legislador como forma de reduzir o dispêndio nas aquisições de controle de companhias abertas.

3. Breve análise da relação entre poder de controle e o prêmio de controle e a diferença deste para o prêmio do § 4º do art. 254 da Lei n. 6.404/76

Tomou-se como direção fundamental no desenvolvimento deste item o ensinamento do Professor Fábio Ulhoa Coelho (2002, p. 485), quando apresenta o mecanismo do *Tag Along* com um significado bem maior do que o simples direito de saída conjunta dos acionistas minoritários na venda do controle acionário de uma companhia:

“A expressão *Tag Along* deve ser traduzida literalmente por ‘fim conjunto’, com vistas a designar o encerramento da sociedade entre controladores e não-controladores em razão

da venda ‘simultânea’ de suas ações. [...] Ao receber o ‘Prêmio de Controle’, que significa não só o valor nominal das ações, mas todo o poder resultante do controle da empresa, o controlador pode estar se apropriando individualmente de um valor agregado à empresa pelo capital nela investido por todos os acionistas”.

Começamos pela definição legal de controlador. O art. 116⁵ da Lei nº 6.404/76 elenca, além das hipóteses de uma pessoa – natural ou jurídica – ser controladora nas sociedades anônimas, o momento em que o poder de controle se dá efetivamente e as responsabilidades oriundas desse poder. Entende-se que o conceito de controlador está intimamente relacionado ao conceito do poder de controle de uma S.A. O poder de controle pode ser avaliado como a possibilidade de determinada pessoa, ou grupo de pessoas, decidir a respeito do futuro de uma companhia em relação a inúmeros aspectos: âmbito comercial, de planejamento, de estruturação organizacional, etc. Fábio Ulhoa Coelho (2003, p. 207) também ensina:

“O acionista (ou grupo de acionistas vinculados por acordo de voto) titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria de votos na assembléia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores e usa, efetivamente, desse poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia é considerado, pelo artigo 116 da Lei 6.404/76, acionista controlador”.

O poder de controle pode dividir-se em interno ou externo. O controle interno representa aquele capaz de influenciar na gerência do negócio de maneira direta. Fábio Konder Comparato (1983, p. 38) recorda que Adolf A. Berle Jr. e Gardner C. Means (1940) identificaram e transpareceram em sua obra cinco tipos de controle: o controle fundado na posse de quase toda a totalidade das ações de uma companhia; o controle funda-

do na posse da maioria dessas ações; o controle fundado mediante expedientes legais (*through a legal device*); o controle com menos da metade das ações; e o controle administrativo ou gerencial (*management control*). Guilherme Döring Cunha Pereira (1995, p. 1) relembra as conclusões de Fábio Konder Comparato pela redução, depois de detido exame na obra americana, a quatro modalidades de controle interno conforme o grau crescente em que se manifesta a separação entre propriedade acionária e poder de controle empresarial: totalitário, majoritário, minoritário e gerencial. Sobre o tema, leciona Fábio Konder Comparato (1983, p. 196):

“A vida econômica moderna, porém, passou a contar com sociedades de controle minoritário, ou mesmo gerencial, graças ao vigoroso desenvolvimento do mercado de capitais e à grande dispersão acionária, verificada nas macrocompanhias de capital aberto”.

O controle externo representa, por sua vez, a possibilidade de a última palavra na condução de um negócio de determinada companhia ser advinda de alguém que não sócio. Seria o caso do endividamento de uma empresa, por exemplo. O Professor Fábio Konder Comparato (1983, p. 69) trata de alguns modelos proveitosos, entre os quais, um deles seria o de “alguns contratos de empréstimo a uma sociedade, com a atribuição ao mutuante, em garantia do seu crédito, da caução das ações do chamado bloco de controle”. Outro exemplo da influência *de fato* dos maiores credores sobre uma sociedade em situação econômica difícil seria a subordinação de um banco em face da ameaça de retirada dos depósitos de um grande cliente – o caso dos *petrodólares* depositados por alguns países do Oriente Médio em bancos ocidentais, por exemplo.

Guilherme Döring Cunha Pereira (1995, p. 16) ainda lembra oportunamente os casos de *franchising*⁶ e algumas hipóteses de sociedade em conta de participação. A causa da subordinação, a seu ver, não é tanto a

relação de débito, mas a existência de uma dependência dos conhecimentos especializados (*know-how*), dos produtos ou da *franchise*. Elucidemos com os contratos de concessão de venda de veículos. Os concessionários de veículos dependem das montadoras em diversos aspectos, quais sejam: treinamento para prestação de serviços de reparo, concessão de crédito para pedido de veículos nas fábricas, entre outros. Dessa forma, o concessionário está sujeito ao controle externo oriundo das montadoras. A importância da clara aceção do conceito de poder de controle torna-se necessária para entendermos a questão do prêmio de controle.

O poder de controle em uma companhia permite ao seu possuidor reconhecida vantagem sobre os demais acionistas. As ações sustentadoras desse poder de controle são negociadas por valor superior às demais. O *spread*⁷ pago pelo mercado é comumente chamado de *prêmio de controle*. O Professor Fábio Konder Comparato (1981, p. 212) enfatiza muito bem os dizeres de Henry Winthrop Ballantine, autor de *On Corporations*, ao repetir em sua obra, praticamente, todos os termos da seguinte decisão norte-americana:

“The right to manage and control a great corporation, to direct its policies, involving in many cases the rightful levy and expenditure of vast sums of money, is in itself, a right of great value”. (Carnegie Trust Co. vs. Security Life Insurance Co., III V³, 1, 68 S.E 412, 421).

