

**UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE**

**LUISA COSTA LEITE**

**O DIREITO AO TAG ALONG COMO FORMA DE PROTEÇÃO AO AÇIONISTA  
MINORITÁRIO NA ALIENAÇÃO DE CONTROLE**

São Paulo

2019

LUISA COSTA LEITE

Trabalho de Graduação Indisciplinar apresentado  
à Faculdade de Direito da Universidade  
Presbiteriana Mackenzie como requisito para  
obtenção do título de Bacharel em Direito.

**ORIENTADORA: PROFESSORA DRA. THAÍS CÍNTIA CÁRNIO**

São Paulo  
2019  
LUIZA COSTA LEITE

**O DIREITO AO TAG ALONG COMO FORMA PROTEÇÃO AO AÇIONISTA  
MINORITÁRIO NA ALIENAÇÃO DE CONTROLE**

Trabalho de Graduação Indisciplinar apresentado  
à Faculdade de Direito da Universidade  
Presbiteriana Mackenzie como requisito para  
obtenção do título de Bacharel em Direito.

Aprovada em:

**BANCA EXAMINADORA**

---

Prof.<sup>a</sup> Dra. Thaís Cíntia Cárnio  
Universidade Presbiteriana Mackenzie

---

Prof.<sup>a</sup> Dra. Luiza Nagib  
Pontifícia Universidade Católica de São Paulo

---

Prof.<sup>a</sup> Dra. Maria Cecília Ladeira de Almeida  
Universidade Presbiteriana Mackenzie

## **AGRADECIMENTOS**

Aos meus pais e exemplos de vida, João e Izabel, a minha eterna gratidão pelo carinho e suporte que recebi para que esse momento se concretizasse. Obrigada por me apoiarem incansavelmente durante esses 5 anos, essa conquista é nossa!

Aos meus irmãos, João e Pedro, por compartilharem a vida comigo e por estarem presentes nas minhas conquistas: eu tenho orgulho de vocês.

Aos meus amigos singulares da igreja, da faculdade e do trabalho, muito obrigada pelo suporte nesse trajeto e por todo companheirismo e afeto.

Sou eternamente grata por tudo que vocês fizeram e fazem por mim. E por fim, minha eterna gratidão a Deus que me permitiu trilhar esse caminho, e por todo cuidado que Ele teve comigo até aqui. A Ele toda honra e glória!

“Nem olhos viram, nem ouvidos ouviram, nem jamais penetrou em coração humano o que Deus tem preparado para aqueles que o amam.” 1 Coríntios 2:9.

**Resumo:** O presente artigo tem como objetivo analisar e identificar a aplicação do artigo 254-A da Lei nº 6.404/76, também conhecido como *tag along* - ou direito de saída - garantido ao acionista minoritário como forma de proteção diante da alienação do poder de controle em uma companhia de capital aberto. Para isso, procedeu-se à identificação do acionista minoritário na sociedade anônima através da análise da legislação societária vigente e o entendimento doutrinário sobre o tema, visando, de início, reconhecer o beneficiado pela redação do art. 254-A da Lei das S.A. Na sequência, partiu-se para análise do poder de controle e como ele ocorre na sociedade anônima, seguindo para a exposição e caracterização da disciplina da alienação de controle na legislação nacional. Analisou-se, ainda, a Oferta Pública de Ação (OPA), e sua previsão na doutrina pátria relacionada ao exercício do direito ao *tag along*, com o fito de compreender a sua incidência e aplicação. Explorou-se a evolução histórica e as alterações trazidas pela Lei das Sociedades Anônimas quanto à proteção do acionista minoritário; bem como o texto art. 254-A, indicando as suas motivações e previsões, adentrando, aqui, nos pormenores do dito direito ao *tag along* do acionista minoritário. Por fim, adentrou-se no estudo do caso Processo Administrativo Sancionador nº 2015/12856 da jurisprudência administrativa da Comissão de Valores Mobiliários, com o intuito de identificar o entendimento da autarquia quanto ao ensejo da formulação de oferta pública para aquisição das ações dos acionistas minoritários; concluído com uma breve análise crítica com base no estudo desenvolvido.

**Palavras-chave:** Acionista minoritário. Oferta Pública de Aquisição. Controle acionário. Alienação de Controle. *Tag along*.

**Abstract:** The purpose of this article is to analyze the application of article 254-A of Law 6,404/76, also known as tag along - or right of exit - guaranteed to the minority shareholder as a protection against the transfer of the shareholder control in a joint stock company. For this purpose, we identified the minority shareholder in the corporation through the analysis of the current corporate law and the doctrinal understanding of the subject, recognizing the beneficiary of the legal text of the article 254-A of the Brazilian Corporate Law. Then, it is analyzed the controlling shareholder and how it occurs, with an exposition and characterization of the transfer of control in the national legislation. Is also analyzed the takeover bid, and its forecast of doctrine to evaluate the exercise of the *Tag Along* right, in order to understand it incidence and application. It is explored the historical developments and

changes brought by Brazilian Corporate Law regarding the protection of the minority shareholders; as well as the text of the article 254-A, specifying their motivations and details of the minority shareholder's right to tag along. Finally, it is analyzed the Administrative Proceeding case n. 2015/12856 of the Securities and Exchange Commission (CVM), in order to identify and understand the authority's comprehension of the application of the takeover bid for minorities shareholders; concluded with a brief critical analysis based on the study developed.

**Key Words:** Minority shareholders. Takeover bid. Shareholding control. Transfer of control. *Tag Along*.

**Sumário:** 1. Introdução. 2. Tipificando o acionista minoritário. 3. A alienação do poder de controle na sociedade anônima e o acionista minoritário. 4. A evolução e as alterações trazidas pela Lei das Sociedades Anônimas quanto à proteção do acionista minoritário. 5. Tag Along: um direito do acionista minoritário. 5.1. Conceito e fundamento na legislação brasileira: art. 254-A da Lei de S.A. 5.2. Destinatários da oferta. 5.3. Direito do ofertante: análise do § 4º do art. 254-A. 6. Análise de caso. 7. Conclusão. 8. Referências bibliográficas.

## 1. INTRODUÇÃO

Ao analisar a estrutura de uma sociedade anônima de capital fechado ou aberto, verifica-se que há, em ambas as sociedades, diferentes graus de relações entre seus acionistas que resultam, por muitas vezes, em conflitos e impasses diante dos diferentes interesses que os cercam.

Tratando-se das relações presentes em uma sociedade anônima, cabe destacar que, há diferentes graus de vinculação do acionista à companhia<sup>1</sup>, sendo que, entre os acionistas de uma companhia de capital aberto, há uma relação de poder que norteia e dita à forma de condução da companhia, bem como consequência, determina o seu destino<sup>2</sup>.

Para orientar este artigo, concentraremos esforços na compreensão dessa relação no âmbito da companhia de capital aberta, principalmente no que tange à proteção da minoria acionária e o seu direito ao *tag along* na alienação de controle, como será melhor abordado abaixo.

No mais, cumpre esclarecer que, terminantemente, ao abordarmos a proteção da minoria acionária e o exercício de *tag along*, procura-se compreender e efetivar os interesses primários da sociedade anônima, qual seja, o interesse dos acionistas<sup>3</sup>.

Nesse sentido, para que esse objetivo seja perseguido, é de extrema importância que antes seja analisado qual a forma de estrutura de poder de controle em discussão; ao passo que esse entendimento é determinante para a compreensão da proteção do acionista minoritário.

Essa relação antagônica se justifica - ainda mais no que tange a proteção do acionista minoritário e sua vontade na companhia quando da alienação de controle<sup>4</sup> - pois, diante dessa nova realidade de dispersão acionária, passou a ser discutido o poder de controle e suas formas de alteração. Isso ocorreu, pois, ao ter as ações negociadas na Bolsa de Valores, a

---

<sup>1</sup> Ao citar o termo “companhia” neste artigo, entende-se por sociedade anônima de capital aberto, conforme disposto no art. 4 da Lei das S.A.

<sup>2</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial**, volume 2: Direito de Empresa. 20. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo. Editora Revista dos Tribunais, 2016, cap. 25, p. 277.

<sup>3</sup> Os interesses pertencentes às companhias podem ser classificados como interesses primários e secundários. Os interesses primários dizem respeito ao interesse dos acionistas, e os secundários tratam-se dos demais interesses, como dos credores, consumidores, empregador e etc. (EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada. Volume I** – 2ª ed. rev. e ampliada – Artigos 1º a 79. São Paulo: Quartier Latin, 2015.p. 39)

<sup>4</sup> Acerca da alienação de controle, o Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 2, define que a “Alienação de Controle da Companhia significa a transferência a terceiro, a título oneroso, das Ações de Controle”. Regulamento disponível em: <http://www.b3.com.br/data/files/36/15/52/B7/3762F510ACF0E0F5790D8AA8/regulamento-do-nivel-2-vigente-apos-06022006.pdf>. Acesso em 20.05.19.



companhia aberta poderia ter seu controle alterado, até mesmo sem o consentimento de considerável parte dos acionistas da companhia.

