

# Os fundamentos econômicos e jurídicos justificadores da existência do instituto do *tag along* no direito societário brasileiro

**Marcelo Augusto Mezacasa**

Advogado da CAIXA no Rio Grande do Sul  
Pós-graduado em Direito Empresarial pela UFRGS

## RESUMO

O presente artigo aborda a problemática do *tag along* no direito societário brasileiro a partir das principais teorias em torno do poder de controle na sociedade anônima. Busca-se identificar a razão de ser deste instituto e sua importância no âmbito do conflito de interesses entre controladores e acionistas minoritários, buscando demonstrar que somente é possível compreender e interpretar a oferta pública obrigatória na cessão de controle da companhia aberta enquanto instrumento econômico de incentivo ao desenvolvimento do mercado de capitais. Assim, procura-se desenvolver o debate em torno deste importante instituto, demonstrando as dificuldades de enquadrá-lo dentro das tradicionais categorias jurídicas e a necessidade de uma interpretação que leve em consideração seus efeitos econômicos.

Palavras-chave: Alienação de controle. *Tag along*.

## ABSTRACT

The present paper approaches the problem of the *tag along* in the Brazilian corporate law starting from the main theories about control in the corporate. It looks for the reason of this corporate institution and its role in the conflict between controlling shareholders and minority stockholders trying to show that the public *tender offers* can only be understood and considered as an economic tool to development financial markets. Thus, the paper tries to increase the discussion on the *tag along*, showing the hardness of dealing with it as an usual law device and the necessity of a reasoning that considers its economic results.

Keywords: Public tender offers. *Tag along*.

## Introdução

O desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro nos últimos anos trouxe consigo novos institutos que ainda carecem de maior atenção por parte da doutrina brasileira, entre os quais se destaca o *tag along*, objeto de estudo do presente trabalho.

A concepção institucionalista da sociedade anônima hoje predominante traz em seu entorno a necessidade de conjugação e harmonização dos interesses dos mais diversos grupos.<sup>1</sup> Nesse contexto, o interesse dos acionistas não pode mais ser confundido puramente com o interesse social, visto esta desenvolvida pelo contratualismo e que já se encontra hoje superada.<sup>2</sup>

Na sociedade anônima moderna, a problemática teórica que se impõe não é mais tão somente o velho debate que confronta as duas concepções acima referidas, mas sim a busca por uma visão mais abrangente, identificando quais os interesses passíveis de tutela interna, ou seja, os que possam vir a ser resguardados pela organização da própria sociedade e os que necessitam de regulamentação externa à mesma.<sup>3</sup>

O tema relativo à tutela dos interesses envolvidos em uma companhia ganha importante avanço e apoio na teoria de Coase, que via a empresa como um feixe de relações jurídicas, bem como na doutrina do contrato-organização, na qual o interesse social destaca-se da soma dos interesses individuais.

No âmbito da problemática exposta, o conflito entre os diversos grupos de acionistas no centro da organização social é tema dos mais relevantes para o direito societário moderno. Contudo, tal conflito somente pode ser compreendido à medida que se percebe a existência de núcleos de poder que comandam e determinam as sociedades anônimas (poder de controle), que podem, basicamente, ser classificados em quatro espécies, mas sem que um seja excluyente dos demais: controle majoritário, controle obtido mediante expedientes legais, controle minoritário e controle administrativo ou gerencial.<sup>4</sup>

No bojo do conflito de interesses entre grupos de acionistas e com a consolidação da doutrina em torno da existência de um poder de controle na sociedade anônima, surgem novos problemas relativos à cessão do referido controle, tema que, nos dizeres de

<sup>1</sup> COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO Filho, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 376.

<sup>2</sup> *Ibidem*, p. 374. Como bem ressalvam os autores em relação à teoria contratualista: “Essa posição de Tullio Ascarelli, bastante compreensível na época em que foi exarada, está hoje superada”.

<sup>3</sup> *Ibidem*, p. 376-379.

<sup>4</sup> BERLE JR., Adolf Augustus; MEANS, Gardiner. **The modern corporation and private property**. Nova Jersey: Transaction Publishers, 2006, p. 67 et seq.

Comparato, “se encontra em tal estado embrionário que a doutrina hesita em lançar os seus habituais ucasses, e a jurisprudência é quase que totalmente desprovida de precedentes”.<sup>5</sup>

É justamente em tal ponto que se posiciona o instituto do *tag along*: tutela dos interesses internos dos acionistas em face à alienação de controle da companhia. Apesar de extremamente atual, o tema ainda não foi objeto de estudos mais profundos na doutrina brasileira que pudessem vir a esclarecer os fundamentos econômicos e jurídicos que inspiram a sua existência (art. 254-A, da Lei das S/A). São esses fundamentos que se pretende desenvolver ao longo da presente pesquisa.

## 1 A titularidade do poder de controle na sociedade anônima

O desenvolvimento de estudos mais aprofundados sobre o poder de controle nas sociedades anônimas ganhou grande propulsão com a doutrina americana dos anos 60 que percebe a existência de um “mercado de controle societário”.<sup>6</sup> Os estudiosos do tema, à época, analisaram a questão sob o viés econômico da necessidade ou não de regulação das alienações de controle, evidenciando o caráter utilitarista das pesquisas, que relegaram a um segundo plano questionamentos jurídicos relativos à titularidade jurídica do poder de controle.

Contudo, frente às posições sustentadas por diversos autores no campo da necessidade ou não de regulação das alienações de controle, pode-se deduzir alguns conceitos por eles preestabelecidos no tocante à titularidade do referido poder.

Como exemplo, podem ser citados Manne<sup>7</sup>, Easterbrook e Fischel<sup>8</sup>, bem como Richard Posner<sup>9</sup>, autores que, entendendo a desnecessidade de regulação das alienações de controle em face da eficiência que o próprio mercado teria, acabam por incorporar como pressuposto de suas teses econômicas que a titularidade do poder de controle não pertence a ninguém mais que não o próprio controlador.

No mesmo sentido pode ser enquadrada a doutrina de Bayne<sup>10</sup>, a qual entende que a alienação de controle implica quebra do

<sup>5</sup> COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2005, p. 261.

<sup>6</sup> MANNE, Henry G. Mergers and the market for corporate control. **Journal of Politics and Economics**, Chicago, v. 73, abr. 1965, n. 2, p. 73-116.

<sup>7</sup> Ibidem.

<sup>8</sup> EASTERBROOK, Frank H.; FISCHEL, Daniel R. Corporate control transactions. **Yale Law Journal**, New Haven, n. 91, p. 698-737, 1982.

<sup>9</sup> POSNER, Richard. **Economic analysis of law**. 3. ed. Boston: Little Brown, 1986.

<sup>10</sup> BAYNE, David. Corporate control as a strict trustee. **The Georgetown Law Journal**. Washington, v. 53, n. 3, p. 543-584, 1965.

dever de fidúcia, contudo, ainda assim, não questiona a titularidade do poder de controle.