(“O direito de dirigir e controlar uma grande companhia, definir suas políticas, envolvendo em vários casos o direito de orientar o gasto de grandes somas de dinheiro, é, em si mesmo, um direito de grande valor”.)

O ágio do prêmio de controle representa, portanto, um valor bem maior do que a simples valorização de mercado das referidas ações, sendo influenciado por situações justificadoras daquele *spread* pago pelo adquirente, incluindo a subscrição de capital por parte dos minoritários.

Aliás, oportuno diferenciar a expressão *prêmio de controle*, de *origem doutrinária*, do termo *prêmio*, expresso no § 4º do art. 254-A da Lei nº 6.404/76, de *origem legal*. No § 4º, foi instituída uma possibilidade de pagamento de um prêmio aos acionistas minoritários que permanecerem na companhia. Válido ressaltar que esse prêmio não é uma alternativa à oferta pública. Esta é uma medida obrigatória, ao passo que aquele consiste numa faculdade do adquirente. Destaca-se que o legislador, equivocadamente, utilizou o termo *opção* no § 4º, sendo este outro instituto das sociedades anônimas que fica sujeito a maliciosas interpretações.

O valor do prêmio de *origem legal* por ação deverá ser o resultado da diferença entre a cotação de mercado de uma ação e o valor pago por ação integrante do bloco de controle. Dessa forma, o legislador visou assegurar ainda mais o minoritário que deseje continuar como acionista da companhia, de modo que receba o mesmo ágio recebido por aquele alienante pelo investimento realizado por ambos – alienante e premiado – até o momento da alienação. Ressalta-se que o valor do prêmio não é restrito ao valor da diferença supracitada, podendo ser superior, mas nunca inferior.

4. Origem do Tag Along

O mecanismo de oferta pública presente na aquisição de ações visando à tomada de controle é uma das soluções de aperfeiçoamento do mercado de capitais, incorporada ao nosso ordenamento jurídico na década de 70, após certificação da sua eficiência no ambiente societário internacional. Passa-se a explicar sobre a origem do *Tag Along* no exterior e, posteriormente, no Brasil.

4.1. Origem no exterior

O *Tag Along* vem sendo disciplinado e aperfeiçoado em vários âmbitos mundiais, como demonstra claramente Fábio Konder Comparato (1983, p. 198-199). Afirma o autor que, em 1948, o *Companies Act* britânico

regulou a troca de ações de duas ou mais companhias, além de prever a aquisição compulsória das ações da minoria pelo lançador de uma *take-over bid*⁸, bem como o direito recessivo da minoria de obrigar o ofertante a adquirir suas ações. Aponta também o fato de o *Securities Exchange Act* de 1934 ter sido alterado, em 1968 e 1970, para regular as operações de oferta pública de compra ou troca de ações.

Além desses exemplos, Fábio Konder Comparato destaca a atuação expressiva de órgãos reguladores do mercado de capitais, como a *Securities and Exchange Comissions* (SEC), nos Estados Unidos, e a *Comission Bancaire*, na Bélgica. Iniciativas oriundas da Alemanha, Itália e França também foram incluídas no rol de exemplos elencados pelo autor.

Nos Estados Unidos, a origem do *Tag Along* está relacionada a alguns aspectos anteriores, como a proibição pela SEC do *insider trading* – uso de informações privilegiadas de uma companhia na negociação (compra ou venda) de suas ações e valores mobiliários. Lá, os tribunais federais reconhecem ao particular lesado um direito de ação visando à obtenção de ressarcimento a partir das regras estipuladas pela SEC.

Fábio Konder Comparato (1983, p. 239) também demonstra que, na França, em 1973, foi adicionado ao regulamento da *Compagnie des Agents de Changeo* mesmo princípio de igualdade de tratamento que regula as ofertas públicas de aquisição de ações, competindo à Câmara Sindical dos Corretores apreciar se há ou não cessão de controle. O adquirente fica obrigado a comprar, pelo preço da cessão originária, durante pelo menos dez sessões, todas as ações que lhe forem apresentadas.

4.2. Origem no Brasil

No Brasil, as iniciativas de proteção ao acionista minoritário começaram em alguns episódios ocorridos entre 1967 e 1973, nos quais o acionista controlador apropriava-se de todo o sobrepreço correspondente a várias vezes o valor de mercado da ação.

Um bom exemplo foi o de uma alarmante cessão de controle de um banco⁹ comercial, na qual os acionistas controladores do banco abusaram de sua posição para adquirir ações da minoria, revendendo-as, na posterior alienação do controle por ele detido, a preço muito superior ao daquela aquisição. A ação do Estado era necessária para ditar um regime de equilíbrio.

Em vista disso, o Deputado Herbert Levy foi autor de um projeto de lei, em 1972, que exarava a necessidade de proteger os acionistas minoritários, garantindo-lhes o recebimento da mesma quantia percebida pelos controladores na alienação de seus títulos. O projeto de lei, porém, era falho e restrito, não dispondo sobre a forma de garantir o direito atribuído aos minoritários. Limitou-se a mencionar sobre a *venda de controle*, não permitindo a ampla aplicação do princípio da igualdade. Ressalta-se que o *Tag Along* merece aplicação em qualquer transferência do poder de controle, e não apenas nos casos de venda.

