



CÂMARA DOS DEPUTADOS

PROJETO DE LEI N.º 5.623-A, DE 2009 **(Do Sr. Carlos Bezerra)**

Altera o § 1º do art. 254-A da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, introduzido pela Lei nº 10.303, 31 de outubro de 2001, que "Dispõe sobre as Sociedades por Ações"; tendo parecer da Comissão de Desenvolvimento Econômico, Indústria e Comércio, pela rejeição (relator: DEP. ARMANDO MONTEIRO).

DESPACHO:

ÀS COMISSÕES DE:

DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO, INDÚSTRIA E COMÉRCIO;
FINANÇAS E TRIBUTAÇÃO (MÉRITO E ART. 54, RICD); E
CONSTITUIÇÃO E JUSTIÇA E DE CIDADANIA (ART. 54 RICD)

APRECIÇÃO:

Proposição Sujeita à Apreciação Conclusiva pelas Comissões - Art. 24 II

SUMÁRIO

I – Projeto inicial

II – Na Comissão de Desenvolvimento Econômico, Indústria e Comércio:

- parecer do relator
- parecer da Comissão

O Congresso Nacional decreta:

Art. 1º O § 1º do art. 254-A da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, introduzido pela Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, passa a vigorar com a seguinte redação:

“Art. 254-A.

§ 1º *Entende-se como alienação de controle a transferência, inclusive aquela efetuada mediante incorporação por meio de troca de ações, seja de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade.*

..... “ (NR)

Art. 2º Esta lei entra em vigor na data de sua publicação oficial.

JUSTIFICAÇÃO

O instituto do “*tag along*” que hoje está contido no art. 254-A da Lei nº 6.404/76, conhecida como Lei das Sociedades Anônimas, significa que no momento em que houver a alienação, seja direta ou indireta, do controle de companhia aberta, esta somente poderá ser contratada sob a condição, que será suspensiva ou resolutiva conforme o caso, de modo que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, permitindo-lhes adquirir as ações por um preço, no mínimo, igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle.

No modo como está definido o dispositivo legal, tal mecanismo que foi instituído para proteger os acionistas minoritários vem sendo burlado pelas empresas, na medida em que estas se utilizam da modalidade de incorporação de uma empresa por meio de troca de ações do acionista controlador por ações de uma empresa do comprador, que se torna o novo controlador. Esta burla à legislação e ao mecanismo do *tag along* vem sendo duramente questionada por alguns juristas,

que veem na sua prática uma injustiça com os acionistas minoritários, na medida em que permite a hipótese de alienação do controle por incorporação feita por outro grupo societário.

Para melhor justificar essa preocupação, tomamos a liberdade de reproduzir, a seguir, um substancioso artigo, intitulado “O instituto do *tag along* e o espírito da lei”, de autoria do advogado Leslie Amendolara, publicado no jornal Valor Econômico, no último dia 02 de junho:

Desde que foi introduzido na legislação brasileira, o instituto do “tag along”, obrigação do adquirente do controle acionário de uma empresa aberta de fazer uma oferta pública para a compra das ações ordinárias em poder dos minoritários, tornou-se uma espécie de patinho feio do mercado de capitais. Primeiro foi a Lei nº 9.457, de 1997, conhecida com Lei Kandir, que o revogou expressamente para facilitar o programa de privatização, permitindo que os adquirentes das empresas privatizáveis não tivessem que fazer esforço financeiro maior para adquiri-las. Encerradas as privatizações, a Lei nº 10.303, de 2001, que alterou a Lei das Sociedades Anônimas, ressuscitou o instituto por meio da inserção do artigo 254-A, estabelecendo, porém, um deságio de 20% entre o preço pago pelo adquirente para o controlador em relação ao pago aos minoritários ordinaristas.

Há algum tempo, a essa parte uma nova estratégia foi engendrada para evitar o pagamento do indesejável “tag along”. O modelo, em princípio, é bastante simples: utiliza a incorporação da empresa por meio da troca de ações do acionista controlador por ações de uma empresa do comprador, que se torna o novo controlador. O segredo do negócio está em que não há alienação de ações, pois a legislação não considera, de maneira clara, como alienação de controle a incorporação das ações dos controladores em uma empresa dos adquirentes. O artigo 254-A da Lei das S.A., em seu parágrafo 1º, define a alienação de controle como a transferência de ações por meio da aquisição pelo comprador de controle.