Entretanto, ainda que haja uma ausência de questionamento por parte dos doutrinadores referidos quanto à premissa de titularidade do poder de controle da qual partem, percebe-se que já em 1932, em seu célebre estudo (talvez um dos mais importantes sobre o tema “poder de controle” nas companhias), Berle Junior e Means passaram a sustentar que o poder de controle é um ativo que pertence à companhia e como tal deveria ser dividido igualmente por todos os acionistas.<sup>11</sup>

Tal definição relativa à titularidade do poder de controle resulta do conceito da nova sociedade anônima formulado por Berle Junior e Means, o qual, não se pode negar, inspira-se em Rathenau<sup>12</sup>, que afirmou que ninguém mais é permanentemente dono, ou seja, que a propriedade foi despersonalizada e está em constante movimento, de tal sorte que a companhia ganha vida independente. Propriedade e controle não mais se confundem, conforme já ressaltava Champaud.<sup>13</sup> Contudo, a dissociação entre propriedade e administração dos bens na pessoa jurídica não acarreta necessariamente o aparecimento do poder de controle, mas facilita o seu desenvolvimento.<sup>14</sup>

## 1.1 A classificação do poder de controle de Berle Junior e Means

No contexto exposto, mostra-se de grande relevância a classificação das espécies de poder de controle no âmbito da sociedade anônima desenvolvida por Berle Junior e Means, que o dividiram basicamente em quatro espécies: controle majoritário (aqui incluído o denominado controle com a quase completa titularidade acionária, mas que para os fins do presente trabalho não será diferenciado), controle obtido mediante expedientes legais, controle minoritário e controle administrativo ou gerencial.<sup>15</sup>

### 1.1.1 O controle majoritário

O poder de controle majoritário inspira-se no princípio social da maioria, no sentido de que o ordenamento das atividades sociais da companhia deve estar de acordo com a vontade daqueles que possuem a maior parte das ações com direito a voto. Ademais, a gê-

<sup>11</sup> BERLE JR; Means, 2006, p. 67 et seq.

<sup>12</sup> RATHENAU, Walter. **Von Kommenden Dingen**. Berlim: S. Fischer, 1924.

<sup>13</sup> CHAMPAUD, Claude. **Le pouvoir de concentration de la société par actions**. Paris: Sirey, 1962.

<sup>14</sup> COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2005, p. 121.

<sup>15</sup> *Ibidem*, p. 52.

nese histórica da sociedade anônima, utilizada como instrumento de captação de recursos para o desenvolvimento da atividade econômica, fez surgir companhias com milhares de acionistas, sendo inimaginável cogitar-se uma regra contratual que exigiria consentimento unânime dos sócios na condução da atividade social.

Apesar do desenvolvimento da teoria institucionalista, que reconhece os interesses diversos afetados pela sociedade anônima (trabalhadores, comunidade em que atua, entre outros), ainda se pode dizer, em regra, que a sociedade existe no interesse dos sócios. Assim, a eles cabe decidir pelos interesses da companhia, prevalecendo a vontade do maior número.<sup>16</sup>

A despeito de existir distinções quanto às espécies de poder de controle majoritário, como a de Comparato e Salomão Filho<sup>17</sup>, que o dividem em controle majoritário simples e absoluto, dependendo ou não da existência de uma minoria qualificada, tal aspecto não será aqui abordado, uma vez que foge do tema central do trabalho, que é analisar o *tag along* tal qual o encontramos na legislação societária brasileira.

### 1.1.2 O controle mediante artifícios legais

O controle mediante artifício legais, de acordo com Berle Junior e Means, seria aquele exercido por meio de expedientes como *pyramiding* (controle piramidal), emissão de ações com direito de voto restrito ou até mesmo sem esse direito, bem como o *voting trust*.<sup>18</sup> Contudo, como bem observam Comparato e Salomão Filho<sup>19</sup>, somente a última espécie, o *voting trust*, pode ser considerada um controle diferente dos demais, visto que o trustee não pode ser qualificado ou equiparado a um proprietário, exercendo, portanto, o controle sem a propriedade das ações.

O *voting trust* pode ser observado nos EUA e, como bem ressaltam Berle Junior e Means, a despeito de já haver sido considerado ilegal por separar o poder de controle dos proprietários das ações de uma companhia, passou a ser permitido na maioria dos estados, desde que houvesse previsão estatutária para sua instituição.<sup>20</sup>

<sup>16</sup> COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2005, p. 60.

<sup>17</sup> *Ibidem*, p. 63.

<sup>18</sup> BERLE JR; MEANS, 2006, p. 69-75.

<sup>19</sup> COMPARATO; SALOMÃO FILHO, *op. cit.*, p. 64.

<sup>20</sup> BERLE JR; MEANS, 2006, p. 73. Nos dizeres dos autores: “The voting trust, more completely than any device we have hitherto considered, separates control from all ownership interest. Originally bitterly opposed by the law and held illegal by the courts in the ground that the vote could not be separated from the stock, it came to be permitted by statutory provision in most states”.

### 1.1.3 O controle minoritário

O controle minoritário, baseado em número de ações inferior à metade do capital votante, reforça a ideia já presente na estrutura da comandita da existência de dois tipos de acionistas na grande sociedade por ações. De um lado, uma pequena minoria de empresários (empresário na acepção de homem de negócios, que conduz as atividades de uma companhia), e do outro, uma maioria de investidores, sejam de longo ou curto prazo, que buscam na sociedade anônima um retorno para o seu capital empregado. Nesse sentido se dá a distinção feita pela doutrina francesa, que divide os dois tipos de acionistas entre *participation* e *placement*.<sup>21</sup>

A existência de um controle minoritário pode ser comprovada em várias legislações ao fixarem, por exemplo, as regras de *quorum* do funcionamento de uma assembleia da companhia. Com efeito, ao permitir que em segunda convocação a assembleia funcione com qualquer número (artigo 125 da Lei das S/A no Brasil), tem-se o reconhecimento da possibilidade de uma tomada de decisão por uma minoria de acionistas.<sup>22</sup>

O mesmo ocorre nos Estados Unidos, onde o *Investment Company Act* de 1940 reconheceu que poderia haver controle da sociedade por parte daquele que detinha mais de 25% do capital votante de determinada sociedade. Também na Itália, em 1991, com a alteração da redação do artigo 2.359, inciso I, do Código Civil italiano, houve uma ampliação do conceito de controlador, já que assim considerou as sociedades que exerçam influência dominante sobre outra por dispor de votos suficientes, não exigindo mais a rigidez da maioria de votos nas deliberações da assembleia ordinária.<sup>23</sup>

No Brasil, contudo, em face da peculiaridade da nossa legislação societária, que atualmente admite que até metade do capital social da companhia seja formado por ações preferenciais sem direito a voto, o fenômeno do controle minoritário deve ser analisado com maior cuidado, o que se fará no tópico seguinte.

### 1.1.4 O controle administrativo ou gerencial

O controle administrativo ou gerencial (*management control*), na classificação de Berle Junior e Means<sup>24</sup>, seria aquele baseado nas prerrogativas dos administradores da companhia. Necessário se

<sup>21</sup> CHAMPAUD, 1962, p. 239 et seq.

<sup>22</sup> COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2005, p. 67.

<sup>23</sup> COMPARATO; SALOMÃO FILHO, loc. cit.

<sup>24</sup> BERLE JR; MEANS, 2006, p. 78.

mostra, para tal espécie de controle se fazer presente, que as ações em que se divide o capital social da sociedade estejam de tal forma pulverizadas entre todos os acionistas que ninguém individualmente, ou mesmo uma minoria, tenha poder suficiente para determinar os rumos da empresa.

Este tipo de controle, ainda afastado da realidade brasileira, na qual o poder de controle das grandes companhias encontra-se concentrado em grandes blocos acionários, é amplamente percebido no direito norte-americano. Não por outro motivo, Berle Junior e Means afirmam a existência do controle administrativo quando as maiores participações acionárias individualmente consideradas não chegam sequer a 1% do capital votante da companhia, caso de grande parte das companhias de capital aberto nos Estados Unidos.<sup>25</sup>

Em tais casos, o controle administrativo baseia-se no desinteresse do acionista em exercer diretamente na assembleia da sociedade o seu direito de voto, principalmente na eleição dos administradores. Assim, esse absenteísmo é utilizado pelos administradores por meio de mecanismos que permitam a eles captar votos, tais como a *proxy machinery*.<sup>26</sup> A *proxy machinery* consiste na representação dos acionistas que se abstêm, mediante procuração, por parte de um comitê, denominado *proxy committee*. Assim, podendo os administradores da companhia escolher os membros do comitê, que por consequência irão deliberar de acordo com a vontade dos gestores, cria-se um mecanismo que permite a perpetuação do management na direção da companhia, passando a exercer o controle de fato da companhia.<sup>27</sup> Contudo, tal espécie de controle encontra-se ainda distante da realidade societária brasileira, de ampla concentração acionária.