Em 1973, foi apresentado à Câmara dos Deputados outro projeto, desta vez por sugestão da Bolsa de Valores, introduzindo na legislação brasileira uma inovação que viria a ser posteriormente adotada: a oferta pública de aquisição das ações pelo alienante aos minoritários. A despeito de essa tendência ter sido seguida naquela época em países estrangeiros, o projeto não se desenvolveu.

Em junho 1974, então, deu-se início oficialmente aos estudos para a reforma do Decreto-Lei nº 2.627/40. Observam-se os dizeres de Modesto Carvalhosa (1979, p. 119) que expõe em sua obra a previsão do II Plano Nacional de Desenvolvimento (aprovado pela Lei nº 6.151, de 4 de dezembro de 1974) do governo Geisel:

“Com o objetivo de proteger as minorias acionárias e desenvolver o espírito associativo entre os grupos empresariais privados, reformar-se-á a Lei das sociedades por ações tendo em vista os seguintes objetivos: [...] evitar que cada ação do majoritário possua

valor de mercado superior a cada ação do minoritário”.

A doutrina revela que, naquela conjuntura, transparecia o espírito predominante de proteger os acionistas minoritários nas alienações do poder de controle. O Congresso Nacional estava para divulgar o projeto de lei sobre as sociedades anônimas, no qual, tudo indicava, seria respeitado o princípio da igualdade de tratamento nas transferências onerosas de controle. Chegou-se a ponto de o Deputado Herbert Levy presumir desnecessária a reapresentação de seu projeto de lei na sessão legislativa de 1975. No segundo dia do mês de agosto de 1976, tal espírito fora abalado com a Mensagem nº 204, do Presidente da República ao Congresso Nacional, completamente contrária a todas as antecessoras. Ao oposto do aguardado, era manifesto naquela mensagem o reconhecimento do direito do controlador de apropriar-se do ágio oriundo da alienação.

Dada a grande resistência ao projeto governista, foi proposta a Emenda nº 232, de autoria de Herbert Levy, que sintetizava outras duas emendas sobre o mesmo assunto, mas era legislativamente confusa. Daí a aparição da Emenda nº 26, de autoria do Senador Otto Lehmann, corrigindo as falhas da Emenda nº 232 e prevendo, efetivamente, a obrigatoriedade da oferta pública na alienação do controle. Com a aprovação em plenário, a Emenda nº 26, conhecida como Emenda Lehmann, foi incorporada, em 1976, à nova Lei reguladora das sociedades anônimas, no art. 254. Naquele mesmo ano, essa Lei foi promulgada, sob o número 6.404, dispondo sobre as sociedades anônimas e substituindo o Decreto-Lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940.

O direito de saída conjunta era, então, de fato conferido aos acionistas minoritários com a redação original na Lei nº 6.404/76. Situado no art. 254, impunha ao adquirente do controle acionário de uma companhia a obrigação de pagar o mesmo preço pago ao alienante detentor do poder de controle. O art. 254 da LSA, em seu parágrafo

primeiro, previa o *tratamento igualitário aos acionistas minoritários*, que gerou, à época da promulgação dessa Lei, divergência de opiniões. Uns afirmavam que os minoritários seriam aqueles que não detinham o poder de controle, incluindo aí os preferencialistas sem direito a voto. Outros entendiam que a referência que o § 1º atribuíra era aos acionistas ordinários que não detinham o poder de controle. Então, a Resolução nº 401, de 22 de dezembro de 1976, oriunda do Conselho Monetário Nacional, regulamentou que a oferta pública seria obrigatória somente para aqueles acionistas minoritários *com direito a voto*, tendo a jurisprudência majoritária decidido no mesmo sentido.

Em 4 de dezembro de 1991, interessante acórdão sustentou o que fora determinado pela Resolução nº 401. Como recorrente em via de recurso especial, encontrava-se Clóvis Dalle Grave Silva e Outro contra os recorridos CVM, Savema S/A de Veículos Nacionais e Outro. O Ministro Garcia Vieira, Relator do recurso, acompanhado pelos demais integrantes do órgão julgador, negou provimento ao recurso:

“Ementa: Sociedade Anônima – Alienação do Controle de Companhia Aberta – Oferta Pública para Aquisição de Ações.

A Autorização para a transferência do controle de companhia aberta, através de oferta pública para a aquisição de suas ações, referendada pelo Banco Central e pela Comissão de Valores Imobiliários, não envolve ações preferenciais, quando determina que seja assegurado o tratamento equitativo aos acionistas minoritários mediante simultânea oferta pública.

Somente os acionistas minoritários os portadores de ações ordinárias estão protegidos pela Lei societária.

Recurso improvido”.¹⁰

Ainda assim, com a questão relativamente pacificada quanto à proteção aos acionistas minoritários, o projeto de lei conhecido como Projeto Kandir resultou na Lei nº

9.457/97, a qual, além de outras modificações, dispunha sobre a extinção do art. 254 e dos §§ 1º e 2º do art. 255. Com essa extinção estratégica, após longo período, não havia mais a necessidade da oferta pública aos acionistas minoritários pelo exato preço pago aos alienantes. Modesto Carvalhosa (2003, p. 141) sustenta que permaneceu apenas a oferta pública voluntária, seja para a aquisição do controle acionário (art. 257, *caput*), seja para reforço do controle (art. 257, § 3º), ambos de parco uso na prática dos negócios.

Naquele tempo, estava ocorrendo no Brasil uma jornada de privatizações das empresas estatais. A justificativa dada para essa alteração legislativa era a necessidade de reduzir os custos da operação para o adquirente do controle acionário. Em vez de as disponibilidades de capital do comprador serem investidas na capitalização do caixa da companhia, seriam gastas com os minoritários não controladores. Portanto, a sociedade objeto da alienação nunca viria a usufruir aquele recurso.

