

## TAG ALONG: UMA ANÁLISE À LUZ DA ESCOLA DO REALISMO CIENTÍFICO

JORGE LOBO \*

*“Não é desde o início que os Deuses revelam tudo aos mortais.  
Mas, com o correr do tempo, descobrimos, procurando, o melhor”.*  
(Xenófanes)

### I – O mito

1. O *tag along* visa à proteção aos minoritários na alienação de controle de companhia aberta<sup>1</sup>.

2. Este é o mito; a realidade, todavia, é outra, como veremos ao final; antes, porém, cumpre (a) dissertar sobre o ágio, o *tag along* e a OPA, (b) recordar a profunda e interminável divergência a respeito do direito ao ágio e a propósito do *tag along* na doutrina, na jurisprudência e nas legislações pátria e alienígena, e (c) esclarecer que sigo, neste estudo, a Escola do Racionalismo Científico e perfilho a lição do maior filósofo da ciência do século XX, Sir. Karl Popper, que ensinou: “Só há um elemento de racionalidade nas tentativas de conhecer o mundo: o exame crítico das teorias. Elas, em si, são conjecturas. Não sabemos, apenas conjecturamos. Se me perguntassem: ‘Como você sabe? Não sei, só conjecturo. Se vocês estiverem interessados em meu problema, ficarei muito contente se criticarem minha conjectura; se me oferecerem contrapostas, tentarei criticá-las’”<sup>2</sup>.

---

\* Jorge Lobo é Procurador de Justiça (aposentado) MP-RJ, Mestre em Direito da Empresa da UFRJ, Doutor e Livre-Docente em Direito Comercial da UERJ

1. Tratarei, apenas, do *tag along* na cessão e transferência de controle majoritário nas companhias abertas. Sobre a alienação de controle minoritário, leia-se o estudo “Transferência de controle nas companhias sem controlador majoritário”, de Eduardo Secche Munhoz, in “*Poder de Controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*”, coordenado por Rodrigo R.M. de Castro e Luiz A.N.M. Azevedo, 1ª. ed., São Paulo: Quartier Latin, p. 317 e segs.

2. Textos Escolhidos Popper”, Ed. PUC Rio, 2010, 1ª ed., p. 30.

## II – Noções fundamentais

### A – Ágio

3. A LSA trata do ágio no art. 13, § 2º, quando disciplina a emissão de ações nominativas de companhias abertas e fechadas com ágio, fixando, taxativamente, a sua destinação: o montante total do ágio nas emissões de ações constituirá reserva de capital (art. 182), e, também, no artigo 254-A, quando regula a OPA obrigatória, eis que pressupõe haver embutido no preço das ações de controle um ágio ou prêmio. Neste trabalho, vou dissertar apenas sobre o ágio na OPA obrigatória.

4. Nas companhias abertas com ações negociadas no mercado de valores mobiliários, o preço das ações ordinárias de propriedade dos minoritários e das ações preferenciais é fixado nos pregões diários da BMF&BOVESPA, por isso se diz que ele corresponde ao valor bursátil ou de mercado da ação.<sup>3</sup>

5. O preço das ações ordinárias integrantes do bloco de controle, entretanto, é estabelecido com base no valor econômico da ação, calculado, em geral, em função das perspectivas de rentabilidade da companhia<sup>4</sup>.

6. Note-se, porém, que, quando se trata de alienação do controle acionário de companhia aberta, ao preço das ações dos controladores, adiciona-se, em regra<sup>5</sup>, um ágio ou sobrevalor ou sobrepreço ou prêmio (de controle), que o adquirente se dispõe a pagar para passar a deter a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores e de gerir os negócios sociais, o que levou o emérito Fábio Konder Comparato a lecionar: “... o que se transfere numa cessão de controle não é um bloco de ações e, sim, o poder de dominação e disposição de uma empresa.”<sup>6</sup>

---

3. “Indicador usado para medir o valor de mercado de todos os ativos cotados em uma determinada bolsa de valores. É calculado somando-se o valor de mercado de cada ação, obtido como o resultado da multiplicação do número de ações pela cotação de fechamento no período desejado. No caso da BOVESPA, a bolsa paulista divulga informações com periodicidade diária, semanal e mensal, tanto em reais como em dólares norte-americanos”. ([www.igf.com.br/aprende/glossario/glo-Resp.aspx?id=549](http://www.igf.com.br/aprende/glossario/glo-Resp.aspx?id=549) – Glossário Financeiro do IGF (intelect gerenciamento financeiro)).

4. A propósito das noções de valor patrimonial, valor de mercado e valor econômico da companhia, leia-se o excelente estudo “Reflexões sobre o direito de recesso na LSA”, de autoria do Prof. Francisco Antunes Maciel Müssnich, in “Reforma da LSA”, por mim coordenado, Rio de Janeiro, Forense, 2002, p. 287 e segs.

5. Há séria discussão se a venda de controle sem ágio gera o direito de saída conjunta conforme bem exposto por Marcos Andrey de Sousa, “O direito de saída conjunta e os preferencialistas”, in Sociedade Anônima”, coordenado por Rodrigo R. M. de Castro e Leandro S. de Aragão, Quartier Latin, 1ª ed., p. 285/286.

6. “O Poder de Controle na Sociedade Anônima”, São Paulo, Saraiva, 1983, 3ª. ed., p. 226.

## B – Tag along

7. No Brasil, os minoritários de companhias abertas<sup>7</sup> têm o direito de saída conjunta ou simultânea (*tag-along rights* ou *co-sale rights*)<sup>8</sup> e o direito de receber 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto integrante do bloco de controle por força da norma jurídica do art. 254-A da LSA.

## C – OPA

8. Há duas espécies de oferta pública de aquisição de ações (OPA): a OPA obrigatória, imposta pelos arts. 254-A da LSA e 2º, III, da Instrução CVM nº 361, de 2002, que garante aos minoritários o *tag along*<sup>9</sup>, e a OPA voluntária, prevista nos arts. 257 da LSA e 2º, V, da Instrução CVM nº 361, de 2002, que visa à tomada hostil ou contra a vontade dos controladores do comando de companhia aberta.

## III – Direito ao ágio

9. No país e no exterior, três correntes de opinião se formaram acerca do beneficiário ou credor do ágio: uma, proclama que o ágio pertence exclusivamente aos controladores; outra, que o ágio deve ser partilhado entre controladores e minoritários; a terceira, que o ágio deve ser rateado entre todos os acionistas da companhia aberta.

### A) Direito ao ágio na doutrina

#### (a) O ágio pertence exclusivamente aos controladores

10. Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira declararam, a propósito do valor econômico do bloco de controle de companhia aberta:

---

7. Não se justifica a distinção feita pelo art. 254-A da LSA entre companhias abertas e fechadas — além da odiosa distinção entre minoritários e preferencialistas —, eis que as fechadas são as que mais necessitam do *tag along* devido à absoluta falta de liquidez de suas ações, conforme ressaltado na crítica contundente de Mauro Rodrigues Pentead, in “Apontamentos sobre a alienação de controle de companhias abertas”, RDM, 1989, out.-dez., nº 76, p. 17 e segs.