## 1.2 A titularidade do poder de controle na legislação societária brasileira

O conceito de acionista controlador, no direito societário brasileiro, encontra-se disposto no artigo 116 da Lei nº 6.404/76 (Lei das Sociedades Anônimas). O diploma societário define como controlador a pessoa natural ou jurídica, bem como o grupo de pessoas vinculadas por acordo que assegure, em face dos direitos

<sup>25</sup> BERLE JR; MEANS, 2006, p. 78.. Os autores citam como exemplo a Pennsylvania Railroad, na qual o maior acionista detinha apenas 0,34% do capital da companhia: "We have already seen that the largest stockholder of the Pennsylvania Railroad held but 34 hundredths of one per cento of the total stock outstandig".

<sup>26</sup> Ibidem, p. 80-81.

<sup>27</sup> Ibidem, p. 83-84.

de sócio de que são titulares, a maioria de votos, de modo permanente, na assembleia geral da companhia e a possibilidade de eleger seus administradores. Ademais, a alínea “b”, do referido dispositivo, exige ainda que aqueles que se enquadrem na definição de controlador usem efetivamente seu poder para dirigir as atividades e na orientação dos órgãos da sociedade.<sup>28</sup>

Não obstante, como bem observam Comparato e Salomão Filho<sup>29</sup>, o segundo requisito acima mencionado mostra-se pertinente tão somente quando se tratar de hipótese de controle minoritário, uma vez que, em se tratando de controle majoritário, conforme salienta o autor, é irrelevante o uso efetivo do poder, visto que, por expressa disposição legal, o acionista já ocupará a posição de controlador com toda a responsabilidade daí resultante.

Todavia, em face da peculiaridade da legislação societária brasileira, é necessário diferenciar o controle minoritário em relação ao capital total da companhia daquele controle minoritário em relação apenas às ações ordinárias com direito a voto.<sup>30</sup> Com efeito, é possível afirmar que o controle minoritário em relação ao capital da sociedade é regra expressa e princípio da Lei nº 6.404/76, à medida que permite, atualmente, que até metade das ações emitidas pela companhia sejam ações preferenciais sem direito a voto (antes da reforma instituída pela Lei 10.303/01, esse limite era de até dois terços das ações).

Porém, o controle minoritário dentro do capital votante é tema mais controverso e merece observações mais acuradas por parte da doutrina. O artigo 129 da Lei nº 6.404/76, referente à assembleia geral, dispõe que, com exceção dos casos previstos em lei, as deliberações serão tomadas por maioria de votos. Contudo, tal norma não tem o condão de conduzir à interpretação de não ser permitida votação por meio da minoria existente dentro das ações ordinárias<sup>31</sup>, já que tal regra não é nada mais que um procedimento da assembleia. Ou seja, a decisão tomada na assembleia deve ser por maioria, mas nada impede que a mesma seja instaurada sem a maioria do capital votante. Ademais, a interpretação sistemática da Lei nº 6.404/76 leva à conclusão inarredável quanto à deliberação pela minoria do capital votante, uma vez que o artigo 136 do referido diploma legal arrola as hipóteses em que *quorum* deve ser qualificado (pelo menos metade do capital votante, se maior *quorum* não estiver previsto no estatuto da sociedade). Logo, em sentido

<sup>28</sup> BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. D.O.U. 17/12/1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm)>. Acesso em: 20 dez. 2008.

<sup>29</sup> COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2005, p. 68-70.

<sup>30</sup> COMPARATO; SALOMÃO FILHO, *ibidem*, loc. cit..

<sup>31</sup> COMPARATO; SALOMÃO FILHO, *loc. cit.*

contrário, subtende-se que nas demais hipóteses a deliberação pode dar-se pela minoria do capital.<sup>32</sup>

A aparente contradição que surge do entendimento acima mencionado, no sentido de poder haver deliberação determinante para a companhia de acordo com a vontade daquele que não possui participação majoritária no capital com direito a voto, não subsiste se a definição do controle puder ser separada, conforme sustentam Comparato e Salomão Filho.<sup>33</sup> Defendem os autores que, para fins de atribuição de deveres e responsabilidades ao controlador, mostra-se imprescindível a noção de poder de controle enquanto situação de fato. Logo, tendo em vista que as situações que importam em responsabilidade do controlador são, em sua maioria, atividades de duração determinada cuja execução pode ser delimitada no tempo, o controle minoritário também pode ser facilmente delimitado, ainda que seja um controle momentâneo.

Por outro lado, quando a disciplina relativa a alguma matéria exija uma definição consolidada de controlador, ou seja, uma posição jurídica delimitada, como no caso da alienação do poder de controle na companhia aberta, é necessário avaliar a posição sob o ponto de vista patrimonial.<sup>34</sup> De fato, o ágio pago pelas ações integrantes do bloco de controle (prêmio, o qual será objeto de tópico específico na próxima seção) somente tem razão de ser se esse controle gerar um poder que seja estável sobre a determinação dos rumos da companhia.

Percebe-se, assim, como bem ilustram Comparato e Salomão Filho<sup>35</sup>, que a discussão entre controle majoritário ou minoritário não é uma categoria estática com hipótese legal predeterminada, mas sim definição jurídica que depende da disciplina legal a ser aplicada.

Dessa forma, apesar da possibilidade de existência de um controle minoritário em relação ao capital votante no Brasil, para fins de alienação do poder de controle é necessário que consideremos o fenômeno do controle sob o ponto de vista patrimonial daqueles que detêm, seja por serem proprietários, seja por estarem vinculados a acordo de acionistas, o poder de fazer prevalecer a sua vontade nas deliberações da assembleia geral. Logo, dentro da classificação de Berle Junior e Means<sup>36</sup> a respeito da titularidade do poder de controle, para os fins do tema referente à alienação

<sup>32</sup> COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2005, p. 68-70.

<sup>33</sup> COMPARATO; SALOMÃO FILHO, loc. cit.

<sup>34</sup> COMPARATO; SALOMÃO FILHO, loc. cit.

<sup>35</sup> Ibidem.

<sup>36</sup> BERLE JR; MEANS, 2006.

do controle, é a espécie majoritária (seja com a maioria ou com a quase totalidade das ações com direito a voto) que ganha importância.

## 2 O *tag along* e seu desenvolvimento no direito brasileiro

O instituto do *tag along* (ou oferta pública obrigatória a *posteriori*, conforme alguns preferem) ainda possui tratamento incipiente por parte da doutrina e jurisprudência brasileira. O *tag along* começa a se desenvolver com base na doutrina americana dos anos 60, que percebe a existência de um “mercado de controle societário”<sup>37</sup> e analisa a questão sob o viés econômico da necessidade ou não de regulação das alienações do controle. Contudo, observa-se naquele momento a ausência de questionamento quanto à titularidade jurídica deste poder-dever acionário.

Por um lado, destacam-se como expoentes dessa análise econômica, entendendo a desnecessidade de regulação em face da eficiência do próprio mercado, Manne<sup>38</sup>, Easterbrook e Fischel<sup>39</sup>, bem como Posner.<sup>40</sup> De outra banda, percebe-se que, anteriormente, no ano de 1932, em seu célebre estudo, Berle Junior e Means passaram a sustentar que o poder de controle é um ativo que pertence à companhia e como tal deveria ser dividido igualmente por todos os acionistas.<sup>41</sup> Tal entendimento busca inspiração no conceito da nova sociedade anônima formulado pelos próprios autores e, em parte, inspira-se também em Rathenau<sup>42</sup>, que afirmou que ninguém mais é permanentemente dono, ou seja, que a propriedade foi despersonalizada e está em constante movimento, de tal sorte que a companhia ganha vida independente. Propriedade e controle passam a ser não mais noções necessariamente concorrentes no âmbito das companhias como o eram no entendimento de Champaud.<sup>43</sup>

Em face de tais posições, é possível concluir que o pressuposto das teses econômicas defendidas por parte da doutrina americana da década de 60 é o de que o poder de controle não pertence a ninguém mais que não o próprio controlador, contrariando as conclusões anteriores de Berle Junior e Means.<sup>44</sup> Apenas posteriormen-

---

<sup>37</sup> MANNE, 1965.