Como na mesma época ocorria o movimento de privatização das empresas estatais no Brasil, não seria nada interessante para a União não se apropriar integralmente do ágio das ações por ela alienadas, dividindo o sobrepreço do prêmio de controle, como controladora, com os acionistas minoritários.

Outro ponto abordado pelo governo correspondia ao programa de autofinanciamento das empresas de telecomunicações. O governo precisava de recursos para sustentação e expansão de tais companhias e, então, optou por cobrar uma taxa na conta de cada usuário de linha telefônica. O recurso necessário para a sustentação supramencionada adveio dessa cobrança. Dessa maneira, no momento das privatizações ocorridas em 1998 e 1999, cada usuário seria cliente e sócio minoritário da companhia telefônica de sua região. Desse modo, seria impossível e economicamente inviável o pagamento do valor pago às ações integran-

tes do bloco de controle a cada usuário-acionista minoritário.

Propala-se a opinião de Modesto Carvalhosa (2002, p. 387) sobre a retirada do *Tag Along* da Lei nº 9.457/97:

“Tal medida constituiu um enorme retrocesso em nosso sistema de direito societário, tendo sido altamente lesiva aos interesses dos acionistas minoritários. [...] Ao mesmo tempo em que, entre nós, abolia-se o tratamento igualitário, verificava-se, no Direito Comunitário Europeu, nítida tendência em sentido contrário, ao determinar a Décima Terceira Diretiva”.

A extinção da oferta pública ensejou abusos praticados pelos novos controladores de companhias. Os acionistas minoritários estavam completamente desamparados no momento seguinte à alienação de controle. Deparamaram, entre outras conseqüências, com a perda da liquidez de suas ações, que lhes acarretou prejuízo patrimonial. Novamente, Modesto Carvalhosa (2002, p. 387) explana:

“Em alguns casos, após a aquisição do controle acionário, os novos controladores compravam no mercado quantidades significativas de ações de emissão das companhias, suas novas controladas, reduzindo gradativamente a liquidez de tais papéis, para depois promoverem o *fechamento de seu capital*, aos preços que lhes fossem mais convenientes. Em outros casos, os novos controladores compravam lotes significativos de ações a preços diferenciados, pagando a alguns minoritários, que lhes eram mais caros, preços menores”.

A Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, reavivou o extinto *Tag Along*, alterando o que era disposto originalmente em alguns tópicos. Interessante retratar, neste artigo, o retorno da oferta mínima, que atualmente é de 80% sobre o preço pago em cada ação integrante do bloco de controle, em vez dos 100% previstos na Lei de 1976.

5. Análise demonstrativa da importância do Tag Along

Fábio Ulhoa Coelho (2002, p. 484) expressa opinião cética sobre o retorno do *Tag Along* ao diploma legal das sociedades anônimas, por entender pela relativa ineficiência do mecanismo:

“Estas companhias, ao tentarem captar recursos, seja no mercado de capitais, seja junto a investidores privados, não conseguiram encontrar investidores que atribuíssem valor ao investimento *agregado* especificamente em razão da outorga do direito ao tratamento equitativo em hipotética futura venda do controle. Há quem só invista se lhe for assegurado o *tag along* e há quem invista sem atribuir ao *tag along* nenhuma importância; é raro, porém, encontrar-se alguém disposto a investir *mais* em razão do *tag along*”.

Discorda-se parcialmente do ceticismo apontado pelo autor, em razão de duas temáticas: importante atribuição dada atualmente pelos reguladores do mercado de capitais à governança corporativa e os altos índices de especulação no mercado de capitais quando noticiadas duas recentes alienações: Ambev e Embratel.

5.1. A importância da governança corporativa para o Tag Along

A governança corporativa é uma boa ferramenta para o efetivo e correto cumprimento do *Tag Along*. Tal ferramenta resulta na transparência das contas da empresa, promovendo maior nível de proteção aos acionistas minoritários, que necessitam de segurança¹¹ para aplicar o fruto de sua poupança em investimentos com baixo nível de risco. Logo, o principal objetivo dos dirigentes, qual seja, a criação de valor para os acionistas, é garantido.

Em interessante trabalho sobre a relação do mercado de capitais e a governança corporativa no Brasil, Edson Roberto Vieira e Vanessa Petrelli Corrêa ([200-?]) afirmam

que pesquisas internacionais assinalam que as companhias que não adotam essas boas práticas sofrem desconto no preço de suas ações, na razão de 20% a 30%. A governança visa, sobretudo, propiciar aos acionistas o reconhecimento do trabalho executado pelos controladores e dirigentes de determinada companhia, garantindo o cumprimento dos princípios¹² elencados no art. 154 da Lei nº 6.404/76.

A Bovespa, estudando formas alternativas para contornar o problema, investiu na constituição de um *Novo Mercado*, no qual se reunirão apenas empresas comprometidas em manter um bom relacionamento com os acionistas, orientadas pelas boas práticas de governança corporativa. Almeja-se, assim, o aumento da liquidez, da viabilização da captação de recursos no Brasil como real alternativa e maior espaço para os minoritários.