Visando harmonizar essa relação, cumpre ao direito societário regular a manifestação das vontades dos acionistas e sua efetivação, objetivando promover, com o cumprimento da legislação societária, o bem-estar geral dos acionistas e o bom andamento da companhia<sup>5</sup>.

Dessa forma, ao mesmo tempo operações não podem prescindir do capital especulativo, é importante destacar que, as sociedades de capitais aberto não têm condições de progredir se dominarem entre os acionistas o espírito de mera especulação, cabendo aqui, novamente ao direito societário o desenvolvimento de mecanismos para a convivência entre os acionistas, que muitas vezes são conflitantes e divergentes<sup>6</sup>.

A combinação de dois fatores existentes em uma sociedade, quais sejam, a movimentação do mercado brasileiro - ainda caracterizado como concentrado - com grande parte das ações nas mãos de um único acionista capaz de dirigir as atividades da companhia; somado a alteração do seu poder por um preço elevado comparado com os demais acionistas, faz necessária a redação do artigo 254-A<sup>7</sup> da Lei da S.A, que dispõe acerca do direito ao *tag along* (direito de saída) do acionista minoritário.

Assim, para melhor compreensão ao direito ao *tag along* previsto na legislação societária, aborda-se nas linhas abaixo, em um primeiro momento, a tipificação do acionista minoritário e sua identificação na companhia, sendo esse entendimento de suma importância para compreendermos a sua fragilidade no mercado de capitais em caso de alienação de controle e conseqüentemente, em qual cenário a necessidade de proteção se torna essencial para a companhia.

---

<sup>5</sup> KRAAKMAN, Reinier et al. **The Anatomy Of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach**. Oxford: Oxford University Press, 2004. p. 17-18. Nas palavras dos autores: “*What is the goal of corporate law, as distinct from its immediate functions of defining a form of enterprise and containing the conflicts among the participants in this enterprise? As a normative matter, the overall objective of corporate law—as of any branch of law—is presumably to serve the interests of society as a whole. More particularly, the appropriate goal of corporate law is to advance the aggregate welfare<sup>32</sup> of a firm’s shareholders, employees, suppliers, and customers without undue sacrifice—and, if possible, with benefit—to third parties such as local communities and beneficiaries of the natural environment. This is what economists would characterize as the pursuit of overall social efficiency*”.

<sup>6</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial**, volume 2: Direito de Empresa. 20. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo. Editora Revista dos Tribunais, 2016, cap. 25 p. 275-276.

<sup>7</sup> Art. 254-A da Lei das S.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.*”

Em um segundo momento, após entendido quem é o acionista minoritário na sociedade anônima, parte-se para análise da regulação de sua participação na companhia com a definição do poder de controle e sua alienação na legislação pátria.

Para isso, é feita uma explicação das características da estruturação do poder de controle em companhias, tendo por base os conceitos introduzidos por Adolf BERLE e Gardiner MEANS na primeira metade do século XX e a atual posição doutrinária brasileira acerca do tema, bem como em quais casos é caracterizado a sua alienação e suas implicações ao destino da companhia.

Em seguida, é abordada uma breve evolução histórica e alterações trazidas pela Lei das Sociedades Anônimas quanto à proteção do acionista minoritário no que tange ao direito ao *tag along* previsto no art. 254-A da Lei das S.A, em decorrência das consideráveis alterações ocorridas nos últimos anos do referido dispositivo.

Em sequência, parte-se para análise do direito ao *tag along* do acionista minoritário amparado na legislação brasileira, precisamente no art. 254-A da Lei de S.A.; quais são as suas previsões e proteções práticas, bem como uma análise acerca do surgimento desse instituto e sua regulação.

Por fim, é analisado um caso prático da jurisprudência administrativa da Comissão de Valores Imobiliários (CVM), com o intuito de identificar o entendimento da autarquia quanto às operações de envolvendo a mudança de controle de companhias abertas que ensejam a obrigatoriedade de formulação de oferta pública, demonstrando como a figura que o acionista minoritário é suscetível, via de regra, diante de uma alienação do poder de controle, sendo a legislação societária, no que tange ao direito ao *tag along*, uma proteção ao acionista minoritário na companhia necessária e plenamente justificada.

## **2. TIPIFICANDO O ACIONISTA MINORITÁRIO**

Para que seja possível analisar com clareza o tema aqui proposto, é de suma importância que, inicialmente, seja explicado as diferentes posições existentes que os acionistas ocupam em uma sociedade anônima, haja vista que são determinantes para compreendermos as diferenças aqui levantadas, bem como os conflitos que decorrem dessa relação.

Em que pese o art. 1º da Lei das S.A. faça alusão a “sócios ou acionistas”<sup>8</sup>, cumpre esclarecer que há relevante distanciamento entre eles. O significado de sócio no referido artigo é considerado genérico, tendo em vista que consiste na pessoa que se associa a outrem, tomados pelo *affectio societatis*, com fito constituir a sociedade mercantil<sup>9</sup>.

Conquanto a definição de acionista seja o de sócio da sociedade anônima, verifica-se que este termo se designa a identificar especificamente o membro da sociedade anônima ou companhia.<sup>10</sup> No mais, em outras palavras, o acionista é todo aquele, pessoa física ou jurídica, que é titular de ações de uma sociedade anônima<sup>11</sup>. No mais, dentro da sociedade anônima, os acionistas podem ser detentores de ações que conferem diferentes direitos e vantagens, podendo classificar as ações em três espécies: ações ordinárias, ações preferencias e ações de fruição<sup>12</sup>.

Diante disso, ao ingressar em uma sociedade anônima por meio da aquisição de uma ação, há divergentes motivações que diferenciam os acionistas quanto aos seus objetivos. Analisando os acionistas de uma companhia de capital aberto, de um lado encontram-se os chamados empreendedores, sendo aqueles interessados na exploração da atividade em si; e do outro, os investidores, que visam aumentar a sua lucratividade e veem a companhia como uma oportunidade para isso<sup>13</sup>.

Essa diferenciação importa, pois, repercute diretamente na participação das atividades da companhia, tais como as assembleias gerais e as decisões de relevância para a sociedade. Ao final, os acionistas acabam sendo divididos em aqueles com maior ou menor interesse com o cotidiano da atividade empresarial<sup>14</sup>.

Partindo para a classificação dos acionistas, o acionista majoritário, em uma definição clássica, é definido por aquele que possui “metade mais um”, ou seja, grosso modo, aquele que possui 51% (cinquenta e um por cento) das ações de uma companhia<sup>15</sup>. Essa classificação é eficaz quando tratam-se de ações com direito a voto juntada à relevante participação deste acionista em assembleias gerais e tomadas de decisão da companhia.

---

<sup>8</sup> Art. 1º da Lei das S.A.: “A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas”.

<sup>9</sup> REQUIÃO, Rubens. **Curso de direito comercial**, 2º volume. 29. ed. rev. e atual. por Rubens Edmundo Requião, p. 363. São Paulo. Editora Saraiva, 2012.

<sup>10</sup> **Ibid.**, p. 363.

<sup>11</sup> BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**, p. 323.14. ed. São Paulo. Editora Atlas, 2015.

<sup>12</sup> As ações ordinárias são aquelas que normalmente dividem o capital social, e que nas companhias abertas são todas iguais, sem diversificação de classes.

<sup>13</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial**, volume 2: Direito de Empresa. 20. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo. Editora Revista dos Tribunais, 2016. p. 275.

<sup>14</sup> **Ibid.**, p. 277.

<sup>15</sup> REQUIÃO, Rubens, **Op. Cit.** p. 104.

Conseqüentemente, o acionista minoritário é definido por aquele que possui “metade menos um”, ou seja, 49% (quarenta e nove por cento) das ações da companhia - em casos de expressiva participação -, ou, como acontece na maioria dos casos, aquele acionista que simplesmente possui um percentual de ações que integra o quadro societário da companhia. Nesse sentido, verifica-se que há uma distinção quanto aos acionistas, que os dividem inicialmente em duas posições: o acionista controlador e a minoria acionária<sup>16</sup>.

Diante dessa realidade, o legislador se preocupou em tutelar direitos e conferir proteções à minoria acionária, tendo em vista que, o acionista controlador, na sua posição, poderia incorrer na prática de abuso de poder de controle prejudicando o fim da companhia<sup>17</sup>. Faz-se aqui a aplicação do princípio da proteção ao sócio minoritário.

Nesse sentido, é de extrema importância a proteção ao minoritário<sup>18</sup>, uma vez que, seria minado o crescimento da companhia e o ingresso de novos acionistas (minoritários) caso reine o poder majoritário sem escrúpulos, e sem proteção quanto à destinação das decisões da companhia. Um balanceamento quanto às decisões do acionista majoritário, detentor do poder de controle, e o minoritário, nos parecem fundamental para que a companhia possa realizar o seu fim desejado.

