

14/10/2014 às 05h00

A insuperável polêmica do "tag along" no Brasil

Valor Econômico - por Graziella Valenti | De São Paulo



Maria Helena Santana, ainda à frente da CVM: autarquia precisa aprofundar debate sobre controle com fatia minoritária

A disputa entre os sócios controladores da Usiminas trouxe de volta ao palco as dúvidas e incertezas que rondam o direito de acionistas minoritários de receber uma oferta de compra em caso de venda do controle de uma empresa - o tão falado "tag along". Trata-se de um direito simples: 80% do prêmio de alienação de controle, conforme a Lei das Sociedades por Ações, por meio de uma oferta pública. Mas os casos práticos, especialmente, em situações envolvendo "grupo de controle" ou "controle compartilhado" demonstram que sua aplicação é, no mínimo, complexa. Daí, muito polêmica.

O movimento com as ações da Usiminas, desde que a Nippon Steel mostrou oposição à gestão da Ternium, deixa evidente a força da questão. O prêmio por liquidez que antes estava na preferencial se transformou em prêmio de "segurança" na ordinária.

No dia 24 de setembro, antes da troca da presidência - saiu Julian Eguren e entrou Romel Erwuin de Souza -, a preferencial valia R\$ 7,78 e a ordinária, R\$ 7,54. Ontem, a ação com direito a voto encerrou o pregão a R\$ 6,96, enquanto a sem voto, em R\$ 6,27.

Após a deflagração do conflito, não faltaram analistas para recomendar aos investidores a escolha pela ação ON, "mais segura". Entre eles, Marcelo Aguiar, do Goldman Sachs, justificando a seleção pelo direito de "tag along" dos papéis. Desde então, retirou de suas contas o desconto de 10% que atribuía sobre as ON, frente as PNA. E outras casas, mesmo sem falar em expectativa de oferta, deram preferência às ordinárias, como Brasil Plural e Citi.

Tudo porque acredita-se que pode haver movimentação dentro do bloco de controle. Só o que se sabe é que o conflito está instalado. A solução ninguém sabe qual será - menos ainda seus desdobramentos. Mas há um certeza: a falta de clareza no ambiente brasileiro sobre o "tag along" não ajuda em nada. Ao contrário, dificulta.

A argentina Techint (Ternium) tem 27,7% das ordinárias, a japonesa Nippon, 29,5% e o fundo de pensão da própria companhia, 6,75%. Argentinos e japoneses

não estão se entendendo, embora reunidos por um acordo de acionistas, vigente até 2032.

Uma consulta - mesmo breve - a advogados do direito societário mostrará dois pontos: o quão pouco óbvio é o tema e quão cansados estão do debate. A discussão surgiu desde que este direito retornou à Lei das S.A, com a reforma de 2001.

A expectativa sobre as ON da Usiminas cresceu ainda mais depois que a Techint comprou o bloco de ações da Previ (fundo de pensão dos funcionários do Banco do Brasil), de 10,4% das ordinárias, por R\$ 616,7 milhões - um prêmio de nada menos do que 82%. Esses papéis não mudam a relação de poder, pois não estão vinculados ao acordo de acionistas, mas a Techint tem agora 38% das ON.

Só sei que nada sei

Os casos emblemáticos avaliados pela CVM

Grupo Pão de Açúcar	Copel	TIN
Criação da holding Wilkes e formação do controle compartilhado entre Casino e Abílio Diniz Processo: 2005/4069 Decisão em: 11/04/2006	Consolidação da posição de controle da Braskem, que dividia poderes com Grupo Ipiranga Processo: 2007/7230 Decisão em: 11/07/2007	Análise de controle da I Pro Dec 15/

Há preocupação no mercado de que o grupo argentino possa pedir a dissolução do acordo e buscar atingir maioria absoluta do capital votante. Tal cenário deflagraria um difícil debate sobre aplicação do tag along. E há uma lista de movimentos que poderiam criar confusão equivalente, como uma separação de sócios e ativos.