<sup>38</sup> Ibidem.

<sup>39</sup> EASTERBROOK; FISCHEL, 1982.

<sup>40</sup> POSNER, 1986.

<sup>41</sup> BERLE JR; MEANS, op. cit., p. 67 et seq.

<sup>42</sup> RATHENAU, 1924.

<sup>43</sup> CHAMPAUD, 1962.

<sup>44</sup> BERLE JR; MEANS, 2006.

te surge a doutrina de Andrews<sup>45</sup> no sentido de que o prêmio de controle pertence a todos os acionistas em face do princípio da igualdade.

No direito brasileiro, o *tag along* tem previsão no artigo 254-A, da Lei 6.404/76<sup>46</sup>, o qual assenta a obrigatoriedade por parte do controlador, na aquisição direta ou indireta do controle de companhia aberta, em fazer oferta pública abrangendo todas as ações da companhia com direito a voto, assegurando-lhes, no mínimo, valor que corresponda a 80% daquilo que foi pago pelas ações que integram o bloco de controle.

Assim, a partir do referido dispositivo legal, proceder-se-á à análise do referido instituto no direito brasileiro sob o enfoque da titularidade do prêmio pago na alienação de controle (a quem pertence o prêmio), da mensuração do seu valor, da forma de divisão entre os acionistas, bem como da distinção de hipóteses de alienação do controle daquelas em que há alienação do ativo da companhia, acarretando consequências jurídicas diversas.

## 2.1 O titular do prêmio pago na alienação do controle no direito brasileiro

Antes da introdução no direito societário brasileiro do comando expresso no artigo 254-A, da Lei nº 6.404/76, parte da doutrina defendia que o prêmio pago na alienação de controle deveria sempre reverter ao controlador. Nesse sentido dá-se o entendimento de Bulhões/Lamy.<sup>47</sup> Contudo, em face do tratamento legislativo que recebeu o tema, o entendimento que vem prevalecendo é aquele defendido por Comparato e Salomão Filho<sup>48</sup>, Wald<sup>49</sup> e também Carvalhosa e Eizirik<sup>50</sup> no sentido de que o prêmio deve ser dividido por todos os acionistas de mesma espécie e classe, no caso de se tratar de ações com direito a voto.

Com efeito, a teoria de Berle Junior e Means sustentando tratar-se o controle de um ativo da companhia e como tal o prêmio

<sup>45</sup> ANDREWS, William D. The stockholder's right to equal opportunity on the sale of shares. **Harvard Law Review**, Cambridge, v. 78, p. 505-563, 1965.

<sup>46</sup> BRASIL, 1976.

<sup>47</sup> PRADO, Roberta Nioac. Fundamentos Jurídicos e Econômicos da OPA *a posteriori* (*tag along*) e a questão sob a ótica de empresas que praticam boas práticas de governança corporativa. **Revista de Direito da Fundação Getúlio Vargas**, São Paulo, v. 2, n. 1, p. 167-190, jan.-jun. 2006.

<sup>48</sup> COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2005, p. 376.

<sup>49</sup> WALD, Arnoldo. Do descabimento da oferta pública de compra em relação às ações preferenciais. **Revista de Direito Mercantil**, São Paulo, ano XXI, n. 45, p. 9-19, 1982.

<sup>50</sup> CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **A nova Lei das S/A**. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 385.

pago por esse poder deveria reverter em favor da sociedade não logrou a adesão de ninguém.<sup>51</sup> Isso implicaria ação que seria movida pelos não controladores contra a própria sociedade para haver sua parte no prêmio e, se ativo da sociedade for, os novos controladores dela participarão em grande quantidade. Ademais, como bem salienta Comparato, se os controladores pagassem o prêmio pelo controle para a sociedade, estariam, de igual forma, adquirindo algo por meio de contrato comutativo e não haveria como negar-lhes dispor desse direito em momento posterior.<sup>52</sup>

Em face dessa contradição referida, surge a doutrina de Andrews<sup>53</sup>, que sustentou a igual oportunidade entre todos os acionistas de mesma classe em uma cessão de controle. Mostra-se imperioso mencionar que tal autor defendia não somente a possibilidade de os demais acionistas alienarem suas ações pelo mesmo valor pago ao controlador, mas também que a alienação deveria se dar de forma *pro rata*, ou seja, cada acionista teria o direito de alienar o mesmo percentual em relação à sua posição acionária. Contudo, tal teoria se mostrou irreal, por impedir a venda do bloco de controle como um todo, bem como por proibir que negociações fossem conduzidas de forma sigilosa. Ou seja, essa teoria poderia levar à situação surreal de obrigar o cessionário a adquirir a quase totalidade das ações da companhia ou apenas uma pequena parte do bloco de controle (que seria completada com as ações dos demais minoritários), esvaziando o valor do controlador.

Apesar de superada, a teoria de Andrews possibilitou o desenvolvimento na jurisprudência americana da disciplina das *tender offers*, mas com aplicação no caso concreto e baseada no dever de boa-fé (fidúcia) do controlador para com os demais acionistas. Assim, apesar de não se reconhecer ainda expressamente no sistema norte-americano um direito dos acionistas não controladores em receberem parte do prêmio pago na cessão do controle<sup>54</sup>, pode-se perceber que, de certa forma, a referida jurisprudência influenciou certos países do Ocidente, que desenvolveram uma tendência em assegurar a todos os acionistas tratamento igualitário, independentemente da questão relativa ao dever fiduciário do controlador.

No Brasil, o artigo 254-A da Lei nº 6.404/76 estende aos minoritários o direito de receber, via oferta pública a ser realizada pelo cessionário, valor equivalente a, no mínimo, 80% daquele pago pelas ações integrantes do bloco de controle. A princípio, o que se percebe é que a legislação societária brasileira adotou posi-

<sup>51</sup> COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2005, p. 300.

<sup>52</sup> COMPARATO; SALOMÃO FILHO, loc. cit.

<sup>53</sup> ANDREWS, 1965.

<sup>54</sup> COMPARATO; SALOMÃO FILHO, op. cit, p. 304-315.

ção que considera que o prêmio relativo às ações do bloco de controle pertence ao próprio controlador. Contudo, por meio do referido artigo, buscou-se inserir um elemento de equidade entre o controlador e os demais acionistas, mas que, mesmo assim, conduz a certas ambiguidades.<sup>55</sup>

O artigo 254-A sequer pode ser entendido como norma que busca colocar os acionistas não controladores e controladores em pé de igualdade por ocasião de uma cessão do poder de controle, visto que já traz em sua gênese limitador diferencial que obriga o ofertante a oferecer pelas demais ações com direito a voto somente 80% do valor pago por aquelas integrantes do bloco de controle. Nesse ponto reside a primeira dificuldade em buscar conceituar o *tag along* do ponto de vista jurídico, de acordo com a dogmática.

Ademais, ao determinar a obrigação de oferta somente no caso de alienação da companhia aberta, o legislador deixou o acionista minoritário das companhias fechadas sem qualquer proteção contra o controlador, sendo que em tais casos, via de regra, não há sequer mercado que possibilite ao minoritário negociar suas ações se não com o próprio controlador.<sup>56</sup> Ainda, ao ser atribuído um valor pelo controle, que consiste em verdadeiro poder-dever, qual seria o sentido, do ponto de vista jurídico, em dividir o valor deste poder-dever com quem não possui nem o poder nem o dever inerente ao controle? <sup>57</sup>

Percebe-se que Comparato e Salomão Filho<sup>58</sup> também tiveram dificuldades em conceituar juridicamente o *tag along*, definindo a quem de direito deve ser atribuído o prêmio quando da alienação do controle. Assim, propuseram os autores, primeiramente, delimitar o interesse do acionista não controlador em uma sociedade anônima, distinguindo o interesse puramente especulativo daquele do investidor de longo prazo.