8. “*Tag-along or co-sale rights — the right of an investor to require other shareholders (usually founders or majority shareholders) who desire to sell their shares to a third party to require, as a condition to such sale, the third party to also purchase the investors shares for the same price per share.*” (Kenneth J. Lebrun, Penn Law “University of Pennsylvania Law School” — [http://www.law.upenn.edu/journals/jil/articles/volume\\_23/issuez/lebrun23u.pa.int%20econ.l.213\(2002\)-PDF#SEARCH=%22tag%22](http://www.law.upenn.edu/journals/jil/articles/volume_23/issuez/lebrun23u.pa.int%20econ.l.213(2002)-PDF#SEARCH=%22tag%22)).

9. Cfr. Roberta Nioac Prado, in “Oferta Pública de Ações Obrigatória nas S.A.”, São Paulo, Quartier Latin, 2005, p. 96 e segs.; o meu livro “Direitos dos Acionistas”, São Paulo, Campus, 2011, págs. 26 e segs., e Carlos Augusto da Silveira Lobo, “Alienação de Controle de Companhia Aberta”, in “Direito das Companhias”, coordenadores Alfredo Lamy Filho e J.L.Bulhões Pedreira, Forense, 2009, p. 1998 e segs.

(1º) “... toda economia de mercado atribui valor econômico ao controle da companhia, independentemente do valor unitário das ações, que o asseguram”;

(2º) “... o valor das ações resulta do direito, que confere, de participação nos lucros e no acervo líquido da companhia, enquanto que o controle decorre do poder de determinar e definir suas políticas...”;

(3º) “o Anteprojeto reconhece a realidade do poder do acionista controlador para atribuir-lhe responsabilidades próprias, de que não participam os acionistas minoritários”, e,

(4º) “... seria, pois, incoerente se pretendesse, para efeitos de transferência desse poder, negar a sua existência e proibir o mercado de lhe atribuir valor econômico.”<sup>10</sup>

11. Fábio Konder Comparato<sup>11</sup>, embora admitindo que, na venda das ações de controle, a tendência dos países desenvolvidos é garantir tratamento equitativo aos acionistas de igual categoria:

(1º) declarou-se contrário à partilha do ágio entre todos os acionistas,

(2º) pôs em dúvida as causas que legitimariam aos não controladores “pretender essa igualdade de status com os titulares do controle, se àqueles não se atribuem, em estrita lógica, os mesmos deveres e responsabilidades inerentes ao exercício do poder de comando na empresa”<sup>12</sup>, e,

(3º) propôs que a lei garantisse aos não-controladores o direito de recesso pelo valor contábil de suas ações e a criação de normas para reprimir o *insider trading* praticado por diretores ou controladores da companhia e pessoas a eles ligadas<sup>13</sup>.

12. Luiz Leonardo Cantidiano asseverou que, em princípio, os minoritários e preferencialistas não têm direito ao ágio, por isso não há falar em OPA, ressalvando, entretanto, que será indispensável a OPA se a transferência do controle objetivar a extinção da companhia através de cisão total, fusão ou incorporação.<sup>14</sup>

13. Roberta Nioac Prado, em sua primorosa monografia “Oferta Pública de Ações Obrigatória nas SA”, afirmou: “... significando a alienação uma simples

---

10. “Fundamentos da Reforma das S/A”, AEDE-SBERJ, Rio de Janeiro, 1976, 1ª ed., p. 22-23, *apud* Mauro Rodrigues Penteado, “Apontamentos sobre a alienação do controle de companhias abertas”, RDM, ano XXVIII, 1989, vol. 76, p. 17.

11. “O Poder de Controle na Sociedade Anônima”, São Paulo, Ed. Revista dos Tribunais, 1976, p.253-258.

12. Ob. cit., p. 258.

13. Idem, p. 261.

14. “Alienação e aquisição de controle”, RDM, ano XXIV, 1985, nº 59, p. 62.

*mudança de controlador, não entendo que deva haver oferta pública a nenhum acionista, seja ele ordinário ou preferencial. (...)*<sup>15</sup>

14. Nos EUA, prevalece a opinião de que somente os controladores fazem jus ao prêmio de controle<sup>16</sup>, salvo se caracterizada fraude ou atos de má fé, eis que, consoante Lewis D. Solomon e Alan R. Palmiter, *"a regra geral é a de que os acionistas podem vender suas ações pelo preço que conseguirem, incluído neste o prêmio não disponível aos outros acionistas. Os acionistas controladores não precisam dividir esse prêmio"*<sup>17</sup>.

14.1. Para Easterbrook e Fischel,<sup>18</sup> os minoritários não se oporão à alienação de controle, se ela puder levar a uma administração mais eficiente, capaz de tornar a companhia mais rentável e suas ações mais valorizadas.

14.2. Steven L. Emanuel, em profunda análise do tema, destaca que a situação de poder ostentada pelo controlador na companhia - e só por ele - tem valor econômico e que os controladores hesitariam na alienação caso não recebessem nenhum prêmio, já que conta com vantagens não desfrutadas pelos minoritários, advertindo que há exceções ao direito dos controladores de vender suas ações livremente<sup>19</sup>, como, *v.g.*, (a) exceção de pilhagem (*the "looting" exception*); (b) exceção de venda de voto (*the "sale of vote" exception*) e (c) desvio de uma oportunidade coletiva (*"diversion of collective opportunity"*).<sup>20</sup>

#### **(b) O ágio deve ser partilhado entre controladores e minoritários**

15. Arnaldo Wald propugnou: *"... a oferta pública prevista no art. 254, embora represente um ônus para o adquirente do controle, pode ser saudável por representar o veículo através do qual o valor do controle é distribuído entre todos os acionistas com direito a voto."*<sup>21</sup>

16. Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro ponderaram: *"... as transferências de controle, envolvendo vultosos ágios pagos apenas aos controladores, podem ainda mais desestimular o investimento acionário. Daí entendermos que a solução adotada na lei vale como medida pragmática, tendo em*

---

15. P. 105

16. Robert W. Hamilton, *"The Law of Corporations"*, St. Paul, Minnesota, 1987, p. 359, *apud* Osmar Brina Corrêa Lima, *"O acionista minoritário no direito brasileiro"*, Rio de Janeiro, Forense, 1994, p. 79.

17. *"Corporations. Examples and Explanations"*, Aspen Law & Business, Second Edition, 1994, p. 411-420.

18. *"Corporate Control Transactions"*, 91 Yale L. J. 737, 1982, *apud* Lewis D. Solomon e Alan R. Palmiter, *ob. cit.*, p. 411-420.

19. *Corporations*, NY, Emanuel Publishing Corp., 1997, 3<sup>rd</sup> Edition, p. 240-249.

20. *Ob. cit.*, p. 245.

21. *"A proteção dos acionistas minoritários na alienação do controle de companhias abertas"*, Revista da CVM, 4/2, n. 13, 1986, *apud* Mauro Rodrigues Penteadó, *ob. cit.*, p. 19.

vista as condições do momento histórico e as características peculiares da conjuntura, justificando-se em face da experiência verificada em anos recentes em nosso país.”<sup>22</sup>

17. Modesto Carvalhosa advertiu: “... o acionista minoritário, embora normalmente não tome a iniciativa de promover a capitalização da sociedade, empresta seu esforço para tal mister; ademais, esse tipo de acionista experimenta os efeitos da política de autocalcapitalização da companhia, usualmente realizada pelo controlador. É, portanto, co-partícipe da valorização patrimonial da empresa, merecendo portanto tratamento igualitário, quando da alienação de seu controle.”<sup>23</sup>

18. Segundo Guilherme Döring Cunha Pereira, o *City Code on Takeovers and Mergers* inglês deu um tratamento pioneiro às ofertas públicas para aquisição de controle de uma companhia, fixando como ideia fundamental garantir as mesmas condições oferecidas ao alienante aos acionistas de classes idênticas<sup>24</sup>.