O caso em questão é um entre tantos que recorrentemente surgem e deixam o investidor sem saber onde se posicionar. Praticamente todas situações envolvendo grupo de acionistas são nebulosas ou controle minoritário no Brasil.

Nem uma pesquisa de um investidor esforçado a casos emblemáticos na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) traz tranquilidade. A xerife é quem decide em caso de falta de consenso sobre a necessidade ou não de oferta minoritários. E não foram poucas as vezes em que se manifestou.

Prevalece o entendimento de que movimentos entre sócios de um bloco controlador não dispara o direito de oferta aos demais acionistas. Foi assim quando a própria Techint ingressou no controle de Usiminas, ao adquirir as participações dos grupos Camargo Corrêa e Votorantim - mesmo sendo um membro externo e novo no grupo.

Mas há motivos para a falta de segurança total - e o espaço para as diversas dúvidas que regularmente surgem entre os investidores. Um deles é simples: cada caso é único, ainda que decisões passadas possam servir como pontos de apoio. Mas, eis que o investidor vai se deparar com a falta de consenso sobre pilares da questão dentro do regulador. Encontrará decisões sem consenso na CVM e até a admissão, por dois relevantes ex-presidentes da autarquia, de que a lei pode não ser suficiente para todas as circunstâncias.

Na opinião do advogado Marcelo Freitas Pereira, do escritório Costa, Weisberg, Tavares Paes (CWTP), a questão do tag along em casos de movimentações dentro de um grupo controlador e que envolvam controle mi está mal resolvida. Na

avaliação dele, tal insegurança é ruim para o mercado, além de abrir espaço para especulações. O especialista defende que o ideal seria a modificação da Lei da S.A. para critérios mais objetivos.

A Associação de Investidores no Mercado de Capitais (Amec), presidida por Mauro da Cunha, já se manifestou sobre o tema. "A jurisprudência atual da CVM é incapaz de garantir que situações óbvias de alienação de controle sejam traduzidas em ofertas para os acionistas minoritários", apontou, em artigo público no site da entidade. "O Brasil não pode ser considerado o país do "veja bem". Nossa lei é boa, nosso regulador é respeitado, mas em momentos críticos nos quais os direitos dos acionistas se tornam essenciais, veja bem, eles falham. O tag along é peça fundamental para garantir que uma ação seja uma fração ideal de uma empresa."

Para a Amec, também é crucial que a CVM reveja a posição predominante de que movimentações entre sócios possam ser encaradas como "reforço de controle".

Dentre todas as decisões da CVM sobre este tema, a mais emblemática foi a que avaliou a entrada do grupo francês Casino e a formação de um bloco controlador, junto com Abilio Diniz, no Grupo Pão de Açúcar (GPA), em 2005.

O voto decisivo foi de Pedro Marcílio, diretor na época. Ele entendeu que o grupo francês deveria lançar oferta a todos os demais. A medida teve alcance reduzido pois quase não havia minoritários de ordinárias de GPA. Mas seu voto foi recorrentemente citado nos casos que o sucederam.

Foi ele quem mais profundamente avaliou o texto da Lei das S.A sobre o tag along (artigo 254-A), o conceito de controle (artigo 116) e a regulamentação CVM, que interliga esses dois artigos. (*ver quadros*)

Em seu voto, de 2006, Marcílio escreve que não é por acaso que a Lei das S.A trata de "alienação do controle" e não de venda de ações do controlador. Segundo ele, a redação é intencional pois a venda do controle depende da alienação de ações que, sozinhas, permitam o seu exercício permanentemente - mas que, não necessariamente, estejam ou venham a ser utilizadas para tal. Assim, separa o exercício do poder das ações que o confere.