Contudo, tal solução, a despeito de tentar contribuir na definição e alcance jurídico do *tag along*, traz consigo conceitos que na prática mostram-se inviáveis de serem delimitados pelo intér-

<sup>55</sup> COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2005, p. 316.

<sup>56</sup> COMPARATO; SALOMÃO FILHO, loc. cit.

<sup>57</sup> COMPARATO; SALOMÃO FILHO, loc. cit. Nesse ponto é importante transcrever a posição do professor Comparato, que assinala: “Mas seria lógico partilhar esse valor entre os que não assumem as responsabilidades de poder, num sistema econômico que justifica a apropriação do lucro empresarial, perante os trabalhadores, justamente com base no exclusivismo da responsabilidade empresarial? Para serem conseqüentes [sic], os partidários dessa “democratização” do poder de controle deveriam propugnar a partilha do seu preço, por ocasião dos negócios de cessão, entre todos os componentes do complexo empresarial; não somente do corpo acionário, mas também do quadro de empregados”.

<sup>58</sup> COMPARATO; SALOMÃO FILHO, loc. cit.

prete, por exemplo, como diferenciar o investidor “especulativo” daquele de “longo prazo”. Com efeito, fundos de investimentos que possuem às vezes participação acionária em praticamente todas as companhias abertas de determinado país, muitas vezes tendo um horizonte de longo prazo, trocam de papéis buscando manter o portfólio mais rentável de acordo com as variáveis econômicas dos mais diversos setores. Ou seja, como definir o que é longo prazo e curto prazo? Com certeza, dependendo do perfil de risco e capital alocado, muitos investidores consideram um, dois ou três anos um horizonte de longo prazo, enquanto outros definirão tal interregno como curto prazo. Assim, a solução preconizada por Comparato e Salomão Filho está longe de clarear a interpretação em torno do artigo 254-A da Lei nº 6.404/76.

Ao que parece, da maneira como definido no referido artigo, o *tag along* não encontra suporte lógico, ainda que do ponto de vista de uma interpretação sistemática, para uma definição através de uma construção baseada em conceitos jurídicos preexistentes. Como explicar, então, a razão de sua existência? Ao que tudo indica, conforme demonstrar-se-á na próxima seção, o *tag along* tem sua lógica de ser dentro de uma visão econômica do direito, como instrumento de desenvolvimento do mercado de capitais.

## **2.2 A diferença entre alienação do poder de controle e alienação da própria companhia – consequências quanto ao *tag along***

Em se tratando do tema relativo à oferta pública obrigatória em face da alienação do controle da companhia aberta, aspecto que possui fundamental importância é a definição do valor do ágio pago pelas ações do bloco de controle, ou seja, definir em que consiste esse sobre-valor e quais são os aspectos levados em conta na sua mensuração.

Assim, tratando-se de valor de controle de uma companhia, é imprescindível primeiramente estabelecer o conceito de “empresa” a partir do qual se pode mensurar qual seria o valor econômico dela.<sup>59</sup> Considerando-se a empresa como a atividade econômica organizada que tem normalmente no estabelecimento seu instrumento<sup>60</sup> para desenvolvimento de seus objetivos, pode-se chegar a um ‘potencial de lucratividade’<sup>61</sup> valorável.

<sup>59</sup> PRADO, 2006.

<sup>60</sup> ASCARELLI, Tullio. *Iniciación al estudio del Derecho Mercantil*. Barcelona: BOSCH, 1964, p. 318.

<sup>61</sup> PRADO, op. cit., p. 173.

Com efeito, o estabelecimento considerado como uma universalidade de bens corpóreos e incorpóreos organizados para o desenvolvimento de uma atividade<sup>62</sup> possui um valor, também denominado *goodwill*, superior à soma de todos os bens considerados isoladamente.<sup>63</sup> Contudo, a doutrina recente, especialmente em face dos avanços na ciência da economia, começa a perceber que, caso o preço pago pelas ações integrantes do bloco de controle de uma companhia aberta fosse definido tão somente com base no potencial lucrativo da mesma (*goodwill*), sua diferença em relação às demais ações seria mínima<sup>64</sup>, ou inexistente, no caso de um mercado totalmente eficiente, já que, nessa hipótese, todas as informações existentes são absorvidas pelo mercado e se refletem no preço das ações. Nesse sentido, são de extrema relevância os estudos realizados por Zingales.<sup>65</sup>

Com efeito, os estudos realizados por Zingales<sup>66</sup> apontam que o ágio pago pelas ações integrantes do bloco de controle é menor naqueles mercados em que as informações são mais difundidas, ou seja, em que os benefícios oriundos do controle de determinada companhia são previamente conhecidos pelo mercado. Ou seja, o prêmio será menor quando os benefícios oriundos do poder de controle forem menores, o que nada tem a ver com o nível de concentração do controle.

Em face de tais estudos econômicos em torno do prêmio pago na alienação de controle, pode-se observar que não só a lucratividade da empresa influenciou na formação de seu preço, mas também os benefícios aproveitados somente pelos administradores, benefícios estes insuscetíveis de serem conhecidos pelo mercado em geral, incluindo os acionistas minoritários.<sup>67</sup>

De fato, se somente for considerado o ágio pago pelo controle com base no retorno que a companhia pode gerar do ponto de vista de sua lucratividade (perspectiva de rentabilidade), teríamos que quanto mais lucrativa a sociedade maior o prêmio pago pelas ações integrantes do bloco de controle. Contudo, na prática isso nem sempre ocorre, tendo em vista que, muitas vezes, companhias extremamente lucrativas têm seu controle alienado por ágio não

<sup>62</sup> ASQUINI, Alberto. Profili dell'impresa. **Rivista del Diritto Commerciale e del diritto Generale delle Obligazioni**, Padova, v. 41, 1943.

<sup>63</sup> REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**. 21. ed. São Paulo: Saraiva, 1998, p. 306.

<sup>64</sup> FAMA, Eugene F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. **The Journal of Finance**, New York, v. 25, n° 2, p. 383-417, maio 1970.

<sup>65</sup> ZINGALES, Luigi. What Determines the Value of Corporate Votes? **Quartely Journal of Economics**. p. 1047-1072, nov. 1995. Disponível em: <<http://faculty.chicago.boothe.edu/luigi.zingales/research/papers/value.pdf>>. Acesso em: 8 set. 2008.

<sup>66</sup> Ibidem.

<sup>67</sup> Ibidem.

muito elevado em face da eficiência de informação de seus dados de governança. Ou seja, há casos em que o mercado já precificou o valor do controle de determinada sociedade em que o ágio será mínimo. Por outro lado, percebe-se que nem sempre, mesmo em um mercado eficiente e com liquidez adequada (*efficient market hypothesis*), hipótese em que o preço das ações deveria subir até o valor do investimento no controle, tendo em vista o retorno lucrativo da empresa, isso ocorre. E qual seriam os motivos? A razão são os benefícios insuscetíveis de avaliação oriundos do poder de controle.

Os benefícios privados auferidos pelo controlador foram muito bem observados por Nenova<sup>68</sup>, que cita como exemplo o poder de nomear membros do conselho de administração e o presidente da companhia, bem como utilizar e consumir bens custeados pela sociedade.