Cabe ponderar que, ao contrário do que pode parecer, não há relação direta entre o poder (de controle) e a proporcionalidade de ações subscritas na companhia que o acionista possui. Isso porque, nem sempre o acionista que possui o maior número de ações detém o controle da companhia, provando que nessa relação entre maioria e minoria, prevalece a influência na condução dos negócios da companhia<sup>19</sup>.

Não obstante os resultados práticos que a diferenciação acima gera para a companhia, todos os acionistas possuem um complexo de direitos e deveres que devem ser exercidos na companhia.

---

<sup>16</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial**, volume 2: Direito de Empresa. 20. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo. Editora Revista dos Tribunais, 2016. p 278.

<sup>17</sup> Conforme disposto no art. 116 da Lei das S.A., *in verbis*: “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 assembleia-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.”. Ainda, a referida lei prevê, nos artigos seguintes, os deveres do acionista controlador.

<sup>18</sup> Relevante destacar que nem sempre o minoritário encontra-se na posição de angariar proteção, tendo em vista que, nos termos da tese de Marcelo Vieira Von Adamek, “**Abuso de Minoria em Direito Societário**”, disponível em <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-02082011-142051/publico/Tese>, há casos em que ocorre o abuso da minoria. No entanto, nos casos previstos para a aplicação do art. 254-A da Lei das S.A., acreditamos que não há a ocorrência do abuso da minoria nos termos da tese indicada.

<sup>19</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. **Op. Cit.** p 278.

Há uma gama de direitos que a legislação garante aos acionistas e que, na maioria das vezes, guarda relação com a participação acionária que ele detém, não importando, contudo, o interesse que o impulsiona a entrar na companhia.

Nesse sentido, a doutrina divide os direitos dos acionistas em duas categorias: os direitos essenciais e a dos direitos modificáveis<sup>20</sup>. Como direitos essenciais, entende-se por aqueles que são inerentes à titularidade acionária, sendo garantidos independentes de estatuto ou assembleia geral, não cabendo à restrição ou exclusão de sua incidência<sup>21</sup>.

Apesar de os direitos essenciais estarem previstos no rol taxativo do artigo 109 da Lei das Sociedades Anônimas, não há uma limitação de direitos cabíveis e aplicáveis ao acionista dentro de uma companhia, tendo em vista que, há também a existência de direitos modificáveis, que devem ser igualmente cumpridos e observados.

Os direitos modificáveis são variáveis; por vezes decorrem de lei e por vezes decorrem de estatuto, variando de acordo com a titularidade das ações. A título de exemplificação, considera-se direito modificável o direito de voto relativo às ações preferenciais, que se modifica de acordo com a titularidade da ação que o acionista possui.

Ao falarmos de direito do acionista minoritário ao *tag along*, verificamos que este não está previsto no rol do artigo 109 da Lei das Sociedades Anônimas, mas sim no artigo 254-A da referida lei. A sua previsão na legislação já é o suficiente para seja igualmente respeitado nas condições previstas, sendo enquadrado como um direito modificável.

Importante ressaltar que, embora não seja um direito essencial, não significa que a sua aplicação seja opcional. Como veremos abaixo, caso caracterizado a hipótese do exercício ao direito *ao tag along*, o acionista deve ter o seu direito devidamente preservado e observado. Por ora, faz-se necessária a análise acerca do poder de controle e sua alienação na sociedade anônima.

### **3. O PODER DE CONTROLE E SUA ALIENAÇÃO NA SOCIEDADE ANÔNIMA**

Antes de adentrarmos ao direito do acionista minoritário ao *tag along*, cumpre discorrer acerca da definição de controle e as suas diferentes estruturas, para que assim,

---

<sup>20</sup> BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 14. ed. São Paulo. Editora Atlas, 2015. p. 329.

<sup>21</sup> A tipificação dos direitos essenciais está no art. 109 da Lei de Sociedades Anônimas, *in verbis*: Art. 109. *Nem o estatuto social nem a assembleia-geral poderão privar o acionista dos direitos de: I - participar dos lucros sociais; II - participar do acervo da companhia, em caso de liquidação; III - fiscalizar, na forma prevista nesta Lei, a gestão dos negócios sociais; IV - preferência para a subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição, observado o disposto nos artigos 171 e 172; V - retirar-se da sociedade nos casos previstos nesta Lei”.*

compreendido o conceito, passemos a falar da sua alienação e como o direito do acionista minoritário ao *tag along* é exercido.

Isso porque, como veremos a diante, em princípio, a forma que o controle de uma companhia é estruturado influencia diretamente na sua posição diante dos demais acionistas no mercado de capitais e afeta diretamente as questões ligadas à transferência de controle acionário<sup>22</sup>.

Como poder de controle, o Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 2 da B3 (Brasil, Bolsa e Balcão)<sup>23</sup>, definiu da seguinte maneira, *in verbis*:

*“Poder de Controle” significa o poder efetivamente utilizado de dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da Companhia, de forma direta ou indireta, de fato ou de direito. Há presunção relativa de titularidade do controle em relação à pessoa ou ao grupo de pessoas vinculado por acordo de acionistas ou sob controle comum (“grupo de controle”) que seja titular de ações que lhe tenham assegurado a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas três últimas assembleias gerais da Companhia, ainda que não seja titular das ações que lhe assegurem a maioria absoluta do capital votante.*

Para CARVALHOSA<sup>24</sup>, não é a possibilidade de exercício majoritário ou minoritário, ou ainda, a mera aptidão para exercê-lo que caracteriza o controle, mas sim, o efetivo exercício, direto ou indireto, desse comando.

Segundo o autor, o efetivo exercício é identificado pela posição de privilégio e responsabilidade legal, sendo a efetividade demonstrada quando há o poder de impor a política e os quadros de administração das sociedades, direta ou indiretamente controladas.

Ademais, a legislação societária reconhece no acionista controlador - o verdadeiro dirigente dos negócios da companhia - sendo identificada pela predominância de votos nas assembleias, a permanência dessa predominância e por fim, o uso efeito do poder de denominação. Sendo assim, o controlador é aquele que de fato determina a condução das atividades da companhia<sup>25</sup>.

---

<sup>22</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Transferência de Controle nos sistemas de controle concentrado e de capital disperso: Eficiências e Ineficiências**. In: ADAMEK, Marcelo Viera Von (Coord.). **Temas de direito societário e empresarial contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 299-300.

<sup>23</sup> O Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 2, bem como o conceito de controle e demais Informações estão disponíveis no sítio eletrônico da B3, disponível em: <http://www.b3.com.br/data/files/36/15/52/B7/3762F510ACF0E0F5790D8AA8/regulamento-do-nivel-2-vigente-apos-06022006.pdf>. Acesso em 18.05.19.

<sup>24</sup> CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. 4. vol. 5.ed. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 39-40.

<sup>25</sup> EIZIRIK, Nelson. **Direito Societário – Estudos e pareceres**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. P. 415-416.

Partindo para a definição doutrinária de controle, é imperioso destacar a dissociação trazida pelos autores americanos Adolf BERLE e Gardiner MEANS, em seu livro *The Modern Corporation and Private Property*<sup>26</sup> entre a propriedade da riqueza produzida, trazido no texto original como *ownership wealth*, versus controle (como capacidade de gerência), citado originalmente no texto como *ownership interest* presente na sociedade anônima.

Para os autores, há uma grande variedade de condições e situações em que o controle pode ser classificado, conclusão que os fizeram elaborar uma lista com cinco espécies de controle.

Para BERLE e MEANS, as classificações de controle interno podem ser divididas em cinco espécies, sendo elas: (i) controle com quase completa propriedade acionária, (ii) controle majoritário, (iii) controle obtido mediante expedientes legais, (iv) controle minoritário (ou diluído) e (v) controle administrativo ou gerencial.<sup>27</sup>

Na interpretação de COMPARATO<sup>28</sup> acerca da obra supracitada, o autor reexamina a classificação realizada para fazer uma adequação na ordem trazida na clássica obra americana.

Dessa forma, reduz para quatro modalidades as formas de poder de controle na sociedade anônima, levando em conta a separação entre propriedade acionária e poder de controle empresarial, sendo elas: (i) totalitário, (ii) majoritário, (iii) minoritário e (iv) gerencial.

Em síntese, na definição de COELHO<sup>29</sup>, controle totalitário caracteriza-se pela concentração da quase totalidade das ações com direito de voto na propriedade de uma única pessoa.

O controle majoritário corresponde ao controle exercido com por quem é titular de mais das ações, ou seja, detém 51% (cinquenta e um por cento) das ações com direito de voto. Já, nas grandes companhias com alto grau de dispersão de ações, é possível identificar o

---

<sup>26</sup> BERLE, Adolf A., MEANS, Gardiner C. **The Modern Corporation and private property**. The Macmillan Company, 1933. Obra completa disponível em: <https://archive.org/details/in.ernet.dli.2015.216028/page/n125>. Acesso em 28.04.19.