### (c) O ágio deve ser rateado entre todos os acionistas

19. Waldirio Bulgarelli ensinou: “... o não controlador, que não recebeu dividendos durante muito tempo, pela política imposta pelo controlador de fortalecer a empresa, tem direito a reclamar quando o controlador, aproveitando-se dos resultados dessa mesma política, vende com ágio astronômico as suas ações de controle”<sup>25</sup>, observando, ainda, que, “ao vender o controle (...) com grandes lucros, está-se vendendo, subjacentemente, os intangíveis e mais propriamente o aviamento da empresa”<sup>26</sup>, para concluir que “o certo será a distribuição, ao menos do ágio, entre todos que contribuíram para o fortalecimento da empresa.”<sup>27</sup>

20. Néelson Cândido Motta advogou: “... admitir que as ações preferenciais, porque não votam, tenham menos direitos — salvos os direitos políticos — do que as ações ordinárias equivale a reconhecer que o direito de voto possa ser causa de desigualdade entre acionistas, quer em relação ao patrimônio da sociedade, quer em relação ao tratamento que a lei manda dispensar a todos, indistintamente, nos casos de alienação de controle de companhia aberta.”<sup>28</sup>

---

22. “Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro”, São Paulo, Ed. Bushatsky, 1979, 1ª ed., v.2, p. 743.

23. *Apud* Mauro Rodrigues Pentead, loc. cit., fazendo referência a “Oferta Pública de Aquisição de Ações”, tese, São Paulo, 1978, p. 142-143.

24. John H. Farrar, *Company Law*, Londres, Butterworths, 1985, p. 521, *apud* Guilherme Döring Cunha Pereira, “Alienação do poder de controle acionário”, São Paulo, Saraiva, 1995, p. 135.

25. “Regime jurídico da proteção às minorias nas S/A”, Rio de Janeiro, Renovar, 1998, p.158.

26. *Idem*, p.159.

27. *Idem*, p.160.

28. “Alienação de controle de instituições financeiras. Acionistas minoritários. Notas para uma interpretação sistemática da Lei das S.A.”, RDM, ano XXI, 1982, vol.46, p.41.

21. Leslie Amendolara declarou que, se os acionistas minoritários têm o direito de participar do “prêmio de controle” porque *“havia contribuído com a formação do capital e investido seus recursos nos negócios”*<sup>29</sup>, esse direito deve ser estendido aos preferencialistas, já que eles também participaram da integralização do capital social.

22. Norma Parente repudiou, com veemência, a redação e o espírito do art. 254-A da LSA: *“... é lamentável que esse direito não tenha sido estendido ao acionista preferencial. Em termos patrimoniais, a sua contribuição tem o mesmo valor que a dos demais acionistas. É injusto que o direito de vender em conjunto com o controlador não tenha sido outorgado. Penso que esse direito deveria ter sido partilhado entre minoritários ordinários e preferencialistas.”*<sup>30</sup>

23. Berle e Means sustentaram que o controle é um bem social, por isso o valor pago como ágio pelo bloco de controle era propriedade de todos os acionistas da empresa e, por isso, deveria ser partilhado entre todos os acionistas da companhia.<sup>31</sup>

24. William D. Andrews frisou que todos os acionistas com ações de espécie e classe iguais devem ter oportunidade de aliená-las igualmente e de partilhar o *premium* proporcionalmente à sua participação no capital, por ser o poder de controle um bem da companhia.<sup>32</sup>

25. André Tunc lecionou que os controladores não merecem ter mais vantagens do que aqueles que possuem ações da mesma espécie e classe,<sup>33</sup> esclarecendo que o princípio de que um acionista é livre para vender suas ações pelo preço que lhe for oferecido esbarra, no caso da cessão de controle, em um dever fiduciário, portanto, a venda de ações de um acionista que dirige a sociedade comporta a alienação de uma função ou, pelo menos, do poder de designar quem a exercerá, aduzindo que se a venda for por preço maior que o da bolsa, por compreender a função de comando, haverá, então, um proveito ilícito, que deve ser restituído à sociedade.<sup>34</sup>

---

29. “Os direitos dos acionistas minoritários: com alterações da lei 9457/97”, São Paulo, Editora STS, 1998, p.105.

30. “Principais Inovações Introduzidas pela lei 10.303, de 31 de outubro de 2001, à Lei de Sociedades por Ações”, in “Reforma da Lei das Sociedades Anônimas”, cit., p. 39.

31. *Apud* Roberta Nioac Prado, Da obrigatoriedade por parte do adquirente do controle de sociedade por ações de capital aberto de fazer simultânea oferta pública, em iguais condições, aos acionistas minoritários — art. 254 da lei 6.404/76 e Resolução CMN 401/76 — É efetivo mecanismo de proteção aos minoritários? (RDM, Anexo XXXVI, (Nova Série), abril/junho/1997, p.98.

32. “The stockholder’s right to equal opportunity in the sale of shares”, Harvard Law Review, 78/ 505-563, 1965, *apud* Roberta Nioac Prado, art. cit., p. 98.

33. André Tunc, “Le droit américain des sociétés anonymes”, Économica: Paris, 1985, p. 158-159.

34. Ob. cit., p. 156-158.

## B – Direito ao ágio na jurisprudência

### (a) Direito ao ágio na jurisprudência brasileira

26. No período de vigência do tratamento igualitário previsto no revogado art. 254 da LSA, a 1ª Turma do Tribunal Federal de Recursos, ao julgar a Apelação Cível nº 140.587-RJ, decidiu condenar a CVM a pagar aos minoritários valor equivalente à diferença entre o valor por eles obtido na venda de suas ações e aquele conseguido pelos controladores<sup>35</sup>.

27. A Primeira Turma do Superior Tribunal de Justiça, ao julgar o Recurso Especial nº 2.276 – RJ, que tratava de participação ou não dos preferencialistas no prêmio de controle, concluiu que a oferta pública só alcançava as ações com direito de voto, já que as preferenciais têm garantidas outras vantagens, dispostas na Lei nº 6.404<sup>36</sup>.

28. Ainda o Superior Tribunal de Justiça, numa decisão relativa à incorporação do Banco Financial de Mato Grosso, envolvendo oferta pública prévia para aquisição de controle, estendeu-a aos acionistas sem voto, por considerar a natureza da sociedade (que necessitava de autorização) e que a aquisição do controle era uma providência preliminar à incorporação<sup>37</sup>.

### (b) Direito ao ágio na jurisprudência norte-americana

29. William A. Klein e J. Mark Ramseyer, em seu ótimo livro “Business Associations. Agency, Partnerships, and Corporations”<sup>38</sup>, citam diversos casos de alienação de controle, envolvendo pagamento de ágio, julgados pelas Cortes americanas, como *Perlman v. Feldmann* e *Frandsen v. Jensen-Sundquist Agency, Inc*<sup>39</sup>.

---

35. Apelação Cível n.º 140.587 – Rio de Janeiro (Registro n.º 8.803.699) Relator: Min. Dias Trindade, *in* Nelson Eizirik. “Sociedades Anônimas: jurisprudência”, Rio de Janeiro, Renovar, 1996, p. 743-746.

36. Recurso Especial n.º 2.276 – Rio de Janeiro (Registro n.º 90.0001659-2) Relator Min. Garcia Vieira, *in* Nelson Eizirik, *ob. cit.*, p. 367-372.