Ao regular os procedimentos para a realização de uma oferta pública de ações para alienação de controle, a Instrução nº 361 da

Comissão de Valores Mobiliários (CVM) previu, no parágrafo 4º do artigo 29, que a alienação de controle se configura também quando ocorre alienação de valores mobiliários conversíveis em ações - debêntures conversíveis, cessão onerosa de direitos de subscrição realizada pelo acionista controlador ou por pessoa integrante do grupo de controle pelos quais um terceiro adquira o poder de controle da companhia. O parágrafo 5º dessa mesma instrução poderá impor a realização de uma oferta pública de ações por alienação de controle sempre que for verificado que houve uma venda onerosa do controle da companhia. Nenhuma dessas hipóteses, entretanto, contempla a alienação por incorporação na forma como vem sendo realizada.

Assim, a estratégia é legal, sem dúvida, mas não é ética e fere o espírito da lei, porque o "tag along" é uma forma de fazer justiça ao acionista minoritário, que contribuiu com seus recursos para permitir o ganho de valor das ações da empresa, tornando-o credor para participar do resultado por ocasião de sua venda, ainda que com deságio de 20%. Outra razão importante é que a mudança de controle, quando é um ato unilateral, deixa o minoritário que porventura não queira ser acionista de uma empresa comandada por outro grupo com a única opção de vender as ações em bolsa, se tiverem liquidez, em geral por um preço inferior ao que receberia pelo "tag along".

E qual é o espírito da lei? Nosso Código Civil incorporou, em seu artigo 112, o famoso brocardo romano que dispõe que "nas declarações de vontade se atenderá mais à intenção nela consubstanciada do que ao sentido literal da linguagem". Verifica-se aqui sua perfeita adequação analógica à questão em comento. Sob o aspecto ético, Del Vecchio nos ensina que o direito é a coordenação objetiva das ações possíveis entre vários sujeitos segundo um princípio ético que as determinou. Ao pensamento do jurista italiano junta-se nosso mestre Miguel Reale, que, em sua obra "Fundamento do Direito", expressou essa linha de pensamento afirmando que "sempre há uma norma de conduta, traçando limites obrigatórios de ações para indivíduos e as coletividades". Bertrand Russel, o grande filósofo inglês, nos ensina a fórmula de conduta ética: "Agir de maneira a produzir

desejos harmoniosos ao invés de desejos discordantes". Uma das formas de praticar essa harmonia, acrescenta Russel, é "desencorajar o desejo desmesurado de poder sobre as outras pessoas, pois esse impulso é a gênese do conflito e a antítese da harmonia".

O fato de que, nas empresas registradas no Novo Mercado da BM&F Bovespa, o investidor que atingir 30% do capital social total será obrigado a realizar oferta pública para a compra das ações dos acionistas do mercado, agrava ainda mais a situação, pois teremos acionistas protegidos (que possuem ações de empresas do novo mercado) e acionistas desprotegidos, que são todos os demais, ferindo o princípio da isonomia que deve presidir as normas jurídicas. O argumento de que, às empresas em dificuldades em razão da crise econômica, será mais difícil encontrar compradores se ocorrer uma eventual extensão do "tag along" também na hipótese de incorporação com troca de ações, padece da mesma falta de isonomia acima mencionada.

A CVM parece-nos um tanto esquiva na avaliação dessa estratégia. Segundo deduzimos da leitura dos jornais, o órgão regulador a teria considerado válida, embora não tenha efetuado nenhum pronunciamento incisivo sobre a questão. Por outro lado, no momento em que o mercado empenha-se em reconstruir a confiança do investidor, é um tanto paradoxal que algumas empresas adotem estratégias que irão certamente dificultar essa restauração da confiança.

Estudo realizado pela Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras (Fipecafi) revelou que apenas 37% das empresas listadas na BM&F Bovespa não possuem a figura de um controlador definido. O estudo informa ainda "que se for observada a relevância dessas empresas para o mercado a participação é ainda menor". Essas empresas representam 5,2% da receita das companhias em 2008 e 6% do valor de mercado da Bovespa. O que significam esses números? Significam que 94% do valor de mercado está em poder dos controladores, demonstrando a pouca pulverização das ações e, em consequência, a fraqueza do acionista minoritário. Cabe, assim, aos controladores a responsabilidade pela conduta ética das empresas,

porque existe uma disciplina do poder a ser observada por quem comanda, consistindo no dever de manter elevado o espírito público para dar exemplo àqueles que devem obedecer-lhes.