<sup>27</sup> **Ibid.**, p. 69-70. Nas palavras dos autores: “five major types can be distinguished, though no sharp dividing line separates type from type. These include (1) control through almost complete ownership, (2) majority control, (3) control through a legal device without majority ownership, (4) minority control, and (v) management control. Of these, the first three are forms of control resting on a legal base and revolve about the right to vote a majority of the voting stock. The last two, minority and management control are extra legal, resting on a factual rather than a legal base.”

<sup>28</sup> COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO Filho, Calixto, **O poder de controle na sociedade anônima**. 4 ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2005. p.79.

<sup>29</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial**, volume 2: Direito de Empresa. 20. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo. Editora Revista dos Tribunais, 2016. p. 278-279.

controle minoritário<sup>30</sup>, que é caracterizado pelo acionista que, embora possua menos da metade das ações com direito de voto, dirige os negócios sociais e elege a maioria dos administradores.

Por fim, o poder de controle gerencial é aquele que não se baseia em participação acionária, isto é, diante da grande dispersão de ações, os próprios administradores são considerados controladores da sociedade.

Analisando o mercado de capitais brasileiro, Fábio Ulhoa COELHO<sup>31</sup> referindo-se à classificação acima, lembra que, por não possuir uma tradição e solidez no que diz respeito à dispersão de ações, na economia brasileira predomina a modalidade totalitária de poder de controle, sendo raros os casos de controle minoritário.

A partir desta classificação, é possível pensar em dois sistemas dicotômicos de estruturação do poder de controle, separando-o em sistema de controle concentrado, que abrange o controle totalitário e majoritário, e o sistema de controle diluído, o qual abarca, de modo preponderante, o controle minoritário e gerencial.

Imperioso destacar que, quando falamos de maioria e minoria, no contexto de relação entre os acionistas, não importa aqui a maior ou menor participação no capital social, mas, sim, a maior ou menor influência na condução dos negócios da sociedade. Destarte, pode-se concluir, que, nem sempre o acionista com a maioria de capital detém o poder de controle da companhia, tendo em vista que, pela definição dada acima, controlador é aquele que de fato determina a condução das atividades da companhia.

Diante das classificações e formas de controle existentes, ao pé que lidamos com aspersão acionária no mercado de capitais brasileiro – que a partir de 1990 tornou-se, na última década um dos grandes exemplos de reforma de governança e crescimento veloz do mercado de capitais<sup>32</sup> – verifica-se que há um crescimento diretamente proporcional da aquisição ou alienação de controle mediante Oferta Pública.

A Oferta Pública de Aquisição (OPA) trata-se, *lato senso*, de uma operação por meio do qual uma instituição procura adquirir uma significativa participação ou a totalidade das

---

<sup>30</sup> Nos comentários de COMPARATO e SALOMÃO, no Brasil a lei societária consagra o controle minoritário como princípio dentro do capital total da sociedade. Segundo eles, a famosa regra que permitia a existência de até dois terços do capital total da empresa representados por ações preferenciais (sem voto) – art. 15, § 2º, da Lei nº 6.404/76, agora reduzida a no máximo 50% do total do capital – nada mais é que a consagração legal do controle minoritário. (COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO Filho, Calixto, **op. cit.**, p.67-75.)

<sup>31</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. **Op Cit.**, p. 279-280.

<sup>32</sup> PARGENDLER., Mariana. **Evolução do direito societário: lições do Brasil**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 78-79.



ações em circulação de determinada empresa cotada em bolsa<sup>33</sup>, e que, segundo a Comissão de Valores Imobiliários, “*considera-se pública a oferta quando forem utilizados esforços de aquisição ou utilizado qualquer meio de publicidade, inclusive correspondências ou anúncios eletrônicos*”<sup>34</sup>, sendo dirigido aos acionistas de uma companhia-alvo, cuja aquisição é almejada.

Assim, verifica-se que a oferta pública é amparada nas finalidades essenciais da lei, sendo elas: a de proteger o investidor, garantindo o nível adequado às informações pertinentes sobre a companhia e os papéis ofertados, e a de não inibir as empresas de promoverem sua capitalização no mercado de valores mobiliários<sup>35</sup>.

Para os nossos estudos, vamos manter a nossa atenção na OPA por alienação de controle, disciplinada no artigo 254-A da Lei das S.A., que ocorre quando há alteração das ações do bloco de controle.

No mais, é válido destacar que existem outras espécies do gênero oferta pública, que estão disciplinadas na Instrução nº 361 da Comissão de Valores Imobiliários (CVM), art. 2º, que dispõe que, além da OPA por alienação, há outras quatro modalidades, sendo elas: OPA por aumento de participação (art. 4, § 6º da Lei 6.404/76), OPA Voluntária para aquisição de ações (nesse caso não há a pretensão de tomada do controle), OPA para aquisição de controle de companhia aberta (art. 257 da Lei 6.404/76) e a OPA Concorrente.

Das hipóteses elencadas acima, a Lei das S.A. define que as Ofertas Públicas de Ações (OPAs) são obrigatórias quando houver (i) cancelamento de registro de companhia aberta, (ii) aumento de participação de acionista controlador que impeça a liquidez de mercado das ações e por fim (iii) caso de alienação de controle acionário. Ademais, aqueles que não estão previstas como mandatórias, são realizadas somente caso haja vontade por parte do ofertante.

Cumprido esclarecer que, ao tratarmos de aquisição de controle acionário, a Lei das S.A. regulamentou duas formas de aquisição, sendo uma relacionada à companhia já com acionista controlador - falando-se aqui de alienação, disciplinado no artigo 254-A -, e outra adequada à companhia com dispersão acionária, sendo a aquisição de controle diante oferta pública, disciplinado no artigo 257 da referida lei<sup>36</sup>.

---

<sup>33</sup> ANDRIGHI, Fátima Nancy; DA RIVA, Laura Regina, **Oferta Hostil e Poison Pills**. WALD, Arnaldo; GONÇALVES, Fernando; SOARES DE CASTRO, Moema Augusta (coord.); FREITAS, Bernardo Vianna; CARVALHO, Mário Tavernad Martins de (org.), **Sociedade Anônimas e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 322-323.

<sup>34</sup> Instrução da CVM n. 361, art. 2º, § 4º, de 2002.

<sup>35</sup> EIZIRIK, Nelson. **Direito Societário – Estudos e pareceres**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 431.

<sup>36</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de controle na sociedade anônima**. São Paulo Saraiva 2012. p. 313.

O próprio art. 254-A, § 1º, traz a definição sobre o que seria entendido como alienação de controle, *in verbis*:

*“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.”*

Acerca da oferta de aquisição de controle, MUNHOZ<sup>37</sup> alega que, tanto na análise do art. 254-A, para a alienação, quanto para análise do art. 257, para a aquisição, é de extrema importância interpretar o poder de controle em cada caso, sendo cirúrgico ao afirmar que:

*“Para qualificar oferta de aquisição de controle, é pacífico que as ações adquiridas não precisam integrar bloco de controle anterior ou ser de titularidade de acionista controlador. Basta haver aquisição de ações. Nessa linha, a integração do elemento controle, necessário para tipificar o negócio de aquisição mediante oferta pública, dá-se pela análise do bloco de controle em função do adquirente. É preciso verificar se, por força da aquisição de ações, forma-se no patrimônio do adquirente um bloco de controle, ou seja, um conjunto de ações capaz de lhe assegurar o exercício do poder de controle. Lembre-se que, no caso da alienação de controle, a referência para definir bloco de controle é o acionista alienante; há alienação quando se adquirem ações integrantes de bloco de controle pré-existente.”*

Para a caracterização da alienação de controle acionário, dois elementos são fundamentais para os efeitos do art. 254-A e a incidência do direito ao *tag along*: 1) que a operação, por etapas ou em conjunto, resulte na presença de um novo acionista controlador ou de um grupo de controle; e 2) que em algum momento da operação, o antigo controlador ou bloco de controle receba alguma forma de remuneração, ou seja, que tenha caráter oneroso<sup>38</sup>.

Nesse sentido, quanto ao direito de *tag along*, é previsto que, quando houver alienação do poder de controle da companhia, de forma direta ou indireta, o adquirente do controle deve realizar uma Oferta Pública de Aquisição (OPA) das ações aos acionistas minoritários titulares de ações com direito a voto com o valor reduzido a 80% do preço pago pelo bloco controlador.

Importante ressaltar que, como o artigo prevê que o preço da oferta pública dirigida ao minoritário seja de 80% do preço pago pelo antigo controlador, não há sentido na incidência do *tag along* caso a transferência tenha ocorrido a título gratuito.<sup>39</sup> Contudo, isso não significa

---

<sup>37</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de controle na sociedade anônima**. São Paulo Saraiva 2012. p. 316.