Para participar desse *Novo Mercado*, as empresas têm de atender a cerca de 25 exigências similares às de outro programa – selos de qualidade níveis 1 e 2. A principal diferença do programa do selo de qualidade para o programa do *Novo Mercado* é que, neste, as empresas devem compor seu capital social com 100% de ações com direito a voto¹³, ao passo que naquele não há tal exigência. Edson Roberto Vieira e Vanessa Petrelli Corrêa ([200-?]) lembram a eficácia dessas alternativas como alavancadoras do mercado de capitais:

“De fato, nesse país (Alemanha) o *Neuer Market* tem apresentado um crescimento muito superior ao da principal Bolsa Alemã (a *Deustch Borse*). Para se ter uma idéia, entre 1965 e 1999, esta última assistiu a apenas 219 aberturas de capital por emissão de ações (GAZETA MERCANTIL, 20/11/2000), ao passo que o *Neuer Market* começou, em Março de 1997, com apenas 2 empresas, fechou aquele ano com 13, registrou 45 novas empresas listadas, em 1998, outras 140, em 1999, e estimando-se a entrada de mais de 150, em 2000 (GAZETA MERCANTIL, 24/8/2000)”.

A Bovespa, em excelente projeto, implantou dois selos de qualidade de adesão voluntária, divididos nos níveis 1 e 2, para as empresas listadas nela. Tal projeto consiste no seguimento de regras estipuladas pela Bovespa em contrato previamente firmado de institutos da governança corporativa. Osmar Brina Corrêa-Lima (2003, p. 506-507) anota as exigências da Bolsa de São Paulo para as empresas receberem o selo do nível 1:

[...];

a) manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital;

b) realização de ofertas públicas de colocações de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;

c) melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais, a exigência de consolidação e de revisão especial;

d) cumprimento de regras de *disclosure*¹⁴ em operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;

e) divulgação de acordo de acionistas e programas de *stock options*¹⁵;

f) disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos.

As companhias dispostas a adotarem procedimentos *mais avançados* de governança receberão o selo do nível 2, como lista Osmar Brina Corrêa-Lima (2003, p. 507-508). Frisamos a presença do *Tag Along* no item i da referida lista:

g) mandato unificado de um ano para todo o Conselho de Administração;

h) disponibilização de balanço anual seguindo as normas do US GAAP ou do IAS GAAP;

i) *extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 70% deste valor para os detentores de ações preferenciais;*

j) direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo;

k) obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste Nível;

l) adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários.

Cita-se a análise feita por Edson Roberto Vieira e Vanessa Petrelli Corrêa (200-?), indicando que, até o dia 22 de abril de 2002 (TAB. 1), a relação entre o Índice de Governança Corporativa (IGC) e o Índice Bovespa (Ibovespa) demonstrava claramente os benefícios da política de boa governança:

“Alguns dados recentes indicam que os aplicadores estão buscando no mercado de capitais nacional justamente as empresas que apresentem ‘boa governança’. A comparação do Índice de Governança Corporativa (IGC) calculado pela Bovespa (composto apenas com ações que aderiram aos segmentos diferenciados de governança – Nível 1 e 2 e Novo Mercado) e o Ibovespa mostra que, enquanto este último caiu 2,8% neste ano, o IGC aumento 12,1% no mesmo período” (VIEIRA; CORRÊA, [200-?]).

Tabela 1 – Oscilação das empresas que têm boa governança x Índice Bovespa

Oscilação até 22 de abril (em %)	No ano	No mês
Gerdau PN	54,8	12,1
Cemig PN	12,7	7,5
Unibanco Holding	18,7	5,4
Unibanco PN	6,7	5,0
Perdigão PN	11,9	4,5
Sadia AS PN	15,4	3,9
Bradesco PN	16,5	2,9
Aracruz PNB	24,0	1,7
Itaubanco PN	8,6	1,7
Weg PN	10,8	1,4
Itausa nN	13,3	1,3
Ripasa PN	4,1	0,8
ICG	12,7	3,7
Ibovespa	-2,6	-0,2

Fonte: Disponível em: <www.bnb.gov.br> apud <Economática.com.br> Gazeta Mercantil, 24 abr. 2002.”

Pela interpretação da TABELA 1, percebe-se que o IGC ofereceu lucratividade respeitável, ao passo que o Ibovespa, em igual período, restou em prejuízo aos seus investidores. Uma vez identificada a relevância dada, como tendência inequívoca, pelos reguladores do mercado de capitais à governança corporativa, denota-se clara a contribuição do *Tag Along*, juntamente com a governança corporativa, para a sustentabilidade do mercado de capitais, uma vez que os investidores auferem maiores lucros com a presença de ambos os mecanismos atribuídos aos seus papéis.

5.2. O *Tag Along* e a valorização das ações ordinárias

Um importante argumento da relevância do *Tag Along* é demonstrado na valorização das ações ordinárias, quando da notícia de alienação de uma companhia. A polêmica entre o valor das ações ordinárias e preferenciais aumentou a partir da aquisição pela Interbrew da *holding* Ambev, na seqüência, com a venda da Embratel para a mexicana Telmex.

Com a atual estruturação do mercado brasileiro, em que o controlador não raro possui mais da metade do capital votante sem restrições para negociar, as ações preferenciais tornaram-se mais líquidas e, portanto, valorizadas em relação às ordinárias. Contribuiu também para a maior procura e conseqüente valorização das ações preferenciais a estipulação legal do art. 17 da LSA que, entre outras vantagens, determina a distribuição de dividendos aos preferencialistas em, no mínimo, 10% a maior do que foi pago aos detentores de ações ordinárias.