37. José Edwaldo Tavares Borba, “Direito Societário”, 6ª ed. rev. aum. e atual., Rio de Janeiro, Renovar, 2001, p. 475-476 (nota de rodapé 1), citando matéria da Gazeta Mercantil de 21.10.93, p.35.

38. Westbury (New York), The Foundation Press, Inc., 1997, Third Edition, p. 644 e segs.

39. No primeiro caso, a Corte decidiu que Feldmann, como acionista controlador, não poderia apropriar-se sozinho do valor do ágio, pois a venda de ações resultou no sacrifício de elementos intangíveis da companhia. No segundo, o Tribunal não vislumbrou uma efetiva venda de ações na operação e sim a aquisição do First Bank of Grantsburg (controlador da companhia).



### (c) Direito ao ágio na jurisprudência francesa

30. Em caso de alienação de controle por operação complexa, em duas etapas (aquisição de ações e posterior subscrição em aumento de capital), o *Tribunal de grande instance de Paris*, em julgamento de 20 de janeiro de 1988, decidiu que a oferta pública não era necessária, por considerar que “se a obrigação de manter a cotação deve ser observada quando a compra atinge uma quantidade de títulos suscetível de dar o controle da sociedade emissora, este não é o caso quando o controle é conseguido por uma operação complexa, cuja venda dos títulos corresponde apenas a um dos elementos, excluindo qualquer transferência de ações.”<sup>40</sup>

### IV – Tag along nas legislações brasileira e estrangeira

31. Após votada, na Câmara dos Deputados e no Senado Federal, a Subemenda Substitutiva às Emendas de Plenário e ao Primeiro Substitutivo ao Projeto de Lei nº 3.115, de 1997, o artigo 254-A passou a dispor: “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.

31.1. Hoje, em decorrência de extensa regulamentação da BMF&BOVESPA, a situação do *tag along* no país é a seguinte<sup>41</sup>:

#### TAG ALONG

LSA: art. 254-A	<u>80%</u> Minoritários
BM&FBOVESPA Tradicional	<u>80%</u> Minoritários
BM&FBOVESPA Nível 1	<u>80%</u> Minoritários
BM&FBOVESPA Mais	<u>100%</u> Minoritários
BM&FBOVESPA Novo Mercado	<u>100%</u> Minoritários
BM&FBOVESPA Nível 2	<u>100%</u> Minoritários e Preferencialistas

Site: [http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas\\_segmentos-de-listagem.asp](http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_segmentos-de-listagem.asp)

40. “*Revue Trimestrielle de Droit Commercial et de Droit Économique*”, Paris, Sirey, 1989, p. 80.

41. Saliente-se que as companhias integrantes do Novo Mercado não possuem ações preferenciais, assim como não podem ser emitidas e negociadas ações preferenciais pelas sociedades que integram o Bovespa Mais.

## NO BRASIL

### B) *Tag along* na legislação estrangeira

#### (a) Legislações que asseguram o *tag along* apenas aos minoritários

31.2. Na Itália<sup>42</sup> e Argentina<sup>43</sup> são destinatários da oferta pública obrigatória de ações os titulares de ações ordinárias com direito de voto, razão pela qual somente os minoritários têm garantido o direito de saída conjunta.

#### (b) Legislações que garantem o *tag along* a minoritários e preferencialistas

32. Na Alemanha<sup>44</sup>, Inglaterra<sup>45</sup>, Portugal<sup>46</sup> e Espanha<sup>47</sup>, na linha preconizada pela Diretiva 2004/25 do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de abril de 2004, relativa às ofertas públicas obrigatórias de aquisição de ações de companhias abertas; na França<sup>48</sup>, México<sup>49</sup>, Chile<sup>50</sup>, China<sup>51</sup> e Japão<sup>52</sup> são destinatários da OPA os minoritários e os preferencialistas.

32.1. A propósito dos “direitos de saída em empresas de *venture capital*” na Alemanha, Carsten Bienz e Uwe Walz, após profunda investigação que envolveu 494 contratos entre empresas de *venture capital*, concluíram que os direitos de saída, em particular o *drag-along* e o *tag-along*, eram minuciosamente previstos em contratos especiais, através das chamadas *drag-along and tag-along clauses*, em especial em acordos de acionistas, nos planos de negócios e em contratos de mútuo, com a finalidade de (a) prevenir litígios, (b) atuar na governança da empresa, (c) fiscalizar os serviços e (d) garantir o direito de saída conjunta com os majoritários<sup>53</sup>, este previsto na *German Securities Acquisition and Takeover Act (Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz)*, na Seção 35, § 2°.

42. Art. 106 do TUIF “*Testo único in matéria di intermediazione finanziaria*”.

43. Art. 23 do Decreto 677/2001, conjugado com os arts. 5° e 9° da Resolución General n° 401, só sendo obrigatória a OPA após a aquisição de 30% das ações ordinárias.

44. Seção 35, § 2° da *German Securities Acquisition and Takeover Act (Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz)*, de 20 de dezembro de 2001.

45. N° 9.1 do “*Rule 9*” – Mandatory bid rule – do *City Code on Takeovers and Mergers*.

46. Art. 187 do Código de Valores Mobiliários – Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro.

47. Alínea a e caput do artigo 60 da Ley 24/1988 del Mercado de Valores, de 28 de Julio.

48. Lei n° 898.531, de 02.08.1989.

49. Art. 98 da Ley del Mercado de Valores, publicada en el Diario Oficial de La Federación del 30 de diciembre de 2005.

50. Alinha b do art. 199 conjugado com o art. 199 bis da Ley n° 18.045 – Ley de Mercado de Valores

51. Artigo 85 da Securities Law of the People’s Republic of China

52. Artigo 27-13, Parágrafo 4 da *Financial Instruments and Exchange Law*

53. [http://www.mm.uni-frankfurt.de/fileadmin/Publikationen/exitrights\\_jems\\_rev2\\_16\\_11\\_2009.pdf](http://www.mm.uni-frankfurt.de/fileadmin/Publikationen/exitrights_jems_rev2_16_11_2009.pdf).

32.2. Destaque-se que, na França, desde 1973, há normas legais e regulamentares que tornam a oferta pública obrigatória nos casos de alienação de controle de companhia aberta, havendo (a) a Association Française des Banques editado “normas determinando que quando houvesse transferência de controle acionário de uma instituição financeira com alienante identificado, os minoritários deveriam alienar suas ações, obrigatoriamente, junto com o bloco de controle, pelo mesmo preço e condições”<sup>54</sup>, (b) em 2 de agosto de 1989, a Lei 89-531 dado competência ao Conselho das Bolsas de Valores para regular as ofertas públicas e obrigado “aquele que adquirisse mais de 1/3 das ações votantes de uma empresa (...) a fazer oferta pública de compra dos 2/3 restantes pela chamada *garantie de cours*”<sup>55</sup>, e, por fim, (c) em maio de 1992, a oferta de compra foi estendida a todas as ações, votantes ou não<sup>56</sup>.

32.3. No Japão, o interessado na aquisição deverá formular a OPA somente após haver adquirido 2/3 das ações votantes<sup>57</sup>, sem, entretanto, ficar obrigado ao pagamento de prêmio a minoritários e preferencialistas<sup>58</sup>.