<sup>38</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 4. vol. 5.ed. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 218.

<sup>39</sup> EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada. Volume Quatro**. 2ª ed. rev. e ampliada. Artigos 206 a 300. São Paulo: Quartier Latin, 2015.p. 326-327.

que a oferta pública seja somente realizada caso o preço pago pela aquisição do controle contenha ágio ou sobrevalorização se comparado ao valor de mercado das ações emitidas pela companhia, tendo em vista que, a existência de ágio não foi prevista como pressuposto para a obrigatoriedade da Oferta Pública de Ações.

No mais, cabe fazer uma ressalva quanto a não obrigatoriedade da realização de OPA disposta no art. 254-A quando a companhia está sujeita ao controle minoritário. Isso porque, para a configuração da “alienação de controle” que de ensejo à aplicação do art. 254-A, é necessário à transferência do bloco de controle, ou, ao menos, de parte das ações que o compõem<sup>40</sup>.

Dessa forma, nas companhias sujeitas ao controle minoritário, verifica-se que não há um bloco de controle, mas apenas um conjunto de ações com direito a voto que, via de regra, permite ao seu titular (acionista controlador), exercer as funções que identificam o poder de controle. Logo, EIZIRIK argumenta que, para considerar que um acionista seja efetivamente o titular do poder de controle da companhia - para aplicação do art. 254-A -, é fundamental que este detenha ações que representem mais de 50% (cinquenta por cento) do capital votante<sup>41</sup>.

Para o autor, é descabido exigir a realização de uma oferta pública por alienação de controle, se, a qualquer momento, o até então ofertante “controlador” poderia perder a sua condição por fatores inteiramente alheios a sua vontade. No entanto, é importante destacar esse raciocínio não implica na obrigatoriedade da oferta somente em casos em que há a transferência de mais de 50% (cinquenta por cento) do capital votante.

A título de exemplificação, se um grupo de acionistas, titular do bloco de controle, vender suas ações representativas de 30% (trinta por cento) do capital votante para outro acionista que já detinha, individualmente 20% (vinte por cento), estará caracterizada a alienação de controle para fins da incidência do art. 254-A da Lei das S.A.<sup>42</sup>. Conclui-se, dessa forma, pela não obrigatoriedade da OPA por alienação caso o controle seja minoritário<sup>43</sup>.

No mais, veremos abaixo que houve diversas alterações na legislação para que chegássemos à redação do art. 254-A da Lei das S.A, que foi resultado do cenário econômico

---

<sup>40</sup> EIZIRIK, Nelson. **Direito Societário – Estudos e pareceres**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 419.

<sup>41</sup> **Ibid.**, p. 422.

<sup>42</sup> **Ibid.**, p. 423.

<sup>43</sup> Importante ressaltar que, quando tratamos de companhia listada no Novo Mercado, há três relevantes diferenças quanto à aplicação do art. 254-A da Lei das S.A., quais sejam: 1) os destinatários da oferta, que conforme previsto no Regulamento do Novo Mercado, são todos os acionistas da companhia; 2) o valor da oferta pago, que deve ser igual ao valor pago pelas ações de controle (adoção da regra do tratamento igualitário); e por fim, 3) a obrigatoriedade da OPA na hipótese de controle minoritário. (MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de controle na sociedade anônima**. São Paulo Saraiva 2012. p. 325)

e o crescimento do mercado de capitais brasileiro, somado a necessidade de proteção ao acionista minoritário diante da alienação do poder de controle.

#### **4. A EVOLUÇÃO E AS ALTERAÇÕES TRAZIDAS PELA LEI DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS QUANTO À PROTEÇÃO DO ACIONISTA MINORITÁRIO**

Ao tratarmos da evolução da legislação societária referente às sociedades anônimas, é possível identificar que houve principais quatro fases que cabem a nossa análise, as quais foram: (i) a fase anterior à Lei nº 6.404/76; (ii) a Lei nº 6.404/76 e sua aplicação, (iii) a evolução legislativa e jurisprudencial de 2000 e 2001; e (iv) os projetos do terceiro milênio.<sup>44</sup>

Na fase anterior à Lei das S.A., verifica-se que a sociedade anônima possuía um caráter familiar, cujos conflitos eram resolvidos de forma doméstica, sem qualquer amparo legal<sup>45</sup>. Com o início da industrialização e as primeiras manifestações do mercado financeiro, começou a notar uma carência quanto para regular os conflitos que foram surgindo a partir da relação da atividade empresarial que estava em evolução.

Dessa forma, ao passar dos anos, a figura do acionista brasileiro sofreu graduais modificações, e o controle que uma típica sociedade anônima brasileira possuía no século XX, a saber, o concentrado nas mãos de famílias proprietárias ou do Estado, não representa hoje o cenário brasileiro<sup>46</sup>.

Nesse sentido, somente a partir de 1970 que cogitou-se a elaboração de uma legislação societária moderna, sendo concretizado com o advento da Lei nº 6.404/76, no qual foram previstos os direitos e deveres do controlador, e principalmente, o início da proteção ao acionista minoritário. Foi nesse momento, com a redação do art. 254, que houve a materialização da tentativa do tratamento igualitário ao minoritário.

Um dos aspectos mais relevantes dessa lei, e que fortemente nos interessa, foi a chamada “Emenda Lehman”, proposta pelo senador Otto Cyillo Lehmann pela redação do artigo 254 da Lei nº 6.404/76. O referido artigo previa, originalmente, a obrigação ao adquirente do controle acionário de companhia aberta de pagar aos acionistas minoritários o

---

<sup>44</sup> WALD, Arnold. **Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: Direito dos Minoritários na nova Lei das S.A.** Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei nº 10.303 de 31.10.2001. Coordenador: Jorge Lobo, Rio de Janeiro; Forense, 2002. p. 222.

<sup>45</sup> **Ibid.**, p. 222.

<sup>46</sup> PARGENDLER., Mariana. Política na origem. **Evolução do direito societário: lições do Brasil.** São Paulo: Saraiva, 2013. p. 73-74

mesmo preço que havia pago ao alienante, o detentor do bloco de ações que lhe assegurava o poder acionário<sup>47</sup>.

Assim, pela primeira vez a legislação brasileira consagrou o direito do acionista minoritário de receber o mesmo preço pago ao controlador, inclusive aos titulares de ações sem voto, no caso de alienação de controle, no qual o Brasil foi pioneiro se comparado a diversos países europeus<sup>48</sup>.

No entanto, essa evolução quanto às garantias previstas ao direito minoritário foi cassada pela Lei Kandei (Lei nº 9.457 de 1997), que revogou expressamente o art. 254 e os §§1º e 2º do art. 255 da Lei das S.A., eliminando do nosso ordenamento jurídico a oferta pública obrigatória decorrente de alienação do controle acionário.

A extinção do tratamento igualitário, conforme a justificativa do Projeto ocorreu com a alegação da necessidade de reduzir os custos da operação para o adquirente do controle acionário, que, ao invés de serem utilizados para aquisição das ações dos minoritários, poderiam ser utilizados para a capitalização da companhia.

Segundo CARVALHOSA, tal medida cassatória da Lei Kandir (Lei nº 9.457 de 1997) constituiu um enorme retrocesso em nosso sistema de direito societário, tendo em vista que se tratava de medida altamente lesiva aos interesses dos acionistas minoritários, e que resultou em graves abusos praticados pelos controladores de companhia aberta, em detrimento dos acionistas minoritários<sup>49</sup>.

Passados quatro anos da revogação do art. 254, a Lei nº 10.303 de 2001, foi na fase de evolução legislativa e jurisprudencial de 2000 e 2001, que foi reintroduzido no nosso direito societário - na forma do presente e atual art. 254-A -, mas em novos termos, o instituto da oferta pública obrigatória de aquisição de ações dos acionistas minoritários por ocasião da alienação do controle acionário de companhia aberta.

Dentre as inovações trazidas pelo vigente dispositivo, destacam-se: (i) a necessidade de oferta pública, como condição para alienação do controle da companhia aberta, para aquisição das demais ações com direito a voto da companhia, por preço mínimo de 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação do bloco integrante do controle; e (ii) a possibilidade de permanência dos acionistas minoritários na companhia diante da oferta, pelo

---

<sup>47</sup> CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. 4. vol. 5.ed. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 192.

<sup>48</sup> WALD, Arnold. **Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: Direito dos Minoritários na nova Lei das S.A.**. Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei nº 10.303 de 31.10.2001. Coordenador: Jorge Lobo, Rio de Janeiro; Forense, 2002. p. 223.

<sup>49</sup> CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. 4. vol. 5.ed. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 199.

adquirente do controle acionário, de um prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle.