Contudo, nas alienações das empresas que concedem o *Tag Along*, o desinteresse pelas ações ordinárias pode ser alterado. Começa-se, destarte, a comprovar-se a eficiência do direito de saída conjunta.

No caso Ambev, as ações ordinárias valorizaram-se de forma imponente após a notícia da fusão. Desde a divulgação do negócio entre ambas as empresas, a procura dos investidores pelo papel¹⁶ de natureza ordinária aumentou consideravelmente. No quadro a seguir, temos a clara demonstração de como as ações ordinárias se valorizaram em favor de tal benefício.

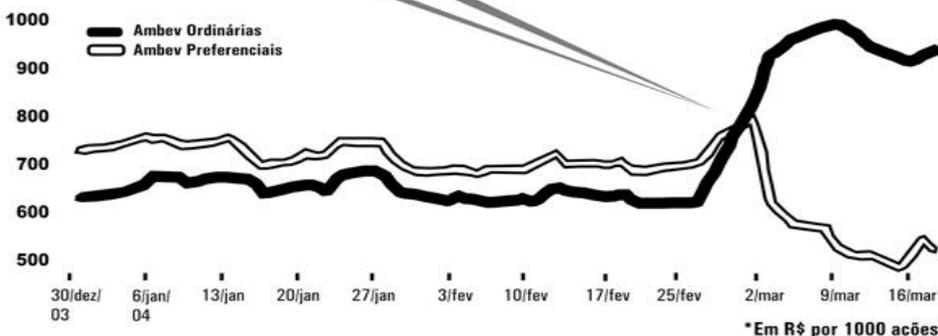
ERA BOA, VIROU MICO

O quadro mostra a trajetória e o processo de pulverização do valor das ações preferenciais da Ambev após o anúncio da fusão com a Interbrew*

1 Observe que as ações preferenciais da Ambev eram mais valorizadas do que as ações ordinárias da companhia, por serem mais negociadas

2 Aqui se deu o anúncio da fusão entre as cervejarias quando a situação se inverteu

3 Observe que, como as ações preferenciais não têm nenhum direito assegurado por lei, seus preços desabaram na bolsa. Já o preço das ações ordinárias subiu, pois a lei garante que seus possuidores vão receber 80% do valor pago aos ex-controladores



Fonte: Disponível em: <www. exame. com.br> apud Economática

Sobre o assunto, o *website* do jornal *O Estado de S. Paulo* noticiou¹⁷, em 3 de março de 2004, que os ADRs¹⁸ das ações ordinárias da Ambev eram negociados em Nova Iorque com alta de 5,81%, enquanto os ADRs das ações preferenciais despencavam em 15,85%. Completando as informações acerca da valorização das ON da Ambev, o *site* dos consultores técnicos associados AB&F, B.A.L.A.N., noticiou, em 17 de março de 2004, que as ações preferenciais da Ambev caíram mais de 30% desde o anúncio da venda¹⁹. Tudo isso porque às ações ordinárias o *Tag Along* é conferido por expressa disposição legal.

Não foi diferente no caso Embratel, uma vez que as ações ordinárias sofreram fortes demandas quando da divulgação da alienação. O *website* da *Folha de S. Paulo* divulgou, em 22 de março de 2004, em notícias do mercado de capitais, que a *única* ação do Ibovespa a registrar alta era a ON da Ambev. Como naquela data o processo de alienação estava em curso, percebe-se que o *Tag Along* pode contribuir como sustentador do mercado de capitais:

“A ação ordinária (com direito a voto) da Embratel é a *única* dos 54 papéis que formam o Ibovespa a registrar alta hoje. O papel sobe 3%, cotado a R\$ 12,27. Já o principal índice da Bovespa cai 1,98%, aos 21.820 pontos [...]. Por sua vez, a ação preferencial da Embratel recua 3,4%, cotada a R\$ 8,64 o lote de mil. É a quarta maior queda do dia”²⁰. (grifo nosso)

A notícia demonstra que o *Tag Along* contribui não só para assegurar os investidores minoritários, como também para a sustentação do mercado de capitais. Pelo incremento de demanda, a valorização das ações ordinárias é reconhecida quando da alienação de uma companhia. Logo, a segurança aos acionistas minoritários e a sustentabilidade do mercado de capitais encontram no *Tag Along* um importante alicerce nos mecanismos da lei societária.

5.3. Cautela no processo de alienação

Há de se ter cautela, contudo, quanto à operacionalização do direito de saída conjunta. A ação das entidades fiscalizadoras é extremamente necessária, de modo a não banalizar um direito de caráter tão altivo. Um bom exemplo se dá no caso Embratel. Por delongas na negociação, a alta que vinham sofrendo as ações ordinárias foi interrompida e prontamente substituída por uma baixa cotação adjetivada de especulações financeiras. Em 13 de abril de 2004, as ações ON da Embratel caíram 23,4%, enquanto o papel preferencial subia 6,6% (GLOBO ON-LINE, 2004). Qual o motivo de tal fato?

A explicação é que havia alguns grupos interessados na aquisição da Embratel. Um deles, o Telmex, ofereceu valor menor que outro grupo, o consórcio Calais, mas, ainda assim, sagrou-se vitorioso. A venda da Embratel à Telmex, obviamente, implicaria a redução do valor do *Tag Along*. Logo, os investidores, sentindo-se desmotivados com a notícia, começaram a vender suas ações, fazendo o preço delas cair. Acontece que a opção pela oferta de menor valor tinha uma justificativa que não fora apresentada com a rapidez e a cautela necessárias. Desse modo, os especuladores encontraram um espaço para operar e auferir ganhos.