32.4. Na China, a OPA pode ser dispensada pelo Conselho de Estado<sup>59</sup>.

32.5. Segundo pesquisa da OCDE – Organização para Coordenação do Desenvolvimento Econômico na Ásia, lá não prevalece o princípio do tratamento igualitário devido à sua difícil execução prática e à possibilidade de “travar” a bolsa de valores e de prejudicar a economia.<sup>60</sup>

### (c) Legislação norte-americana

33. Não há norma legal no direito norte-americano que torne obrigatória a oferta pública na alienação de controle de uma companhia e garanta o *tag along*<sup>61</sup>, sendo a proteção aos acionistas minoritários expressa apenas nas

54. Roberta Nioac Prado, art. cit., p.102.

55. *Idem*, p. 103.

56. *Loc. cit.*

57. Artigo: Anderson Mori & Tomotsune, “Pitfalls in Japan’s New Tender Offer Regime”, pág. 2, website: [http://www.amt-law.com/pdf/bulletins2\\_pdf/070427\\_1.pdf](http://www.amt-law.com/pdf/bulletins2_pdf/070427_1.pdf).

58. Artigo: Yoshinori Ono, Kazuyoshi Furusumi, Hiroki Yamada, “Tender Offer Regulations in Japan”, pág 2, website: [http://www.jurists.co.jp/ja/topics/docs/newsletter\\_200911\\_cbt\\_en.pdf](http://www.jurists.co.jp/ja/topics/docs/newsletter_200911_cbt_en.pdf).

59. Art. 81 da Securities Law of the People’s Republic of China, que pode ser visualizado no seguinte website: [http://www.csrc.gov.cn/pub/csrc\\_en/laws/rfdm/statelaws/200904/t20090429\\_102757.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/csrc_en/laws/rfdm/statelaws/200904/t20090429_102757.htm)

60. *Idem*, p. 27.

61. “O *tag-along rights* é um dos meios — contratuais e não legais - de que dispõem os investidores para obter certas garantias para a venda de suas ações em uma venda privada, ao lado do *put rights* e do *drag-along rights*”, conforme deixou evidenciado Kenneth J. Lebrun, fonte cit., p. 236. Sobre a matéria, leia-se a dissertação de Gabrille Santos Cordeiro, sob a orientação do Prof. Julian Fonseca Peña Chediak, “Aplicação do art. 254-A da LSA”, no site da PUC-RJ- Departamento de Direito, e, também, Roberta Nioac Prado, art. cit. p. 97/101.

regras de *disclosure* e de *insider trading*, nos princípios da lealdade e da boa-fé e nas sanções aos atos fraudulentos.

33.1. A propósito, Simone Azevedo destaca: "... o mercado americano, considerado o mais desenvolvido do mundo, não prevê o direito ao *tag along* a partir das negociações privadas de controle, mas, apenas, que, quando a proposta de aquisição se dá através de uma oferta pública, esta seja uma operação aberta a todos os acionistas e promovida em igualdade de condições de preço."<sup>62</sup>

33.2. Simone Azevedo esclarece ainda que, "no trabalho intitulado "Vendas Eficientes e Ineficientes de Controle Corporativo", o professor Lucian Arye Bebchuk, da Harvard Law School, avalia que as ofertas mandatórias de ações podem impedir aquisições com elevado potencial de agregar valor às companhias na medida em que tornam as transferências de controle extremamente caras para o comprador."<sup>63</sup>

## V- Síntese da controvérsia

34. Portanto, a propósito do direito ao prêmio e da disciplina do *tag along*, há:

(a) os que sustentam que não cabe falar em ágio ou sobrepreço, porém em prêmio de controle, que deve pertencer, única e exclusivamente, aos controladores, eis que o preço das ações integrantes do bloco de controle corresponde à soma do valor econômico das ações cedidas e transferidas aos adquirentes e do prêmio atribuído ao poder de comandar os destinos da companhia aberta;

(b) os que asseveram que o controle é um bem intangível, um ativo social da companhia, os quais, a sua vez, se dividem em duas correntes: uma, defende a tese de que o ágio, que os adquirentes estão dispostos a pagar para deter o controle da companhia aberta, deve ser rateado entre controladores e minoritários; outra, argumenta que, se o controle é um bem social, todos os acionistas, independentemente da espécie de ações que possuam, devem beneficiar-se com a venda do controle e participar do rateio do ágio;

(c) legislações que asseguram o *tag along* somente aos minoritários; outras, aos minoritários e preferencialistas; outras, que o admitem exclusivamente através de cláusula contratual; outras, que o ignoram, como vimos no item IV *supra*.

---

62. Simone Azevedo, "Tag along emplaca em outros países da América Latina", Revista Capital Aberto, edição: ano 1, Abril/2004, pág. 27. No mesmo sentido, Kenneth J. Lebrun, fonte cit., p. 235. Também Kenneth J. Lebrun, deixa claro que, no Japão, o *tag along* é um direito exclusivamente contratual (idem, p. 236).

63. Art. cit., p. 27.

## VI – A filosofia de René Descartes

35. Essa controvérsia, aqui e alhures, hoje como ontem, fez-me lembrar a advertência do fundador do movimento cartesiano, ao destacar: “... é raro que, nas ciências, se encontre alguma questão sobre a qual as pessoas hábeis não tenham ficado amiúde em desacordo. Mas, toda vez que dois homens formulam sobre a mesma coisa juízos contrários, é certo que um ou outro, pelo menos, esteja enganado”.<sup>64</sup>

36. Como não me convenci dos argumentos das três correntes, escrevi o artigo “Interpretação realista da alienação de controle da companhia aberta”<sup>65</sup>, inspirado na Escola do Realismo Científico, que transcrevo a seguir, com a devida vênia, para conhecimento de eventuais interessados.

## VII - Interpretação realista<sup>66</sup> da alienação de controle de companhia aberta

37. O controle é um bem intangível da companhia, cujo valor, a título de ágio, sobrevalor, sobrepreço ou prêmio, deve ser partilhado entre controladores e minoritários e, até mesmo, preferencialistas, ou o controle é um valor econômico inerente exclusivamente às ações ordinárias com direito de voto que compõem o bloco de comando, fazendo jus ao ágio ou prêmio apenas os controladores?

38. Se pregarmos que o ágio ou prêmio, correspondente ao poder de controle, integra o preço do bloco de comando e, portanto, deve pertencer tão somente aos controladores, ou se advogarmos que o controle é um sucedâneo da valorização patrimonial da companhia e, por conseguinte, o ágio deve ser partilhado entre controladores e minoritários, ou se sustentarmos que a lei deve assegurar a controladores, minoritários e preferencialistas, indistintamente, o direito à percepção do ágio, pois o controle é um bem social,

---

64. René Descartes, “Regras para orientação do espírito”, trad. Bras., Martins Fontes, 1999, pags. 6 e 7.

65. Publicado in “Reforma da Lei das Sociedades Anônimas”, Forense, 2002, págs. 505 a 524, por mim coordenado.

66. No final do século XIX, Oliver Holmes, juiz da Suprema Corte dos Estados Unidos da América, lançou os fundamentos da Escola de Jurisprudência Sociológica Americana, depois desenvolvidos por Benjamin Cardozo e Roscoe Pound, havendo Pound, de forma lapidar e inovadora, defendido que (a) o Direito “é uma ciência de engenharia social”; (b) “o Direito deve ser estável e, sem dúvida, não pode permanecer inalterável”; (c) “a tarefa do Direito na resolução dos conflitos de interesses é eminentemente prática, eficaz, executiva”; (d) “a tarefa de engenharia social do Direito é ajustar os interesses em conflito, detectando os de maior prioridade sobre os demais”; (e) para valorar um problema jurídico ou conflito litigioso é necessário captar o sentido e o alcance de fatos abrangidos pelo problema” (apud Maria da Conceição Ferreira Magalhães, A Hermenêutica Jurídica, Forense, 1989, p. 80/84).