Ademais, conquanto a redação do artigo 254-A tenha o objetivo de atribuir aos acionistas minoritários a mesma oportunidade de alienar suas ações usufruídas pelo controlador<sup>50</sup>, proteção essa que acreditamos ser relevante na relação entre os acionistas dentro de uma companhia, é possível afirmar que a regra de tratamento igualitário não foi inteiramente observada.

Isso porque, a redação e o entendimento dado ao art. 254, ora revogado, limitava a sua incidência às ações ordinárias, excluindo a espécie de ações que representava a grande maioria das participações minoritárias, as ações preferenciais<sup>51</sup>.

Apesar disso, foi só a partir do período de 1977 a 2001, ou seja, depois da revogação do art. 254 e introdução do art. 254-A na Lei das S.A que foi possível vislumbrar o início de um tratamento diferenciado (mais ainda não igualitário) aos acionistas minoritários, sendo imperioso destacar que, foi em meados dos anos 2000, com a criação do Novo Mercado<sup>52</sup> pela B3 (Brasil, Bolsa, Balcão), antiga BM&FBovespa, que houve um considerável aumento na dispersão acionária brasileira<sup>53</sup>.

Nesse sentido, a atual redação do art. 254-A não previu a extensão das mesmas condições oferecidas pelo bloco de controle aos minoritários, visto que ele determina o pagamento no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor por ação integrante do bloco de controle. No mais, é possível dizer que, apesar dos benefícios trazidos com o seu retorno, o

---

<sup>50</sup> EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada. Volume Quatro.** 2ª ed. rev. e ampliada. Artigos 206 a 300. São Paulo: Quartier Latin, 2015.p. 328.

<sup>51</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de controle na sociedade anônima.** São Paulo Saraiva 2012. p. 342-343.

<sup>52</sup> Segundo disponibilizado no sitio eletrônico da B3 (Brasil, Bolsa, Balcão), as regras do Novo Mercado relacionadas à estrutura de governança e direitos dos acionistas são: (i) O capital deve ser composto exclusivamente por ações ordinárias com direito a voto; No caso de alienação do controle, todos os acionistas têm direito a vender suas ações pelo mesmo preço (tag along de 100%) atribuído às ações detidas pelo controlador; (ii) Instalação de área de Auditoria Interna, função de Compliance e Comitê de Auditoria (estatutário ou não estatutário); (iii) Em caso de saída da empresa do Novo Mercado, realização de oferta pública de aquisição de ações (OPA) por valor justo, sendo que, no mínimo, 1/3 dos titulares das ações em circulação devem aceitar a OPA ou concordar com a saída do segmento; (iv) O conselho de administração deve contemplar, no mínimo, 2 ou 20% de conselheiros independentes, o que for maior, com mandato unificado de, no máximo, dois anos; (v) A empresa se compromete a manter, no mínimo, 25% das ações em circulação (free float), ou 15%, em caso de ADTV (average daily trading volume) superior a R\$ 25 milhões; (vi) Estruturação e divulgação de processo de avaliação do conselho de administração, de seus comitês e da diretoria; (vii) Elaboração e divulgação de políticas de (i) remuneração; (ii) indicação de membros do conselho de administração, seus comitês de assessoramento e diretoria estatutária; (iii) gerenciamento de riscos; (iv) transação com partes relacionadas; e (v) negociação de valores mobiliários, com conteúdo mínimo (exceto para a política de remuneração); (viii) Divulgação simultânea, em inglês e português, de fatos relevantes, informações sobre proventos e press releases de resultados; e (viii) Divulgação mensal das negociações com valores mobiliários de emissão da empresa pelos e acionistas controladores.

<sup>53</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Op. Cit.**, p. 342-343.

princípio do tratamento igualitário contido originalmente no art. 254, ora revogado, não foi inteiramente recuperado.

Logo, verifica-se que, apesar de haver uma evolução e posterior retrocesso quanto ao direito do minoritário ao *tag along*, atualmente a redação do art. 254-A da Lei das S.A. consagra uma importante proteção ao acionista minoritário diante a alienação do bloco de controle, mecanismo que explicaremos no capítulo abaixo.

## **5. TAG ALONG: UM DIREITO DO ACIONISTA MINORITÁRIO**

### **5.1. Conceito e fundamento na legislação brasileira: art. 254-A da Lei das S.A.**

Após entendermos qual situação incide o direito ao *tag along* do acionista minoritário, qual seja, na alienação do controle das ações do bloco de controle, parte-se para análise dos requisitos e particularidades deste direito, conforme previsto pela legislação vigente no art. 254-A da Lei das S.A.

Como já falado, o direito ao *tag along* trata-se do direito de saída conjunta do acionista minoritário com direito a voto quando ocorre a alienação do poder de controle de uma companhia, nos termos acima expostos. Tal previsão decorre da visão de que, o poder de controle, constitui um bem ao qual é atribuído valor próprio, que não se confundem com o valor individual das ações de sua titularidade<sup>54</sup>.

No mais, a diferenciação acerca dos acionistas decorre do fato que, as ações que garantem aos titulares o poder de controle possuem valor de negociação superior ao das demais, inclusive das mesmas espécies<sup>55</sup>. Essa sobrevalorização das ações decorre da gama de poderes que cercam o controlador e que é valorizada pelo mercado, e que, ao ocorrer à alienação do controle, o adquirente dessas ações concorda em pagar ao alienante um sobrepreço, chamado de “prêmio de controle”.

Tal situação faz questionar se o acionista controlador (alienante) seria livre para negociar os termos e valores da alienação de controle sem incluir ou estender aos acionistas minoritários parte do prêmio de controle. Parece-nos que, tal alternativa, não se coaduna com

---

<sup>54</sup> EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Volume Quatro. 2ª ed. rev. e ampliada. Artigos 206 ao 300. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 310.

<sup>55</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. **O Direito de Saída Conjunta (“Tag Along”), Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: inovações e questões controversas da Lei nº 10.303 de 31.10.2001**. Coordenador: Jorge Lobo, Rio de Janeiro; Forense, 2002, p. 474.

os princípios que uma companhia deve perseguir, muito menos com a proteção que é conferida ao minoritário na legislação vigente.

Isso porque, a obrigatoriedade de divisão do prêmio de controle (ou ágio), baseia-se no fato que a valorização patrimonial da companhia contou, certamente, com a participação dos acionistas minoritários, que cooperaram para a constituição do capital da companhia, ainda que seja a minoria dela<sup>56</sup>.

Além do mais, deve ser levado em consideração que o valor de venda não inclui somente o poder de dirigir a companhia, mas também de gerir os ativos que pertencem aos acionistas minoritários, justificando-se, dessa forma, o recebimento de ao menos uma parte do prêmio de controle apurado na transferência.

Nesse sentido, a forma para estender o sobrepreço decorrente da alienação de controle aos acionistas minoritários traduz-se na obrigatoriedade de o adquirente do controle promover a Oferta Pública de Aquisição (OPA) a eles dirigida, garantindo-lhes o direito de venderem as ações de sua propriedade conjuntamente com o antigo controlador; ocorrendo a divisão do prêmio acompanhada do direito de saída<sup>57</sup>.

No mais, o argumento que nos parece mais razoável - além do cumprimento do princípio de proteção e menor prejuízo ao acionista minoritário - é o que respalda o entendimento de que os minoritários fazem jus à divisão do prêmio, pois, ao decidirem investir em determinada companhia, muitos levaram em conta a pessoa do acionista controlador, ou seja, aquele que efetivamente conduz a companhia<sup>58</sup>.

Dessa forma, a realização da oferta pública baseia-se na compreensão de que, muitas vezes, são as características pessoais do atual controlar que motivam a vinculação do acionista à companhia, não podendo impor ao minoritário um novo controlador, com o qual ele não possui familiaridade, tampouco mantém uma relação fiduciária<sup>59</sup>.

## **5. 2. Destinatários da oferta**

Com a reintrodução do art. 254-A a Lei das S.A., o legislador deixou expresso que a oferta seria somente aos titulares das ações com direito ao voto e que não integram o bloco de

---

<sup>56</sup> EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Volume Quatro. 2ª ed. rev. e ampliada. Artigos 206 ao 300. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 312.

<sup>57</sup> Ibid. p. 313.

<sup>58</sup> Ibid. p. 313.

<sup>59</sup> Ibid. p. 314.



controle. Sendo assim, os titulares das ações preferências, não têm, em regra, o direito de vender suas ações diante da alienação de controle da companhia<sup>60</sup>.

Contudo, relevante apontar que há uma divergência quanto ao entendimento de ação com direito a voto previsto no referido artigo. Isso porque, o artigo não estabelece qualquer restrição quanto ao caráter de “permanência” do direito de voto, incluindo-se, inclusive, como destinatários da oferta os acionistas preferencialistas que possuem voto restrito.

Nesse sentido, é considerado destinatário da oferta os acionistas que, em virtude de poder conferido pelo estatuto, possuem os direitos ao voto, ainda que por tempo determinado ou com algumas restrições<sup>61</sup>.