Movida pelo processo de especulação, a Associação Nacional de Investidores do Mercado de Capitais (Animec) encaminhou à CVM, em 22 de março de 2004, um pedido de intervenção na alienação da Embratel. Solicitou que aquela entidade questionasse à alienante o motivo pelo qual optou pela venda à mexicana Telmex em detrimento do consórcio Calais. O consórcio Calais fez, à época, uma oferta de US\$ 550 milhões, enquanto a Telmex ofereceu US\$ 360 milhões. Entendeu-se, portanto, que a oferta da Telmex prejudicaria os acionistas minoritários da Embratel.

Nos comunicados divulgados sobre a alienação, a norte-americana MCI, controladora da Embratel, justificou que a opção

pela venda à Telmex fora uma forma de evitar problemas com órgãos reguladores do Brasil, como o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (Cade) e a Agência Nacional de Telecomunicações (Anatel). O motivo alegado foi que o consórcio Calais é formado por três operadoras de telefonia fixa no Brasil – Brasil Telecom, Telefônica e Telemar – e restaria em prejudicada a concorrência do ramo de telecomunicações.

Por sua vez, o consórcio Calais ajuizou ação em foro norte-americano, considerando que a MCI se encontra em processo de concordata. Alegou que uma proposta financeira menor feriria os interesses dos credores da concordatária MCI, uma vez que a diferença de valores é substancial. Apesar disso, o Juiz Arthur Gonzalez, da Corte de Falência de Nova Iorque, decidiu o destino da Embratel, confirmando sua compra pela Telmex, justificando que a alienação do consórcio Calais poderia ser “barrada” pelo Cade. Resta saber se tal disputa prejudicará o mecanismo do *Tag Along*, embora a batalha se encontre em nível acirrado e os analistas de mercado não apontem um prazo curto para a efetivação da venda.

6. Conclusão

Tentou-se demonstrar todos os aspectos inerentes ao *Tag Along*, com o exame sistêmico de sua definição e conceituação e com a exposição da origem do mecanismo em âmbito nacional e mundial. Ao final, apontou-se a análise demonstrativa da importância do *Tag Along* em exemplos de alienações recentes e jurisprudência decidindo os conflitos relacionados ao tema.

Os casos em questão demonstram a volatilidade pela qual as duas espécies de ações daquelas companhias alienadas vêm passando desde a notícia das aquisições. A especulação e conseqüente insegurança existentes no cenário financeiro ganham espaço, ainda que a jurisprudência venha, ao longo da história, procurando arredondar as arestas provocadas pela falha da legislação.

Acredita-se que o *Tag Along* auxilia na prevenção da especulação financeira. Cabe-nos opinar que maior destaque deveria ser oferecido ao tema pelos legisladores e reguladores, a despeito do que é feito em outros países. Entende-se que, para maior eficácia, o *Tag Along* deveria acolher *todos* os acionistas, e não só os com direito a voto. Alerta-se, ainda, sobre a cautela necessária, por todas as partes, na operacionalização do direito de saída conjunta. Como exposto, a inobservância dessa cautela pode banalizar esse importante instituto societário.

Acredita-se que esse direito é parte integrante e importante de um contexto generalizado da economia, e, uma vez levantada tal expressão, mister apontá-la não como uma atividade-fim, mas como uma atividade-meio, na qual o fim é sempre o bem-estar social. Como ensina o ganhador do Prêmio Nobel de Economia de 2001, o norte-americano Joseph E. Stiglitz (2002, p. 13-25), “a economia é a ciência da escolha. Ela pode parecer uma disciplina estéril e inaudita, mas, na realidade, boas políticas econômicas têm o poder de mudar a vida dos menos privilegiados”.

O *Tag Along*, com seu caráter protetivo, visa atingir exatamente o bem-estar social, uma vez que proporciona aos investidores a segurança necessária para a manutenção e para o aumento de investimentos nas companhias. O mercado de capitais, como sujeito operante de tais investimentos, encontra sua sustentabilidade, uma vez que as relações empresariais entre cidadãos civis restam fortalecidas. Com o mercado de capitais sustentado, a prosperidade da economia de uma nação é atingida e o bem-estar social, verdadeiro fim de toda e qualquer ação humana, alcançado.

Notas

¹ Ressalta-se desde já que não será mencionada daqui adiante a expressão S.A. “aberta”, uma vez que deve o leitor presumir estar-se tratando dela,

eis que não se cabe falar de *Tag Along* em S.A. “fechada”.

² “Art. 254. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle.

§ 1º Entende-se como alienação de controle a transferência, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordo de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade.

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

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

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

§ 5º (Vetado.)”

³ O termo “companhia” é outra forma de tratamento das sociedades anônimas.

⁴ *Holding* é uma sociedade cujo objeto social visa à participação societária em outras sociedades empresariais – subsidiárias – com fins de otimização da gestão operacional, estruturação societária, proteção patrimonial ou controle de investimentos.

⁵ “Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e

b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Parágrafo único. O acionista deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a

comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender”.

⁶ O termo *franchising* ou *franchise* traduzido para o vernáculo significa uma concessão, uma franquia, um direito de exploração.

⁷ O termo *spread* tem vários significados: opção para vender ou comprar títulos, margem de lucro, distribuição, diferença, etc. Adota-se, neste artigo, o significado de “diferença”.

⁸ *Take-over bid* é uma expressão da língua inglesa que, traduzida para a língua portuguesa, denota a oferta pública de aquisição de ações de determinada empresa.