No ano seguinte, ao avaliar a consolidação de Braskem no controle da Copesul - que era dividido com o Grupo Ipiranga - o então presidente da CVM, Marcelo Trindade, acrescenta à avaliação de Marcílio que a própria lei reconhece um grupo como controlador, como forma indivisível. E traz uma leitura textual muitas vezes esquecida: "a lei não exige apenas uma alteração no controle; exige uma alienação por quem o detenha" - um reforço ao que já apontava a decisão no caso de GPA.

Em 2008, a aquisição do controle da Aracruz pela já acionista Votorantim Celulose e Papel (VCP) - hoje unidas na Fibria - é exemplar para a percepção predominante nos dias atuais, mas não consensual, sobre a existência de oferta e a ausência.

O negócio teve dois momentos. Na primeira versão, não havia tag along. Dona de 28% das ordinárias, a VCP compraria outros 28% da família Lorentzen - teria, então, o controle majoritário e individual da empresa, somando 56% do capital votante. Num segundo momento, a transação evoluiu para compra da fatia dos Lorentzen e também de 28% da família Safra. Assim, VCP compraria 56% do capital votante. Não houve dúvida. A própria compradora anunciou o tag along na largada.

O arcabouço

Lei das Sociedades por Ações e Instrução 361 da CVM

Artigo 254-A

A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta ser contratada sob a condição (...) de que o adquirente se obriga pública de aquisição das ações com direito a voto de proprietários acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no 80% do valor pago por ação com direito a voto integrante do b

Artigo 116

Entende-se por acionista controlador a pessoa (...) ou o grupo d vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

Foi nesta época que tornou-se recorrente o uso de uma expressão criada por advogados, a "aquisição originária", sem tag along. Trata-se de uma transação na qual alguém vende um bloco de ações que não é maioria do capital votante - geralmente com prêmio sobre o valor em bolsa - e um outro torna-se controlador isolado. Portanto, alguém "adquire" o controle sem que ninguém o tenha vendido - caso da primeira versão planejada para compra de Aracruz pela VCP.

Mas o voto de Marcílio nem sempre foi unanimidade. Em 2009, o então diretor Eliseu Martins, relator do caso que avaliava possível venda indireta do controle da TIM Brasil pela alienação de ações da Telecom Italia da Olímpia à Telco (Telefônica), discordou frontalmente do pilar formado no caso GPA e reforçado em Copesul - de que é necessária a venda de 50% mais uma ação para se caracterizar a alienação do controle.

Para tanto, Martins citou o jurista Fabio Konder Comparato. Segundo Martins, a lei, se quisesse se referir apenas ao controle majoritário, poderia tê-lo feito expressamente. E menciona Comparato: "a fórmula legal abrange o chamado controle minoritário, dado que não se exige a detenção da maioria do capital votante". Assim, traz o debate sobre o que chamam de "controle de fato" à questão.

Martins não foi o único a ver venda de controle na TIM Brasil, a despeito de não envolver a maioria absoluta das ações ordinárias. Na época, Marcos Barbosa Pinto, diretor, também defendeu a necessidade de oferta. Foram vencidos numa polêmica decisão.

Dada as particularidades de cada caso avaliado pela CVM, é muito difícil cruzar os argumentos e utilizá-los confiantemente em outras situações. Daí a insegurança.

Há, contudo, uma unanimidade. A leitura de que o "tag along" serve como compensação aos minoritários no caso de quebra da estabilidade do quadro acionário da empresa. A pressuposição é de que tal fato tenha repercussões na estratégia do negócio.

O que as decisões da CVM consolidam, porém, é que importa mais a estabilidade do quadro acionário do que sua repercussão sobre a estratégia. Marcílio mesmo destacou, no caso GPA, que a lei não fala em "exercício do controle", fala apenas de "controle".