No entanto, no que tange à restrição do objeto da oferta, verifica-se que a Instrução Normativa nº 361, de 5 de março de 2002, promovida pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), restringiu a aplicação da Oferta Pública de Ações (OPA) de alienação de controle apenas às ações com voto pleno e permanente<sup>62</sup>, trazendo uma limitação que não é prevista na legislação societária.

Dessa forma, CARVALHOSA<sup>63</sup> entende por abusiva essa restrição promovida pela CVM na Instrução citada alhures, visto que fere o princípio de que a entidade reguladora (CVM), não pode distinguir ou restringir o que a lei objeto de sua regulamentação não o fez. Para o autor, tal previsão descabida é resultado de uma pressão de setores patrimonialistas que não se conformam, tanto no passado como nos dias de hoje, com a participação dos acionistas minoritários dos frutos da venda de controle.

Nesse sentido, os acionistas que possuem ações preferenciais, ainda que sem direito a voto ou com restrição quanto ao seu exercício, poderão ser objeto da oferta pública por alienação de controle quanto lhes foram conferidos essa vantagem por estatuto social, sendo ilegal a restrição prevista na Instrução Normativa nº 361, de 5 de março de 2002.

Ademais, nos termos do §2º do artigo 254-A, é previsto que a Comissão de Valores Imobiliários autorizará a alienação de controle (se caracterizada), desde que as condições da oferta pública, pelo ofertante, atenderam aos requisitos legais. Ainda, em sequência, o §3º

---

<sup>60</sup> EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Volume Quatro. 2ª ed. rev. e ampliada. Artigos 206 ao 300. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 319.

<sup>61</sup> CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. 4. vol. 5.ed. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 203.

<sup>62</sup> O art. 29 da Instrução Normativa da CVM 361/2002, dispõe, *in verbis*: “A OPA por alienação de controle de companhia aberta será obrigatória, na forma do art. 254-A da Lei 6.404/76, sempre que houver alienação, de forma direta ou indireta, do controle de companhia aberta, e terá por objeto todas as ações de emissão da companhia às quais seja atribuído o pleno e permanente direito de voto, por disposição legal ou estatutária”.

<sup>63</sup> CARVALHOSA, Modesto. **Op. Cit.** p. 204.

disciplina que compete ao mesmo órgão estabelece as normas que são observadas na oferta pública<sup>64</sup>.

Destarte, cumpre ressaltar que o poder da Comissão de Valores Imobiliários (CVM) aqui é vinculado, ou seja, não lhe compete examinar a conveniência da alienação de controle, mas somente fazer uma análise quanto ao cumprimento dos requisitos legais para a realização da oferta pública<sup>65</sup>, principalmente para verificar se está sendo assegurado aos titulares de ações com direito de voto o pagamento de, no mínimo, 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação do bloco de controle.

Assim, diante da autorização da Comissão de Valores Imobiliários (CVM), a oferta pública constitui-se uma proposta firme e irrevogável, nos termos do art. 427 do Código Civil, constituindo-se uma declaração unilateral de vontade obrigatório do ofertante, não estando sujeito a eventuais alterações de vontade exclusiva do autor<sup>66</sup>.

### **5.3. Direito do ofertante: análise do § 4º do art. 254-A.**

Na redação do art. 254-A, é previsto no § 4º a opção do ofertante (novo acionista controlador) oferecer aos acionistas minoritários o prêmio de permanência na companhia, equivalente, no mínimo, à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação do integrante do bloco de controle<sup>67</sup>.

Nota-se, no entanto, que tal oferta não consiste em um procedimento alternativo à oferta pública, mas sim em uma faculdade do ofertante, que pode ser adotada cumulativamente com a oferta pública. Dessa forma, a redação contida no § 4º não exime o adquirente do controle, nos termos dispostos, de realizar a oferta pública aos demais acionistas minoritários.

Assim, trata-se de uma oferta de prêmio de permanência, que beneficia todos os acionistas que não aceitarem a OPA para a alienação de controle<sup>68</sup>.

No entanto, verifica-se que embora este prêmio seja raramente utilizado na prática, ele pode ser vantajoso tanto para o adquirente do controle, ao ponto que permite desembolsar

---

<sup>64</sup> §§ 2º e 3º incluídos pela Lei nº 10.303 de 2001.

<sup>65</sup> EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Volume Quatro. 2ª ed. rev. e ampliada. Artigos 206 ao 300. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 332.

<sup>66</sup> Art. 427 do Código Civil dispõe, *in verbis*: “A proposta de contrato obriga o proponente, se o contrário não resultar dos termos dela, da natureza do negócio, ou das circunstâncias do caso”.

<sup>67</sup> EIZIRIK, Nelson. **Op Cit.** p. 335.

<sup>68</sup> CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. 4. vol. 5.ed. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 229.

valor inferior de recurso, quanto para o acionista minoritário, que recebe uma parte do ágio sem ter a necessidade de se desvencilhar dos quadros da companhia<sup>69</sup>.

Importante ressaltar que, por não se tratar em um procedimento alternativo à oferta pública (que é obrigatória), mas sim em uma faculdade do ofertante, o adquirente do controle, se assim desejar, deve fazer constar – de forma expressa –, tal recompensa no edital de oferta pública de ações<sup>70</sup>.

Trata-se aqui de uma recompensa pelo não exercício do direito garantido ao acionista minoritário de aceitar a oferta obrigatória que lhe é endereçada. No mais, o dispositivo regulamentar da Comissão de Valores Imobiliários nº 361, de 5 de março de 2002, disciplina no seu art. 30<sup>71</sup>, reconhece o caráter de prêmio, e não de opção, caso ocorra a permanência do acionista.

Por fim, caso ocorra a oferta de prêmio, assinala-se que há duas categorias de destinatários da oferta, sendo eles, os que se silenciam sobre a oferta pública, sendo considerado o seu silêncio como manifestação de vontade; e os acionistas que aceitaram a oferta pública no prazo consignado, e retrataram-se dessa aceitação até o leilão<sup>72</sup>.

Caso o acionista faça essa retratação, é considerada a sua não aceitação da oferta quanto aos seus efeitos, cabendo, dessa forma, o recebimento do prêmio da mesma forma como ocorrerá com os acionistas que quedaram inertes<sup>73</sup>.

## 6. ANÁLISE DE CASO

Para a melhor compreensão de como se configura o direito ao *tag along* do acionista minoritário na prática, analisaremos o Processo Administrativo Sancionador nº 2015/12856, submetido à análise do Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em 26 de setembro de 2017.

O caso em tela trata-se de Termo de Acusação elaborado pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários em 07.12.2015, em face de Pedro Demenato Fernandes, para apurar a eventual responsabilidade pelo descumprimento dos artigos 254-A da Lei nº

---

<sup>69</sup> EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Volume Quatro. 2ª ed. rev. e ampliada. Artigos 206 aos 300. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 332

<sup>70</sup> CARVALHOSA, Modesto. **Op. cit.** p. 229.

<sup>71</sup> O art. 30 da Instrução Normativa da CVM 361/2002, dispõe, *in verbis*: “Na forma do § 4o do art. 254-A da Lei 6.404/76, o adquirente do controle acionário poderá oferecer aos acionistas minoritários destinatários da OPA um prêmio no mínimo equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle”.

<sup>72</sup> CARVALHOSA, **Op. cit.** p. 231.

<sup>73</sup> *Ibid.* p. 232.

6.404/76, e 292, da Instrução CVM nº 361/02, por não ter realizado uma Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA) obrigatória, em decorrência da aquisição do controle acionário empresa da Marambaia Energia Renovável S.A.

Como veremos adiante, a alienação do controle ocorrida na empresa Marambaia apresentou todos os requisitos para a incidência do art. 254-A da Lei das S.A., no entanto, em razão da omissão do novo controlador, a OPA de alienação não foi realizada.

Partindo ao caso, a Superintendência de Registro de Valores Mobiliários alega que, no dia 19.10.2009, o controle da empresa Marambaia Energia teria sido alienado a Pedro Demenato, sem que este tenha formulado pedido de registro de OPA perante a Comissão de Valores Imobiliários (CVM). Tal conduta teria caracterizado uma infração ao disposto no art. 254-A da Lei nº 6.404/76, bem como ao disposto no art. 29 da Instrução CVM nº 361/02.

É narrado que, anteriormente à operação, o controle da companhia era exercido pela Marambaia Capital e pela Marambaia Investimentos, que detinham 49,85% e 50,15% do capital social, respectivamente, e, ainda, eram os únicos acionistas presentes na última Assembleia Geral Extraordinária realizada antes da operação.

Narra-se que na assembleia anterior, realizada em 30.04.2007, os acionistas Marambaia Capital e a Marambaia Investimentos estiveram presentes, ocasião em que a empresa L.C.F.<sup>74</sup>, foi eleita para o Conselho de Administração da referida Companhia.