Baseada nos estudos de Nenova, Prado justifica os motivos pelos quais os acionistas minoritários, no Brasil, via de regra, utilizam-se da oferta pública *a posteriori* para se retirar da sociedade.<sup>69</sup>

Os estudos de Nenova e Prado em torno do fundamento econômico do *tag along* são de extrema valia para análise do mercado brasileiro, tomado pela assimetria de informações e ineficiência, seja por problemas de atuação da entidade reguladora (Comissão de Valores Mobiliários) ou falta de proteção do acionista minoritário na própria lei societária.<sup>70</sup>

Assim, em relação à mensuração do valor do prêmio pago pelo controle de uma companhia aberta, tem-se que o mesmo é influenciado não somente pelo retorno lucrativo da sociedade passível de ser avaliado contabilmente e auferido pelo mercado, mas sim por benefícios oriundos do poder de controle que não podem ser totalmente mensurados pelos investidores em geral (como, por exemplo, o poder do controlador de pagar altos salários a si próprio).<sup>71</sup>

<sup>68</sup> NENOVA, Tatiana. The Value of Corporate Votes and Control Benefits: A Cross-country Analysis. jul. 2001. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=237809>>. Acesso em: 20 dez. 2008.

<sup>69</sup> PRADO, Roberta Nioac. **Oferta pública de ações obrigatória nas S.A – Tag along**. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 343. A autora, comentando as conclusões de Nenova, afirma: “Destas considerações, resta um pouco mais claro por que o minoritário, no Brasil, sempre quer usar a OPA para sair da empresa”.

<sup>70</sup> Ibidem, p. 349-350.

<sup>71</sup> ZINGALES, 2001, p. 1.069. Afirma o autor: “Unfortunately, it is difficult, if not impossible, to directly measure a company’s private benefits. In fact, some corporate benefits are enjoyed exclusively by the management precisely because they cannot be easily measures (and thus claimed) by minority shareholders. One possible source of private benefits of control is the higher than normal salary that a controlling shareholder might pay to himself”.

### 2.3 A mensuração do valor do controle

Ao tratar da oferta pública obrigatória por ocasião da alienação de controle da companhia aberta como instrumento econômico auxiliar no desenvolvimento do mercado de capitais, mostra-se necessário distinguir antes a hipótese de cessão do controle da companhia daquela em que há a cessão da própria organização empresarial, o que conduz a consequências jurídicas totalmente distintas.

Como anteriormente referido, o valor do controle de uma organização empresarial é medido tanto pelo retorno proporcionado por determinada companhia (há diversos métodos contábeis de fazê-lo, sendo que o mais usual é o fluxo de caixa descontado) como por privilégios insuscetíveis de avaliação puramente econômico-contábil que são auferidos pelo controlador.

Contudo, como bem advertem Comparato e Salomão Filho<sup>72</sup>, quando ao controlador se atribui o valor de um grande bem material, ou mesmo imaterial, não se está diante de uma pura alienação do poder de controle da sociedade. Com efeito, os autores aduzem que uma organização em funcionamento produz lucros e deve ser avaliada de acordo com a sua rentabilidade, somente fazendo sentido a avaliação de acordo com o patrimônio líquido da companhia, no caso de extinção da organização. Assim, são frequentes as avaliações com base no patrimônio da companhia quando o objetivo da alienação de controle é o término de suas atividades.

Em tais hipóteses, de acordo com Comparato e Salomão Filho<sup>73</sup>, mostra-se lógico que se estenda a oferta pública a todos os acionistas da sociedade, sejam eles titulares de ações ordinárias ou preferenciais. Oportuno ressaltar que a favor de tal posição existe precedente do Superior Tribunal de Justiça<sup>74</sup>, julgando caso relativo a sociedade dependente de autorização, no qual se determinou que a oferta se estendesse também aos acionistas preferencialistas.

Na espécie, tratava-se de julgamento de operação de aquisição de controle de um banco, visando a sua posterior incorporação, o que era praxe comum no mercado. As instituições financeiri-

<sup>72</sup> COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2005, p. 269.

<sup>73</sup> COMPARATO; SALOMÃO FILHO, loc. cit.

<sup>74</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Sociedade Anônima. Aquisição do controle acionário. Controle acionário visando a posterior incorporação, hipótese em que as ações preferenciais devem também ser objeto de oferta pública de aquisição. Circunstância incorrente no acórdão-paradigma. Embargos de divergência não conhecidos por não caracterizado o dissenso. Recurso Especial nº 3.483-4/PR. Recorrente: Banco Bamerindus do Brasil S.A. Recorrido: Renê Zamlutti. Relator: Ministro José Dantas. Brasília, DF, 2 de dezembro de 1994. DJ 20/3/1995. Disponível em: <<http://www.stj.jus.br>>. Acesso em: 20 nov. 2008.

ras possuíam carta-patente conferida pelo Banco Central autorizando seu funcionamento, mas dentro de um número limitado e de um ambiente com forte regulação e presença estatal. Assim, a forma que as instituições encontraram de expandir seus negócios e consolidar o setor bancário foi a aquisição de outras instituições, visando não somente a sua rede de agências e clientes, mas também a carta-patente.<sup>75</sup> Assim, o valor de incorporação era calculado com base no patrimônio líquido, sendo que o valor de controle era estabelecido adicionando-se, ainda, o valor da carta-patente.

Contudo, os acionistas minoritários dessas instituições financeiras recebiam tão somente na troca entre ações quando da incorporação valores baseados no patrimônio líquido das duas companhias, sem levar-se em conta a carta-patente, o que acarretava enorme prejuízo, principalmente aos preferencialistas.

Ao trazer à baila o problema relativo ao rateio dos intangíveis da companhia, inspirados no exemplo brasileiro das alienações das instituições financeiras, Comparato e Salomão Filho<sup>76</sup> percebem que o problema é muito mais amplo e que seu correto entendimento se faz necessário, a fim de possibilitar a proteção dos acionistas minoritários, em especial os preferencialistas. Com efeito, sempre que na aquisição de controle de determinada companhia, por meio das informações prestadas referentes ao negócio, restar implícito que o objetivo é dispor da organização empresarial, perceber-se-á um prejuízo iminente ao minoritário.<sup>77</sup>

Em tais hipóteses, o direito de retirada por si só não tem o condão de substituir com a mesma eficácia protetiva a oferta pública, na qual os minoritários também recebem o sobrepreço pago pelas ações integrantes do bloco de controle. Primeiramente, isso se deve ao fato de que a jurisprudência e doutrina majoritárias não incluem os intangíveis na contabilização do valor da retirada.<sup>78</sup> Ademais, e este sim, ao que parece, é o argumento mais contundente no sentido de que o direito de retirada não substitui a oferta pública, na hipótese de retirada o ônus recai sobre a sociedade, e não sobre o adquirente do controle.<sup>79</sup> Ou seja, além de adquirir patrimônio da empresa (na hipótese da alienação com fins de disposição da organização empresarial) sem repartir os valores relativos aos intangíveis da companhia com os demais acionistas, o

<sup>75</sup> COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2005, p. 270.

<sup>76</sup> COMPARATO; SALOMÃO FILHO, op. cit., p. 272.

<sup>77</sup> COMPARATO; SALOMÃO FILHO, loc. cit.

<sup>78</sup> ESTRELLA, Hernani. **Apuração dos haveres de sócio**. Rio de Janeiro: Forense, 1992, p. 197.

<sup>79</sup> COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2005, p. 272.

adquirente ainda distribuirá o ônus da retirada sobre todos os sócios, inclusive os minoritários. Assim, em tais casos, além de acarretar problemas em relação à capitalização da sociedade, mostra-se por demais injusto impor à companhia um ônus que compete ao controlador, uma vez que a contraprestação, que é a aquisição de controle, somente a ele favorece.

Apesar de revogado o artigo 255<sup>80</sup> da Lei nº 6.404/76, que em seu parágrafo primeiro garantia tratamento equitativo entre os acionistas da companhia aberta sujeita à autorização, seja por meio de oferta pública ou por participação nos intangíveis da empresa, não se pode concluir que tal direito dos minoritários não mais subsiste. Ocorre justamente o contrário, visto que a revogação do referido dispositivo implica o tratamento igualitário a todos os acionistas, e não somente nas sociedades sujeitas à autorização. Contudo, tal tratamento igualitário passa a ter como fonte o dever fiduciário do controlador em relação a todos os minoritários<sup>81</sup>, nos termos do artigo 116, parágrafo único, da lei societária brasileira.