⁹ Não obstante ampla pesquisa nas obras indicadas na bibliografia desta monografia tão como em outros livros, não se encontrou o nome do referido banco, restando unicamente a válida informação de que tal fato contribuiu para o processo de reconhecimento da necessidade do *Tag Along*.

¹⁰ Recurso Especial nº 2.276 – RJ – (90.0001659-2) Revista do Superior Tribunal de Justiça, Rio de Janeiro, v. 32, p. 200, 1992.

¹¹ Rúbia Carneiro Neves (2003) ensina: “As pessoas decidem poupar e investir a partir de motivações particulares e em virtude de processos de avaliação que levam em conta três fatores. O primeiro fator refere-se à liquidez, qual seja, a capacidade de comprar e vender investimentos com o mínimo de esforço. Diz-se um investimento líquido aquele para o qual sempre se têm compradores e vendedores interessados. O outro fator é a lucratividade, ou seja, a capacidade que o investimento tem de oferecer lucros. [...] E o terceiro fator relaciona-se com a *segurança*, isto é, com o grau ou a capacidade que o investimento oferece ao investidor de receber de volta os capitais aplicados”. (Grifo nosso).

¹² Tais princípios contidos no art. 154 são o da eficácia e o da eficiência, uma vez que o administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.

¹³ Temos empresas com a totalidade do capital em ações ordinárias no Brasil. É o caso da Souza Cruz e da CSN.

¹⁴ *Disclosure* quer dizer “divulgação”. É o ato pelo qual as empresas divulgam via publicações em veículos de comunicação oficiais ou outras formas listadas em lei.

¹⁵ A expressão *stock options* significa “na opção de compra de ações”.

¹⁶ O termo “papel” é sinônimo de ação. É uma gíria utilizada comumente no mercado de capitais.

¹⁷ Disponível em: <www.estadao.com.br/economia/noticias/2004/mar/03/143.htm>. Acesso em 2004.

¹⁸ A sigla ADR, de *American Depositary Receipts*, corresponde aos certificados de ações de uma em-

presa estrangeira negociáveis no mercado de capitais norte-americano.

¹⁹ Disponível em: <www.abfbalan.com.br/noticias.asp?idn=713>. Acesso em 2004.

²⁰ Disponível em: <www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u82244.shtml>. Acesso em 2004.

Bibliografia

ACORDO com Interweb não é favorável a minoritário da Ambev. *O Estado de São Paulo*, São Paulo, 3 mar. 2004, n. 143. Disponível em: <<http://www.estadao.com.br/economia/noticias/2004/mar/03/143.htm>>. Acesso em: 4 mar. 2004.

ALBUQUERQUE, José Eduardo Cavalcanti de. *Sociedade comercial: mercado de capitais*. Rio de Janeiro: FGV Management – Cursos de Educação Continuada, 2003.

ALMEIDA, Amador Paes. *Manual das sociedades comerciais*. 13. ed. São Paulo: Saraiva, 2003.

CARVALHOSA, Modesto; EIRIZIK, Nelson. *A nova lei das sociedades anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2002.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários às leis de S/As*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2003. v. 4, t. 2.

CARVALHOSA, Modesto. *Oferta pública de aquisição de ações*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2002. v. 2.

_____. O direito de saída conjunta: tag along. In: LOBO, Jorge; KANDIR, Antônio (Coord.). *Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

COMPARATO, Fábio Konder. *Novos ensaios e pareceres de direito empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981.

_____. *O poder de controle na sociedade anônima*. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983.

CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. *A reforma da lei das sociedades anônimas: Lei n. 9.457, de 5 de maio de 1997*. Belo Horizonte: Del Rey, 1997.

_____. *Sociedade anônima*. 2. ed. Belo Horizonte: Del Rey, 2003.

EMBRATEL PN cai 23,4% em ajuste de preços: papel ordinário sobe 6,6%. *Globo on-line*, [2004, S. l.]. Disponível em: <http://www.bsbnews.com.br/in/?cod_conteudo=28600>. Acesso em: 13 abr. 2004.

MÉTODO investimentos. *Ambev – interweb*. Fusão?. [2004?, S. l.]. Disponível em: <<http://www.abfbalan.com.br/noticias.asp?idn=713>>. Acesso em: 17 mar. 2004.

NEVES, Rúbia Carneiro. Evolução simplificada da legislação da sociedade anônima e o mercado de capitais. *Revista do curso de direito da faculdade de ciências humanas – FUMEC*, Belo Horizonte, n. 6, 2003. (Coleção acadêmica de direito, v. 39).

PEREIRA, Guilherme Döring Cunha. *Alienação do poder de controle acionário*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 1995.

RICARDO, Sérgio. Risco de reviravolta na venda da Embratel faz ON subir 3%. *Folha On-line*, São Paulo, 22 mar. 2004. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u82244.shtml>>. Acesso em: 24 mar. 2004.

SCISINIO, Alaor Eduardo. *As maiorias acionárias e o abuso do direito*. Rio de Janeiro: Forense, 1998.

STIGLITZ, Joseph E. *A globalização e seus malefícios*. 2. ed. São Paulo: Futura, 2002.

VIEIRA, Edson Roberto; CORRÊA, Vanessa Petrelli. *Mercado de capitais e governança corporativa no Brasil: reflexões sobre os movimentos recentes*. [200-?, S. l.]. Disponível em: <http://www.bnb.gov.br/projforumeconomia/docs/MESA_8_ART_23.pdf>. Acesso em: 15 abr. 2004.