Face à importância do tema para a proteção dos direitos dos acionistas minoritários no Brasil e visando incentivar, cada vez mais, a democratização do mercado de capitais no país, esperamos contar com o apoio de nossos ilustres Pares para a aprovação do presente projeto de lei.

Sala das Sessões, em 14 de julho de 2009.

Deputado Carlos Bezerra

| |
|--|
| LEGISLAÇÃO CITADA ANEXADA PELA COORDENAÇÃO DE ESTUDOS LEGISLATIVOS - CEDI |
|--|

LEI Nº 6.404, DE 15 DE DEZEMBRO DE 1976

Dispõe sobre as sociedades por ações.

O PRESIDENTE DA REPÚBLICA,

Faço saber que o Congresso Nacional decreta e eu sanciono a seguinte Lei:

.....

CAPÍTULO XX
SOCIEDADES COLIGADAS, CONTROLADORAS E CONTROLADAS

.....

Seção VI
Alienação de Controle

Divulgação

Art. 254. [*\(Revogado pela Lei nº 9.457, de 5/5/1997\)*](#)

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

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

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

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

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

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

§ 5º (VETADO) ([Artigo acrescido pela Lei nº 10.303, de 31/10/2001](#))

Companhia Aberta Sujeita a Autorização

Art. 255. A alienação do controle de companhia aberta que dependa de autorização do governo para funcionar está sujeita à prévia autorização do órgão competente para aprovar a alteração do seu estatuto. (["Caput" do artigo com redação dada pela Lei nº 9.457, de 5/5/1997](#))

§ 1º ([Revogado pela Lei nº 9.457, de 05/05/1997](#))

§ 2º ([Revogado pela Lei nº 9.457, de 05/05/1997](#))

LEI Nº 10.406, DE 10 DE JANEIRO DE 2002

Institui o Código Civil.

O PRESIDENTE DA REPÚBLICA

Faço saber que o Congresso Nacional decreta e eu sanciono a seguinte Lei:

PARTE GERAL

LIVRO III DOS FATOS JURÍDICOS

TÍTULO I DO NEGÓCIO JURÍDICO

CAPÍTULO I DISPOSIÇÕES GERAIS

Art. 112. Nas declarações de vontade se atenderá mais à intenção nelas consubstanciada do que ao sentido literal da linguagem.

Art. 113. Os negócios jurídicos devem ser interpretados conforme a boa-fé e os usos do lugar de sua celebração.

.....

.....

COMISSÃO DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO, INDÚSTRIA E COMÉRCIO

I – RELATÓRIO

O projeto de lei ementado, de autoria do ilustre Deputado Carlos Bezerra, altera o § 1º do art. 254-A, introduzido na Lei das Sociedades Anônimas pela Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, de modo a reconhecer a alienação de controle de companhia aberta por meio, inclusive, de incorporação por meio de troca de ações, seja direta ou indiretamente.

Em sua justificação, o nobre autor argumenta que o *tag along* – mecanismo instituído para proteger os acionistas minoritários – vem sendo burlado pelas empresas, “na medida em que estas se utilizam da modalidade de incorporação de uma empresa por meio de troca de ações do acionista controlador por ações de uma empresa do comprador, que se torna o novo controlador”.

Em consonância com o inciso II do artigo 24 do Regimento Interno desta Casa, a proposição está sujeita à apreciação por este Colegiado, que ora a analisa, pela Comissão de Finanças e Tributação, inclusive para o exame de mérito, e pela Comissão de Constituição e Justiça e de Cidadania.

Coube-nos, nos termos do art. 32, inciso VI, a honrosa tarefa de relatar o PL nº 5.623, de 2009, o qual, no prazo regimental, não recebeu emendas.

É o relatório.

II – VOTO DO RELATOR

É meritória a intenção do nobre autor do projeto em tela de proteger acionistas minoritários de operações no mercado de capitais que possam lhes ser onerosas. Esse propósito se encontra manifestado em inúmeros dispositivos da Lei das Sociedades Anônimas e em variadas instruções da Comissão de Valores

Mobiliários (CVM), as quais visam a reduzir a assimetria de informação entre acionistas majoritários e controladores, por um lado, e acionistas minoritários, de forma a atenuar a vulnerabilidade destes.