Contudo, essa obrigação decorrente do dever fiduciário não se verifica em todas as hipóteses de alienação do controle. De fato, não se pode deixar de considerar as diferenças estabelecidas no direito societário brasileiro entre as ações ordinárias e preferenciais, de modo que a inclusão das ações preferenciais em oferta pública decorrente da alienação do controle de companhia aberta somente poderá ocorrer quando o valor do controle se confundir com o valor dos intangíveis da companhia, caso em que não se justifica tratamento diferenciado entre as espécies acionárias.

Assim, tem-se que o *tag along* previsto no artigo 254-A da Lei nº 6.404/76, impondo a oferta pública somente às ações ordinárias, tem aplicação quando se estiver diante de uma alienação de controle pura, com o objetivo de continuidade da atividade empresarial. Por outro lado, quando pela finalidade do negócio for possível concluir que se trata de alienação cujo objetivo é a disposição da organização empresarial, pode-se concluir pela extensão da oferta a todos os acionistas. Nessa última hipótese, também não há sentido em se falar na limitação de 80%, já que não se trata de aplicação do artigo 254-A da Lei nº 6.404/76, mas sim de direito oriundo da quebra do dever fiduciário do controlador (artigo 116, parágrafo único, da lei societária).

<sup>80</sup> BRASIL, 1976.

<sup>81</sup> COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2005, p. 273.

### 3 O *tag along* como instrumento para desenvolvimento do mercado de capitais

Percebe-se que foram tecidas considerações a respeito das espécies de controle observadas na legislação societária brasileira, bem como do modelo adotado no que tange à titularidade do prêmio pago na hipótese de alienação. Assim, levando em conta os fatores que servem de parâmetro para a formação do valor do controle e diferenciando-os da alienação da própria organização empresarial conforme anteriormente exposto, passa-se agora a analisar a utilidade, do ponto de vista econômico, do *tag along* no desenvolvimento do mercado de capitais.

Como referido anteriormente, no tópico que tratou da formação do valor do prêmio pago na alienação do controle em uma companhia aberta, a falta de informações ao alcance do mercado quanto aos benefícios auferidos pelo controlador é fator que ocasiona a saída de minoritários da sociedade e reduz a liquidez e dispersão acionária do mercado de capitais.

Assim, tem-se que a oferta pública *a posteriori* (*tag along*) serve como mecanismo gerador de liquidez para o investidor minoritário, atraindo-o para o investimento ainda que ele desconheça o alcance de todos os benefícios auferidos pelo controlador, uma vez que, por força de eventual cessão de controle, tem a garantia de que receberá, no mínimo, valor correspondente a 80% daquele pago sobre as ações integrantes do bloco de controle.

Todavia, como bem ressalva Prado<sup>82</sup>, apesar de o *tag along* funcionar como um mecanismo que proporciona o aumento de liquidez à medida que possibilita ao investidor uma saída (evitando, dessa maneira, o que muitos chamam de “efeito brete”, ou seja, o afastamento do investidor devido à não visualização de uma forma de saída), o mesmo não substitui a necessidade de um mercado secundário desenvolvido e com boa liquidez. De fato, a autora observa que a oferta pública obrigatória privilegia mais o investidor de curto prazo, mas sem esquecer que o denominado especulador também tem importância no desenvolvimento do mercado secundário, ainda mais em países emergentes, como é o caso do Brasil.

Ainda que o *tag long* sirva como ferramenta que possibilita a saída do acionista minoritário da companhia, o que em tese poderia contribuir para reduzir a liquidez ao invés de aumentá-la, não se pode esquecer que a realidade do mercado de capitais é distorcida. No Brasil, as grandes companhias surgem artificialmen-

---

<sup>82</sup> PRADO, 2006.

te no seio do Estado, mediante leis de incentivo fiscal e financeiro. O controle é extremamente concentrado e o controlador também é artificialmente incentivado a abrir o capital para obter vantagens fiscais e financeiras junto ao Estado. Por outro lado, também o investidor não procura o mercado financeiro como forma de investir na companhia para tomar parte do negócio e ter um bom retorno financeiro, mas sim pelas vantagens fiscais que são oferecidas (redução da carga tributária, como o Imposto de Renda da Pessoa Física, por exemplo).<sup>83</sup>

Logo, percebe-se que a realidade do mercado de capitais brasileiro é distorcida (também é verdade que isso vem se alterando nos últimos anos), fugindo da lógica natural do empresário que vem buscar recursos junto à iniciativa privada e do investidor que aplica seu capital em busca de um retorno maior do que a poupança do sistema financeiro. Dessa forma, o *tag along* apresenta-se como uma reação do ordenamento jurídico a essa situação tópica, à medida que se parte do pressuposto de que as normas e práticas do mercado não visam a incentivar a permanência do acionista minoritário na companhia. Ou seja, o *tag along* pode ser considerado um dispositivo de defesa do acionista minoritário inserido em face da necessidade externada pelo próprio mercado, visto que a sua existência tem como pressuposto uma deficiência estrutural nas informações disponíveis. Portanto, ainda que não o faça expressamente, ao inserir o artigo 254-A na Lei nº 6.404/76, o legislador acaba por reconhecer a existência de benefícios insuscetíveis de mensuração pelos minoritários auferidos pelo controlador em prejuízo daqueles.

A possibilidade de os controladores expropriarem bens em seu benefício particular foi observada por Nenova em seu importante trabalho realizado na Universidade de Harvard.<sup>84</sup> A autora observa que o percentual de variação da expropriação ilícita varia muito, de acordo com o país que for analisado. Na Dinamarca, por exemplo, foi observado o ágio de controle mais baixo do mundo (em torno de 1%), enquanto no México o percentual pode chegar a até 51% (no Brasil varia entre 25% e 33% do valor de mercado da empresa). Ou seja, quanto maior o ágio, maior é a expropriação dos controladores em detrimento da companhia e demais acionistas. No exemplo citado da Dinamarca, a expropriação é praticamente inexistente, o que torna o ágio irrelevante, já que o mercado já precificou as ações de acordo com o retorno econômico da companhia, não havendo fatores desconhecidos (fatores estes ilícitos ao se considerar a expropriação de bens pelo controlador) a serem considerados.

<sup>83</sup> PRADO, 2006.

<sup>84</sup> NENOVA, 2001.

Nesse contexto, Black<sup>85</sup>, ao estudar o tema, constatou que os maiores ágios de controle foram identificados por ocasião da privatização das petrolíferas russas devido ao fato de ser a Rússia um país com cultura de administradores e controladores que buscam usurpar direitos dos minoritários.

Assim, pode-se concluir que o Brasil, a despeito da melhora gradual verificada nos últimos anos, possui grandes distorções em seu mercado de capitais, o que faz com que o prêmio pago na alienação de controle de determinada companhia seja uma combinação da capacidade da empresa de gerar lucros com a possibilidade de expropriar tais valores dos minoritários. Ou seja, o prêmio pago é em parte mensurado em virtude da possibilidade que a companhia tem de gerar lucro em favor apenas do controlador.

Logo, em um ambiente como o mercado de capitais brasileiro, o *tag along* faz todo o sentido, como forma de amenizar a situação de expropriação a que fica o minoritário suscetível. Enquanto os problemas relativos à liquidez, dispersão acionária, eficiência do mercado e proteção jurídica dos minoritários não forem sanados, a oferta pública obrigatória exercerá função minimizadora dessas distorções, possibilitando a atração do investidor para o mercado de capitais.