estaremos enunciando uma proposição apriorística<sup>67</sup>, porque formulada sem conhecermos mais e melhor as circunstâncias do caso e independentemente das forças que, de fato, devem motivar a aplicação do Direito, e emitindo um juízo de valor<sup>68</sup>, sempre ditado “por predileções de ordem pessoal”<sup>69</sup> e baseado na razão prática, que, como diz Kant, por ser prática, deixa de ser razão e passa a ser vontade, e, exatamente por ser vontade e não verdade, a questão do ágio, no II PND e na CDE-14/74, mereceu um tratamento; no Anteprojeto e no Projeto de Lei das S.A., outro; sob o império do art. 254 original, com a redação da Emenda Lehmann, outro; após a Lei nº 9.457/97, outro; com o Projeto Kapaz-Kandir, outro, e, por fim, na sua definitiva redação, outro, quase se podendo dizer que, no caso do indigitado art. 254 revogado ou o atual 254-A, a vontade e a razão (teórica ou pura) estão dissociadas, o que inevitavelmente acarretou, na vigência do revogado art. 254, e está acarretando, na do art. 254-A, flagrantes injustiças.

---

Inspirando-se em Holmes, Cardoso e Pound, eminentes juristas americanos criaram a Escola do Realismo Jurídico, que, ultrapassando a Escola Sociológica, sustenta ser o direito real, efetivo, concreto o declarado pelos tribunais ao julgarem casos concretos e não produto de um método silogístico-dedutivo, frio e mecânico, puramente lógico-racional.

Enquanto nos Estados Unidos da América as Escolas Sociológica e Realista granjeavam adeptos, na Europa se fortalecia e expandia, por inspiração das idéias do Círculo de Viena, da escola de Upsala e de Cambridge, a Escola do Realismo Empírico, à frente Alf Ross, Lundstedt e o sueco Olivecrona, segundo a qual os juristas não devem pautar-se pelo idealismo metafísico, que sustenta poder chegar-se ao conhecimento imediatamente através da razão e independente dos sentidos e da experiência (o denominado conhecimento *a priori*), mas pelo Realismo Científico, que nega ser possível atingir-se o conhecimento apenas exercitando a faculdade da razão, em especial no campo do Direito, em que deve prevalecer o estudo, a observação e a verificação dos fatos e fenômenos sociais, aos quais se aplicará o Direito positivo pelos tribunais e se tornará eficaz a norma por sua aceitação por parte da consciência jurídica popular.

Ao referir-me a “interpretação realista” da questão do prêmio na alienação de controle de companhia aberta, pretendo, inspirado nos cânones das Escolas de Jurisprudência Sociológica Americana, do Realismo Jurídico, do Realismo Empírico, enfim do Realismo Científico, abordar o tema de forma “ eminentemente prática, eficaz, executiva”, tendo em conta “o sentido e o alcance dos fatos abrangidos pelo problema” (cfr. Roscoe Pound), “o Direito real, efetivo, concreto” e não o elaborado de forma apriorística, pois, a meu ver, no campo do Direito, o que deve prevalecer é o estudo, a observação e verificação dos fatos e fenômenos sociais e se a sua aplicação pelos tribunais fará Justiça às partes.

---

67. Para Alf Ross, as proposições distinguem-se em apriorísticas e empíricas. “As proposições apriorísticas são verdadeiras tão só em virtude de sua forma e, por isso, são tautológicas ou analíticas, pois nada dizem a respeito do mundo... As proposições empíricas só possuem valor enquanto possam refletir a realidade dos fatos, devendo, portanto, ser verificadas por meio da experiência” (Alaôr Caffé Alves, apresentação à edição brasileira da obra “Direito e Justiça”, de Alf Ross, Ed. Edipro, 1ª ed., p. 10).

68. Segundo Alaôr Caffé Alves, para Ross, os juízos de valor “são subjetivos, expressões de sentimentos e desejos e não vinculados a propriedades reais do objeto”, ob. cit., p. 9.

69. Karl Popper, “A Lógica da Pesquisa Científica”, Ed. Cultrix, 2ª. ed., pág. 39.

39. Por isso, penso que:

1º) se, de forma apriorística, estabelecer-se que:

(a) o ágio pertence exclusivamente aos ordinaristas que detêm o comando da companhia, eis que o poder de controle tem valor econômico e integra o preço final das ações dos controladores, ou,

(b) na alienação de controle de companhia aberta, deve-se garantir aos titulares de classes idênticas as mesmas condições de preço, forma e prazo de pagamento, ou, ainda,

(c) o ágio deve ser partilhado entre controladores, minoritários e preferencialistas, eis que, além de o controle ser um ativo social, todos os acionistas, independente da classe de ações, contribuíram para o desenvolvimento da empresa,

com certeza absoluta estar-se-á criando a possibilidade de o juiz compelido a ignorar as condições peculiares e as circunstâncias especiais do caso concreto submetido a seu julgamento e a aplicar uma norma que não fará Justiça a controladores, minoritários e preferencialistas;

2º) a questão do ágio na alienação de controle de companhia aberta deve ser resolvida não pelo Direito *in abstracto*, mas pelo Direito concreto em ação, não por juízos de valor, mas por juízos de realidade, não por proposições apriorísticas, mas por proposições empíricas, com base nos cânones do neoempirismo lógico e, em especial, nos da Escola do Realismo Científico, que é uma tentativa de superar a alternativa entre o realismo psicológico da Escola de Uppsala e o realismo comportamentista ou sociológico americano, para o qual "*constitui princípio elementar da ciência a necessária definição de um objeto de acordo com qualidades objetivas e não de acordo com quaisquer avaliações apriorísticas baseadas em juízos de valor*".<sup>70</sup>

40. Destarte, com fundamento nos ensinamentos da Escola do Realismo Científico, em especial quando enfatiza que, "*na ciência jurídica, se deve sustentar que o direito é um fato social, cuja existência e descrição somente podem ser equacionadas em termos puramente fáticos, sensíveis e empíricos, sem necessidade de se recorrer a princípios morais, racionais ou ideológicos*"<sup>71</sup>, e partindo da premissa de que não se deve, aprioristicamente, formular uma norma legal definindo se

---

70. Alf Ross, ob. cit., p. 96. Recorde-se, ademais, por oportuno, que, na multiplicidade das filosofias, o ceticismo provocou uma separação metodológica entre os juízos de realidade e os juízos de valor, sendo que os juízos de realidade seriam a expressão de um conhecimento objetivo, empírico e racionalmente fundado, enquanto os juízos de valor, conforme, por todos, repita-se, ensinou PERELMAN, por definição são irracionais, não obstante, acentue-se, por indiscutível, que uma análise mais profunda e isenta de paixões concluirá que os juízos de realidade não são inteiramente independentes dos juízos de valor, daí não poder haver um fosso entre os juízos de realidade e os juízos de valor, mas, por igual, não se poder preferir estes em prejuízo daqueles.