Portanto, sucede que após a transferência das ações da Marambaia Energia, Pedro Demenato passou a controlar a Companhia, pois lhe teria sido assegurado, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da Assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia, tendo sido o eleito diretor vice-presidente e de relações com investidores, em reunião do Conselho de Administração da Marambaia Energia realizada em 04.10.2010.

Conforme já visto acima, para que seja caracterizada a alienação de controle que exija a aplicação do art. 254-A, é necessário que o resultado da operação, proceda na presença de um novo acionista controlador; e que em algum momento da operação, o antigo controlador ou bloco de controle receba alguma forma de remuneração, ou seja, que tenha caráter oneroso.

Pois bem, pela leitura do caso, verifica-se que esses dois requisitos estão presentes. Vejamos.

A prova em que houve a mudança do poder de controle é feita pelo conteúdo da lista nominativa dos acionistas da Marambaia Energia, enviada à CVM, em que consta o acionista

---

<sup>74</sup> Conforme a decisão do Processo Administrativo Sancionador nº 2015/12856, a empresa L.C.F. é a controladora da Marambaia Capital e da Marambaia Investimentos.

Pedro Demenato como detentor de 6.544.116 ações de um total de 12.981.001, com participação, portanto, equivalente a 50,41% do capital social da Marambaia Energia.

Além disso, Pedro Demenato consta no Formulário de Referência de 2010 como controlador da Marambaia Energia, com participação de 50,41% do capital social, fato reconhecido pela própria Companhia, em resposta aos questionamentos feitos pela CVM.

Quanto à onerosidade da operação, o formulário de Transferência de Ações, Cotas datado de 19.10.2009, assinado por representantes da Marambaia Investimentos e por Pedro Demenato, atesta que houve a transferência de 4.108.562 ações ordinárias de emissão da Marambaia Energia ao Acusado, por meio de transação onerosa no valor total de R\$4.108.562,00 (preço unitário de R\$1,00).

Nesse toada, resta claro que, ao assumir o controle da Marambaia Energia no dia 19.10.2009 pela aquisição da Marambaia Investimentos, Pedro Demenato, por meio dessa transação, incorreu na transferência do controle da Marambaia Energia, situação que é prevista no art. 254-A, § 1º da Lei das S.A, devendo realizar, à época, a Oferta de Aquisição de Ação (OPA) aos acionistas minoritários.

Quanto à obrigatoriedade e autoria, como já visto acima, resta claro que a obrigação estipulada nos referidos artigos é dirigida ao adquirente do controle e, portanto, a responsabilidade pela infração apontada deve recair, no caso narrado, sobre o acionista Pedro Demenato, ora controlador.

Há de se destacar, por fim, a importância, para assegurar o funcionamento eficiente e regular do mercado e a devida proteção aos minoritários, da regra aqui analisada e do seu efetivo cumprimento, cuja violação é considerada infração ao texto vigente da Instrução CVM nº 361/02.

O descumprimento da obrigação de realizar oferta pública de aquisição das ações dos minoritários votantes é, de fato, grave, pois, além de causar prejuízos financeiros, mina a confiança dos investidores e diminui a sua disposição para o investimento no mercado de capitais, argumento já defendido aqui.

Dessa forma, foi proferido voto<sup>75</sup> certo pelo Diretor- Relator, Henrique Balduino Machado Moreira, condenando o acionista Pedro Demenato Fernandes à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$400.000,00 (quatrocentos mil reais), por infração ao disposto nos artigos 254-A, da Lei nº 6.404/76, e 29, da Instrução CVM nº 361/02.

---

<sup>75</sup> Julgamento do Processo Administrativo Sancionador nº 2015/12856 disponível em: [http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2017/RJ201512856\\_Marambaia\\_Energia.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2017/RJ201512856_Marambaia_Energia.pdf). Acesso em 05.10.2019.

## 7. CONCLUSÃO

A ausência da devida proteção ao acionista minoritário na legislação brasileira foi evidenciada por uma omissão que ocasionou, conseqüentemente, para a ocorrência de abusos pelo acionista majoritário em face aos demais acionistas na companhia.

Diante desse cenário, verifica-se que o mercado de capitais brasileiro procurou eliminar essa lacuna com a redação da Lei das S.A., e que, mesmo que embrionária quanto às garantias concedidas, foi uma evolução quando falamos que proteção ao acionista minoritário.

No mais, o presente artigo se propôs discutir e compreender a fragilidade do acionista minoritário diante a alienação do poder de controle de uma companhia, tornando-se indispensável a vigência de um dispositivo, ainda que deficiente, que garantisse a sua proteção e direitos diante dessa situação.

Nota-se, assim, que a Lei das S.A. e as normas reguladoras Comissão de Valores Mobiliários (CVM) suscitam controvérsias quanto à interpretação do artigo 254-A quanto à definição de alienação de controle. Desse modo, conquanto a legislação preveja mecanismos para identificar a sua aplicação, verifica-se que na prática ocorre uma análise casuística da situação em discussão.

Além disso, embora o direito ao *tag along* previsto no art. 254-A da Lei das S.A. não retrate um tratamento totalmente igualitário se comparado ao controlador, é de se reconhecer que o texto legislativo conta com uma preciosa proteção que esteve ausente, por muitos anos, no cenário brasileiro, e a qual deve ser, indubitavelmente, melhorada e adequada.

Quanto à Oferta Pública de Ação (OPA), verifica-se que este é um importante instrumento para a instrumentalização do direito ao *tag along* ao acionista minoritário. Não obstante haja divergências sobre a sua incidência e operacionalização, o legislador cuidou de identificar o gatilho de aplicação do artigo 254; embora a autarquia administrativa, Comissão de Valores Mobiliários (CVM), ultrapasse a sua competência nas previsões vigentes.

Com relação à disciplina legal da alienação do controle, verifica-se que de nada vale o desenvolvimento de mecanismos de proteção ao acionista minoritário, por parte da legislação, que são fundamentais para proteção do acionista minoritário, se as companhias não garantirem o seu cumprimento.

Dessa forma, em caso da omissão ao cumprimento do direito ao *tag along*, acionistas minoritários das companhias que os não adotam serão os mais suscetíveis a potenciais riscos e prejuízos atrelados a operações envolvendo a transferência do controle.

Faz-se, portanto, imprescindível que a disciplina legal da alienação do controle disposto no art. 254-A seja capaz de efetivar a proteção ao acionista minoritário, ao passo que confere, conseqüentemente, a segurança jurídica desejável para o bom funcionamento do mercado de valores mobiliários.

Por fim, conclui-se que, o acionista minoritário faz jus ao *tag along* previsto no artigo 254-A, devendo ser respeitado em atenção ao princípio de proteção ao minoritário, ainda mais se configurado, nos termos do artigo 254-A, a alienação do poder de controle, situação na qual encontra-se vulnerável em face do poder de controle.

## 8. BIBLIOGRAFIA

ADAMEK, Marcelo Vieira Von. Abuso de Minoria em Direito Societário. 2010. Disponível em <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-02082011-142051/publico/Tese> .

BORBA, José Edwaldo Tavares. Direito Societário. ed. São Paulo. Editora Atlas, 2015.

BERLE, Adolf A., MEANS, Gardiner C. The Modern Corporation and private property. The Macmillan Company, 1933.

CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. 4. vol. 5.ed. São Paulo: Saraiva, 2014.

COELHO, Fábio Ulhoa. Curso de Direito Comercial, volume 2: Direito de Empresa. 20. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo. Editora Revista dos Tribunais, 2016.

COELHO, Fábio Ulhoa. O Direito de Saída Conjunta (“Tag Along”) - Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei nº 10.303 de 31.10.2001. Coordenador: Jorge Lobo, Rio de Janeiro; Forense, 2002.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO Filho, Calixto. O poder de controle na sociedade anônima. 4 ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2005.

EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume I – 2ª ed. rev. e ampliada – Artigos 1º a 79. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume Quatro. 2ª ed. rev. e ampliada. Artigos 206 a 300. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

EIZIRIK, Nelson. Direito Societário – Estudos e pareceres. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. Aquisição de controle na sociedade anônima. São Paulo Saraiva 2012.

PARGENDLER., Mariana. Política na origem. Evolução do direito societário: lições do Brasil. São Paulo: Saraiva, 2013.

REQUIÃO, Rubens. Curso de direito comercial, 2º volume. 29. ed. rev. e atual. por Rubens Edmundo Requião. São Paulo. Editora Saraiva, 2012.

WALD, Arnaldo; GONÇALVES, Fernando; SOARES DE CASTRO, Moema Augusta (coord.); FREITAS, Bernardo Vianna; CARVALHO, Mário Tavernad Martins de (org.), Sociedade Anônimas e Mercado de Capitais. Sao Paulo, Quartier Latin, 2011.

KRAAKMAN, Reinier et al. The Anatomy Of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach. Oxford: Oxford University Press, 2004.