Por fim, percebe-se que, muito embora o *tag along* tenha suas premissas oriundas dos Estados Unidos, a sua construção legal se desenvolve em países com mercados desajustados, como é o caso do Brasil. Isto é, a oferta pública obrigatória somente aplicada no caso concreto nos Estados Unidos e que tem como fundamento a quebra do dever fiduciário por parte do controlador, no Brasil, é a regra. É como se o legislador nacional reconhecesse que a quebra da fidúcia e a expropriação de bens das companhias em proveito do controlador são a situação de normalidade a ser corrigida no nosso mercado de capitais.

## Conclusão

O tratamento dispensado ao *tag along* pelo legislador brasileiro torna árdua a tarefa do jurista que busca encontrar um fundamento jurídico para sua existência. Como visto, o artigo 254-A da Lei nº 6.404/76 não pode ser considerado como uma norma que objetiva a igualdade entre os acionistas. Primeiramente, pelo fato de que a lei reconhece, ainda que indiretamente, que o controle pertence ao acionista majoritário, ou seja, a estrutura enxergada pelo legislador é a da existência de um controlador com a maioria

<sup>85</sup> BLACK, Bernard. Does Corporate Governance Matter? A Crude Test Using Russian Data. *Law Review*, Pennsylvania, v. 149, nº 6, p. 2131-2151?, jun. 2001.

das ações ordinárias com direito a voto da companhia. Ademais, a limitação da obrigação de oferta pública somente aos acionistas detentores de ações ordinárias, desconsiderando, portanto, os preferencialistas, bem como limitando, em relação aos demais, a obrigação do ofertante em 80% do valor pago por cada ação integrante do bloco de controle, faz crer que não se trata de norma que busca a igualdade entre acionistas.

Assim, conforme desenvolvido ao longo da presente pesquisa, o *tag along* somente pode ser compreendido e interpretado com base em uma análise econômica do Direito. Com efeito, partindo da observação das consequências da oferta pública obrigatória no mercado de capitais, percebe-se que se trata de um mecanismo de utilidade econômica que busca atrair o investidor em face da situação comum de expropriação sofrida por parte dos minoritários, bem como da assimetria de informações existentes no mercado. De outra forma, não seria possível justificar que a limitação da oferta fosse fixada em apenas parte do valor pago pelas ações do bloco de controle.

Contudo, como mecanismo de incentivo que visa a desenvolver o mercado de capitais brasileiro, o *tag along* da nossa legislação societária ainda deixa muito a desejar, seja pelo fato de o controlador ainda se apropriar de 20% do valor pago pelo prêmio, seja em virtude da não inclusão das ações preferenciais na oferta.

Ademais, é preciso lembrar que no Brasil os investidores pessoa física e os pequenos acionistas são, em sua esmagadora maioria, detentores de ações preferenciais e muitas vezes saem extremamente prejudicados quando da alienação de controle da empresa. Ou seja, a estrutura das grandes companhias no Brasil, assim consideradas aquelas que compõem o índice do IBOVESPA (os 50 papéis mais negociados na Bolsa de São Paulo), é composta por um bloco sólido de controle com poucas ações ordinárias em circulação em que todo o restante do capital oriundo dos investidores divide-se em ações preferenciais. Assim, como deixar de incluir as ações preferenciais na oferta pública obrigatória, se esses acionistas são, em sua esmagadora maioria, os minoritários das companhias de capital aberto no Brasil?

Enfim, percebe-se que o *tag along* no Brasil cumpre muito precariamente a função para a qual foi criado, e, como historicamente ocorreu com o direito societário pátrio, os interesses do mercado como um todo que possibilitariam o desenvolvimento da economia por meio da capitalização das empresas via captação da poupança popular não são os que mais influenciam o legislador. Dessa forma, ou amplia-se a tímida proteção conferida no artigo 254-A

da Lei nº 6.404/76 ou o mercado de capitais brasileiro ainda levará muitos anos para chegar a um nível de desenvolvimento adequado que lhe permita cumprir o seu papel.

## Referências

ANDREWS, William D. The stockholder's right to equal opportunity on the sale of shares. **Harvard Law Review**, v. 78, p. 505-563, 1965.

ASCARELLI, Tullio. **Iniciación al estudio del Derecho Mercantil**. Barcelona: BOSCH, 1964.

ASQUINI, Alberto. Profili dell'impresa. **Rivista del Diritto Commerciale e del diritto Generale delle Obbligazioni**, Padova, v. 41, 1943.

BAYNE, David. Corporate control as a strict trustee. **The Georgetown Law Journal**, Washington, v. 53, n. 3, p. 543-584, 1965.

BERLE JR., Adolf Augustus; MEANS, Gardiner. **The modern corporation and private property**. Nova Jersey: Transaction Publishers, 2006.

BLACK, Bernard. Does Corporate Governance Matter? A Crude Test Using Russian Data. **Law Review**, Pennsylvania, v. 149, n. 6, p. 2131-2151, jun. 2001.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. D.O.U 17/12/1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm)>. Acesso em: 20 dez. 2008.

\_\_\_\_\_. Superior Tribunal de Justiça. Sociedade Anônima. Aquisição do controle acionário. Controle acionário visando a posterior incorporação, hipó-

tese em que as ações preferenciais devem também ser objeto de oferta pública de aquisição. Circunstância inócua no acórdão-paradigma. Embargos de divergência não conhecidos por não caracterizado o dissenso. Recurso Especial nº 3.483-4/PR. Recorrente: Banco Bamerindus do Brasil S.A. Recorrido: Renê Zamlutti. Relator: Ministro José Dantas. Brasília-DF, 2 de dezembro de 1994. DJ 20/3/1995, p. 6073. Disponível em: <<http://www.stj.jus.br>>. Acesso em: 20 nov. 2008.

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **A nova Lei das S/A**. São Paulo: Saraiva, 2002.

CHAMPAUD, Claude. **Le pouvoir de concentration de la société par actions**. Paris: Sirey, 1962.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005.

EASTERBROOK, Frank H; FISCHEL, Daniel R. Corporate control transactions. **Yale Law Journal** New Haven, n. 91, p. 698-737, 1982. p. 91-968.

ESTRELLA, Hernani. **Apuração de haveres do sócio**. Rio de Janeiro: Forense, 1992.

FAMA, Eugene F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. **The Journal of Finance**, New York, v. 25, n. 2, p. 383-417, maio 1970.

MANNE, Henry G. Mergers and the market for corporate control. **Journal of Politics and Economics**. Chicago, v. 73, n. 2, p. 110-120, abr. 1965. p. 73-116.

NENOVA, Tatiana. The Value of Corporate Votes and Control Benefits: A Cross-country Analysis. jul. 2001. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=237809>>. Acesso em: 20 dez. 2008.

POSNER, Richard. **Economic analysis of law**. 3. ed. Boston: Little Brown, 1986.

PRADO, Roberta Nioac. Fundamentos Jurídicos e Econômicos da OPA *a posteriori* (*tag along*) e a questão sob a ótica de empresas que praticam boas práticas de governança corporativa. **Revista de Direito da Fundação Getúlio Vargas**, São Paulo, v. 2, n. 1, p. 167-190, jan.-jun. 2006.

\_\_\_\_\_. **Oferta pública de ações obrigatória nas S.A – Tag along**. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

RATHENAU, Walter. **Von Kommenden Dingen**. Berlim: S. Fischer, 1924.

REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**. 21. ed. São Paulo: Saraiva, 1998.

WALD, Arnoldo. Do descabimento da oferta pública de compra em relação às ações preferenciais. **Revista de Direito Mercantil**, São Paulo, ano XXI, n. 45, p. 9-19, 1982.

ZINGALES, Luigi. What Determines the Value of Corporate Votes? **Quarterly Journal of Economics**, p. 1047-1072, nov. 2005. Disponível em: <<http://faculty.chicagobooth.edu/luigi.zingales/research/papers/value.pdf>>. Acesso em: 8 nov. 2009.