Não por acaso, Trindade mostrou a insatisfação diante do regime atual, em seu voto no caso Copesul. "Concluir pela não obrigatoriedade de OPA [oferta pública de aquisição] em casos de consolidação do controle dentro do bloco não é, certamente, adotar a decisão mais simpática. E certamente este não é o voto que eu mais gostaria de dar. *De lege ferenda*, me parece que a alienação de participações relevantes, conforme percentual previsto em lei ou no Estatuto Social, deveria gerar

a obrigação de estender as mesmas condições aos demais acionistas. Isto contribui para que o valor das ações de uma companhia aberta seja estabelecido pelo mercado de maneira mais adequada." Ainda assim, Trindade deu o voto menos popular, pela inexistência de necessidade de oferta.

Em 2009, ao avaliar o caso TIM Brasil, Maria Helena Santana, presidente da CVM na época, também expôs seu incômodo com o tema. Escreveu que a posição de Eliseu Martins lhe parecia "bastante razoável e defensável".

Entretanto, apontou que a definição sobre o "controle de fato" é "muito sujeita às visões dos que decidirão cada caso e não seria positiva para o ambiente de negócios do Brasil." Segundo Maria Helena, essa avaliação "pode trazer insegurança se for utilizada para avaliar a incidência ou não da obrigação de oferta".

Ela destacou ainda que a CVM não precisou - até aquela época e até hoje - se manifestar sobre qualquer caso que discutisse a venda de participação no capital votante que fosse relevante, mas não majoritária. "Há apenas menções em votos e opiniões a respeito."

Na ocasião defendeu que a CVM deveria "buscar aprofundar a discussão", por se tratar de uma realidade cada vez mais próxima de ocorrer no mercado nacional.

Maria Helena, enquanto esteve à frente da CVM, foi uma das principais defensoras da adoção do sistema europeu. Por tal modelo, há obrigação de oferta a todos sempre que estiver em questão 30% do capital votante de uma companhia.

A BM&FBovespa tentou introduzir tal regra no Novo Mercado, na reforma finalizada em 2010. Este item foi rejeito pelas companhias listadas no segmento. Na ocasião presidente do conselho de administração da bolsa, Armínio Fraga, disse que havia "um cheiro de Brasil velho" em tal negativa.

Tal conjunto de situações criou, no Brasil, um debate e uma dúvida a cada operação. A lei é "aberta demais" e as decisões restritas a cada caso em questão. O investidor fica à mercê da disposição do comprador e da criatividade de banqueiros e advogados para lidar com o tema.

Em 2010, por exemplo, quando a Telefônica comprou 50% do bloco do controle da Vivo da então sócia Portugal Telecom (PT) decidiu estender a todos o elevado prêmio. O interesse, obviamente, era reforçar sua posição econômica, inclusive.

Os advogados não negam que por trás de parte das incertezas estão estruturar criadas justamente para contornar a oferta pública. E tais circunstâncias devem aumentar, uma vez que as companhias estão cada vez maiores, o que exigiria gastos crescentes.

Este cenário explica porque muitos advogados não gostam de dar opiniões públicas a respeito do tema. Simplesmente não querem se comprometer ou com análises superficiais - dada a especificidade de cada polêmica - ou com posições que possam restringir sua atuação o futuro.

Entretanto, a grande maioria vê espaço para melhorias no arcabouço, seja por alteração da lei ou via regulamentação da CVM.

No ano passado, quando consultado a respeito de uma dessas situações "discutíveis" sobre tag along, renomado advogado não titubeou. "É o Bell'Antônio", disse rindo. A analogia foi com o personagem interpretado pelo italiano Marcelo Mastroianni, em 1960. No enredo, Antonio é lindo e atraía a atenção das mulheres. Aparentava ser o melhor partido da cidade. Mas a verdade, só descoberta pela bela, rica e jovem Bárbara após se casar com ele, é que Antonio era impotente.

Leia mais em:

<http://www.valor.com.br/empresas/3733906/insuperavel-polemica-do-tag-along-no-brasil#ixzz3G7ikFe27>