71. Alf Ross, ob. cit., p.11.

o ágio, pago pelo poder de controle, cabe (a) só ao controlador, (b) ao controlador e aos minoritários ou, então, (c) ao controlador, minoritários e preferencialistas, penso que o art. 254-A deveria ter instituído um princípio geral sobre a matéria, cometendo, primeiro, à CVM<sup>72</sup> e à jurisprudência, em segunda e definitiva instância, o exame e a solução de eventuais conflitos de interesses surgidos entre os acionistas de companhia aberta quanto o direito ao rateio do ágio, com apoio em juízos de realidade, não podendo pairar dúvida de que o próprio mercado encontrará meios de se proteger e de evitar litígios.<sup>73</sup>

## VIII – O mito e a realidade

### A - O mito

41. O mito - repitamo-lo – é: o *tag along* tem por finalidade proteger os acionistas minoritários na alienação de controle de companhia aberta.<sup>74</sup>

---

72. Para que não se diga, sem conhecer dados concretos, que é inviável o exame pela CVM de TODOS os casos de alienação de controle da companhia aberta, por ela supostamente não possuir adequada infra-estrutura e corpo técnico em número suficiente para desincumbir-se bem dessa atribuição, cumpre esclarecer que estão registradas na CVM como companhias abertas apenas 998 sociedades (novembro de 2000), sendo que somente 465 companhias (novembro de 2000) têm ações negociadas em bolsa e, ademais, como ressaltado por Modesto Carvalhosa, a CVM sempre lutou para “dar consistência ao preceito (do art. 254) notadamente quando tratou da matéria da transferência indireta de controle” (Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, cit., vol. cit., p. 145), o que é explicitado no Parecer n° 86/82, objeto do estudo de Luiz Leonardo Cantidiano, publicado na RDM, ano XXXIV, 1985, vol. 56, pág. 59. A CVM, por fim, firmou ainda orientação no sentido de: (a) o art. 254 só se aplicar na venda ou permuta de ações cujos titulares estejam no efetivo exercício do controle (Parecer CVM-SJU n° 58/78); (b) para garantir o pagamento de igual preço aos minoritários, ter competência de verificar o cálculo do preço pago às ações dos controladores (Parecer CVM-SJU n° 09/83); (c) mesmo não tendo havido pagamento de ágio na alienação de controle, ser obrigatória a oferta pública aos minoritários, para que exerçam, querendo, o direito de alienação de suas ações pelo preço pago aos controladores (Parecer CVM-SJU n° 79/83).

73. Por fim, como, de novo, ressaltado por Roberta Nioac Prado (ob. cit., p. 101), a solução adotada no Direito americano foi a de deixar o legislador fundar-se em princípios gerais e, para a doutrina e jurisprudência, a análise e decisão casuística, já que o próprio mercado é capaz de regular-se.

74. Conheço a pesquisa da APIMEC-SP – Associação dos Analistas Profissionais de Investimento e Mercado de Capitais de São Paulo que concluiu ser o *tag along* o item mais importante na avaliação dos analistas de mercado sobre governança corporativa.

Mas conheço, e respeito, também as observações da BM&FBOVESPA do teor seguinte: “*Tag along* – Qual o lado ruim da história? Embora o *tag along* seja uma maneira de proteger os direitos dos acionistas minoritários e de melhorar a liquidez das ações ordinárias, ele também trás alguns pontos desfavoráveis.

O custo de aquisição de companhias fica bem mais elevado pois além de adquirir as ações do bloco controlador, o comprador terá que oferecer também, no mínimo, 80% desse valor aos outros acionistas detentores de ações ordinárias.

Outro ponto importante é a respeito do alto grau de especulação que passa a envolver supostos anúncios de aquisições e trocas de controle entre companhias. Como sempre existe a expectativa de que uma companhia será vendida por valores acima do que o mercado está praticando, principalmente em tempos de crise, os investidores correm para comprar essas ações, na esperança



## B - O *tag along* nos EUA<sup>75</sup>

42. O *tag along*, literalmente, “seguir de perto”, expandiu-se no mercado de capitais norte-americano em decorrência do crescimento dos fundos de *private equity* e do aumento da participação de investidores institucionais no capital social das *corporations* com a finalidade de, através de cláusula contratual, alinhar os interesses de controladores e minoritários e garantir o direito potestativo de os minoritários retirarem-se da companhia em idênticas condições de preço, forma e prazo de pagamento quando os controladores decidissem transferir o controle societário.<sup>76</sup>

43. O *tag along* é, outrossim, nos EUA, um eficiente mecanismo de governança corporativa, razão pela qual, quando os controladores resolvem vender o controle acionário para terceiro de igual idoneidade moral, poder econômico e competência técnica, os minoritários, ao invés de exercerem o *tag along*, renovam o acordo de acionistas e permanecem na empresa<sup>77</sup>, por entenderem que o comprador agregará valor à companhia, conforme ocorreu, recentemente, com as ações da Martha Stewart Living Omimedia, que subiram 24% em um só dia, logo após a empresa de mídia e merchandising anunciar que seus acionistas desejavam vendê-la ou formar nova sociedade<sup>78</sup>.

44. Nos EUA, portanto, o *tag along* funda-se nos princípios da autonomia da vontade, do consensualismo, da lealdade, da boa-fé e da força obrigatória dos contratos e põe controladores e minoritários em nível de absoluta

---

de embolsar os lucros gerados pela diferença entre o preço da oferta e o valor atual das cotações. Isso gera uma alta absurda dos preços no curto prazo, mas caso a negociação entre as partes não se concretize, todo esse movimento especulativo vai por água abaixo e pode trazer enormes prejuízos.” (BM&FBOVESPA – <http://www.investpedia.com.br/artigo/O+que+e+Tag+Along.aspx>).

---

75. De acordo com o site <http://www.meionorte.com/mercadofinanceiro/analise-tag-along-o-que-isto-103081.html>, o *tag along* é um “mecanismo que teve origem provável nos Estados Unidos, por volta das primeiras décadas do século XX. Naquela época, em diversos casos de fraudes nas aquisições de empresas negociadas em bolsa de valores, os tribunais norte americanos concederam o direito de pequenos acionistas reaverem as diferenças de valores entre os preços pagos por suas ações e os preços pagos aos controladores (sócios majoritários) das empresas. Em 1948, o *tag along* surge também no Direito Britânico com a regulamentação da aquisição entre das ou mais empresas, ficando prevista a aquisição compulsória também das ações dos minoritários pelo comprador das ações dos controladores.”

76. *Tag-along rights is a mandatory bid rule providing minority shareholders the right to sell their shares in the same conditions of controlling shareholders in case of control transfers*, conforme Alexandre Di Miceli da Silveira, School of Economics, Management and Accounting, University of São Paulo, Corporate Governance Myths in Brazil: An Analysis of Common Statements Made by Market Practitioners.

77. Cfr. Carta Dynamo 36, do 4º trimestre de 2002, publicação da DYNAMO Administração de Recursos Ltda., e, ainda, Alexandre Di Miceli da Silveira, estudo cit., p. 7

78. O Globo, de 27/05/2011, pag. 30.

igualdade, pois equaliza seus direitos políticos e patrimoniais, e garante o direito de saída simultânea àqueles que decidirem não se “associar” aos novos controladores.

### C - O *tag along* no Brasil

45. No Brasil, o *tag along* está, essencial e visceralmente, ligado ao prêmio de controle ou ágio, que o terceiro se dispõe a pagar para adquirir o poder de comando da companhia, não se atentando para sua importância estratégica<sup>79</sup>, nem, tampouco, valorizando o fato incontestado de ele ser um importante instrumento de governança corporativa.