Nesse sentido, foi previsto no art. 254-A da Lei das Sociedades Anônimas o instituto do *tag along*, o qual garante aos acionistas minoritários o direito de vender suas ações por, no mínimo, 80% do valor pago pelas ações dos controladores, no caso de alienação, direta ou indireta, do controle acionário de uma companhia.

Se, por um lado, tendo em vista a reduzida liquidez das ações ordinárias, esse mecanismo provou-se fundamental para a garantia de relações mais equitativas no mercado acionário brasileiro, por outro lado, ao aumentar o custo de aquisição do controle de empresas, o *tag along* torna mais difíceis as mudanças de administração de empresas, muitas vezes necessárias para revitalizá-las, tornando-as mais eficientes.

Em que pesem argumentos favoráveis e contrários, não nos cabe aqui analisá-los, visto ser outro o objeto da proposição em comento, qual seja, garantir aos acionistas minoritários fazer uso do *tag along*, inclusive em situações de incorporação de empresa por meio de troca de ações.

A esse respeito, convém mencionar que a Instrução CVM nº 361, de 5 de março de 2002 – que versa sobre o procedimento aplicável às ofertas públicas de aquisição de ações de companhia aberta, entre outras disposições – prevê, em seu § 5º, art. 29, que a CVM poderá impor a realização de OPA (oferta pública de ações) por alienação de controle “sempre que verificar ter ocorrido a alienação onerosa do controle de companhia aberta”. Observa-se, portanto, que, independentemente da utilização do instituto do *tag along*, os direitos dos acionistas, especialmente os minoritários, encontram-se preservados - em quaisquer modalidades ou formas de alienação -, de modo a que a alienação do controle da empresa não lhes seja prejudicial.

Sendo assim, cabe à CVM analisar se determinada incorporação por troca de ações se configura como uma “alienação onerosa” do controle da empresa, capaz de gerar prejuízos aos acionistas. Portanto, a nosso ver, os interesses dos acionistas estão assegurados, haja vista a regulamentação citada

bem como a atuação e fiscalização do órgão competente.

Adicionalmente, há que se considerar a criação do chamado “Novo Mercado”, destinado à negociação de ações de empresas que adotem, voluntariamente, práticas de governança corporativa adicionais às que são exigidas pela legislação. As empresas listadas nesse segmento especial concedem a todos os acionistas a opção de vender suas ações nas mesmas condições obtidas pelos controladores. Mais ainda: para que a companhia seja classificada no último nível de governança corporativa, é preciso atribuir idêntica opção aos detentores de ações ordinárias e também aos detentores de ações preferenciais, neste caso, por preço equivalente a 70% do preço pago aos controladores.

Estamos convictos, portanto, que, desconsiderada a discussão acerca da validade e o impacto desses instrumentos, mecanismos que pretendem assegurar maior equidade entre os participantes do mercado acionário brasileiro encontram-se amplamente contemplados no ordenamento legal, infralegal e nas práticas da CVM, sendo desnecessária sua revisão, conforme preconizada pela iniciativa que ora examinamos.

Ante o exposto, **votamos pela rejeição do Projeto de Lei nº 5.623, de 2009.**

Sala da Comissão, em 23 de março de 2010.

Deputado ARMANDO MONTEIRO
Relator

III - PARECER DA COMISSÃO

A Comissão de Desenvolvimento Econômico, Indústria e Comércio, em reunião ordinária realizada hoje, rejeitou o Projeto de Lei nº 5.623/2009, nos termos do Parecer do Relator, Deputado Armando Monteiro.

Estiveram presentes os senhores deputados:

Dr. Ubiali - Presidente, Evandro Milhomen e Jurandil Juarez - Vice-Presidentes, André Vargas, Edson Ezequiel, Fernando de Fabinho, Uldurico Pinto, Vicentinho Alves, Aelton Freitas, Antônio Andrade, Armando Monteiro, Edmilson

Valentim, Guilherme Campos, Jairo Ataíde, José Carlos Machado, Moreira Mendes, Ricardo Berzoini e Silas Brasileiro.

Sala da Comissão, em 14 de abril de 2010.

Deputado DR. UBIALI
Presidente

FIM DO DOCUMENTO