46. Mas, indaga-se: o que levou o país a afastar-se da autêntica vocação do *tag along* e a transformá-lo em mera compensação financeira para os minoritários, quando os controladores alienam o poder de mando de companhia aberta?

47. Em última e derradeira instância foi o meio simples, fácil, objetivo e rápido, imaginado pelos legisladores com o aval do Poder Executivo, de prevenir e/ou punir práticas ilícitas de caráter financeiro, administrativo e contábil dos controladores, as quais elevam, por vezes, o prêmio de controle a inimagináveis três dígitos, quando, na prática internacional, ele é, em média, de 20%.<sup>80</sup>

48. Com efeito, os especialistas em mercado de capitais enunciam uma série de expedientes fraudulentos utilizados pelos controladores que os beneficiam particularmente e, por conseguinte, prejudicam a companhia, os demais acionistas e os credores sociais, tais como<sup>81</sup>: (a) o caixa da companhia, que pertence a todos os acionistas, destinar-se à construção de uma nova unidade, e, quando da venda dessa unidade dentro de uma alienação de controle, os controladores receberem um prêmio proporcional ao valor da unidade já então integrada ao ativo da companhia; (b) na hora de pagar o prêmio de controle em uma aquisição, a companhia usar recursos próprios que pertencem a todos os acionistas, e se, na venda do controle, o prêmio for muito elevado, significa que, na parcela referente àquele ativo, o custo foi socializado, mas os lucros privatizados, isto é, repartidos desigualmente; (c) quanto mais baixo estiver o preço das ações no mercado, melhor a perspectiva para o prêmio de controle, pois há um forte estímulo ao artesanato das falsas más notícias e às manipulações contábeis; (d) negócios com partes relacionadas aos controladores; (e) retenção de recursos em caixa; (f) diluição injustificada da participação dos minoritários; (g) distribuição de dividendos seguida de

---

79. Cfr. sustenta a Carta DYNANO n° 36, p. 2.

80. Cfr. Carta DYNAMO n° 26, do 1° trimestre de 2000, p. 3.

81. Exemplos extraídos das Cartas DYNAMO n°s 26 e 36.

chamada de capital; (h) concessão de mútuos para os controladores; (i) pagamento desses mútuos com ativos super-valorizados; (j) cobrança de taxa de administração pelos controladores; (k) custeio de gastos pessoais; (l) benefícios que são apropriados privadamente pelos controladores embora sejam gerados pela empresa como, por exemplo, infra-estrutura operacional para negócios particulares e representação junto à mídia, políticos e autoridades.

49. Seria o *tag along* a melhor — não a mais fácil ou a mais simples ou a mais rápida — solução para evitar ou punir o uso abusivo desses artifícios fraudulentos, os quais, nos EUA, são chamados de *tunneling*, isto é, “caminho por onde escoar valor da empresa para o controlador”?<sup>82</sup>

50. Não. A solução correta, juridicamente perfeita, é munir o Estado de mecanismos legais e regulamentares eficientes para combater o *insider trading* e fiscalizar e lutar contra o abuso, o desvio e o excesso de poder de comando dos controladores e, após o devido processo legal, punir, exemplarmente, administrativa, civil e penalmente<sup>83</sup> os controladores que hajam expropriado bens e direitos da sociedade, que pertencem, igualmente, a controladores, minoritários e preferencialistas<sup>84</sup>, ou obtido, para si ou para outrem, ou hajam propiciado a terceiros, indevidas vantagens financeiras.

51. Os gráficos das movimentações de ações imediatamente após o rumor de uma OPA, divulgados pela BMF@BOVESPA, demonstram que, com a OPA, os preços das ações ON e PN se “descolam”, se afastam, distanciam-se em um “jogo de soma zero”, deixando claro que: (1) os minoritários perdem; os *insiders* enriquecem; (2) os minoritários perdem; os preferencialistas especuladores enriquecem; (3) se acentua a volatilidade das ações, afetando a credibilidade do mercado; (4) o preço das ações ON e PN deixam de ter como parâmetro os fundamentos da companhia; (5) a bolsa se assemelha a um cassino, pois os preços não são estabelecidos em função da performance da empresa.

## D - A realidade

52. Por tudo isso, concluo que, na realidade, o *tag along* é, no país:

---

82. Cfr. citada Carta DYNAMO n° 26.

83. Exemplo do funcionamento das normas dessa natureza temô-lo na condenação, em primeiro grau de jurisdição, do empresário Ricardo Mansur, controlador do Mapin e do banco Crefisul, pela prática, segundo o jornal Valor Econômico de 31.10.2011, página 34, de gestão fraudulenta e desvio de bens.

84. No Anexo III, relaciono as cominações de ordem pecuniária, impostas pela CVM e BOVESPA, administrativa, civil e penal a que estão sujeitos os controladores com base em pesquisa realizada pelo bacharel em direito Antonio de Faria Guimarães, formado pela Universidade Candido Mendes.

(1º) uma intervenção indevida do Estado no domínio econômico e nas relações privadas de companhias abertas e investidores que atuam no mercado de ações, numa atuação típica do “Estado-babá”, deturpação do “Estado social”, do Estado providência, que deveria estar se ocupando, com afinco, baseado em planejamento estratégico plurianual, com as gigantescas questões de ordem macro econômica nacionais (saúde, saneamento básico, educação, segurança pública, meio ambiente, etc.) e não as questões de microeconomia (proibição da venda de remédios para emagrecer, elaboração da Lei da Palmada, limitação do direito de propriedade, sob o pretexto de sua função social, e da liberdade de contratar, sob o argumento de proteger os mais fracos, proibição do bronzeamento artificial e do uso de cigarros eletrônicos, imposição às indústrias de alimentos para reduzirem os teores de açúcar, sal e gorduras em certos produtos, etc.);

(2º) uma odiosa restrição ao livre-arbítrio e à capacidade de escolha e decisão de pessoas dispostas a correr riscos em busca de maiores ganhos em operações mercantis de alienação de controle de companhia aberta;

(3º) uma violação do princípio constitucional da liberdade individual e dos princípios da autonomia da vontade e do consensualismo, esteios do Direito das Obrigações;

(4º) uma violação do direito de propriedade dos controladores de disporem de bens que possuem a seu livre alvedrio e do direito de contratar dos interessados na compra de controle de companhia aberta;

(5º) espoliador em relação aos controladores, perversos com os adquirentes de controle acionário e iníquo com os preferencialistas;

(6º) odioso privilégio para os minoritários se o fundamento econômico do *tag along* for — como dizem ser — a contribuição dos acionistas para o desenvolvimento e enriquecimento das companhias;

(7º) prejudicial aos minoritários rendeiros e ótima oportunidade de enriquecer para os acionistas minoritários e preferencialistas especuladores;

(8º) fomentador da cobiça e da ganância dos *insiders*, eis que estimula a especulação com ações ordinárias às vésperas do anúncio da OPA obrigatória;

(9º) nocivo à companhia aberta, pois provoca a falta de liquidez das ações ordinárias nos pregões das bolsas de valores após a OPA e, por isso, desestabiliza o mercado de capitais;

(10º) concentrador do controle em grupos oligárquicos, quando se o quer disperso, e eficaz mecanismo do fechamento do capital de companhias abertas;

(11º) óbice à reorganização de uma empresa em dificuldades econômico-financeiras, enfim,

(12º) um expediente para garantir aos detentores de ações ordinárias não integrantes de bloco de controle apenas um ganho financeiro, desprezando os atributos estratégicos e de governança corporativa do *tag along*, as suas verdadeiras virtudes.