

PALOMA DOS REIS COIMBRA DE SOUZA

A TOMADA DE CONTROLE DE COMPANHIA ABERTA:

A POISON PILL À BRASILEIRA

Dissertação de Mestrado

Orientador: Prof. Dr. José Alexandre Tavares Guerreiro

Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

São Paulo

2011

PALOMA DOS REIS COIMBRA DE SOUZA

**A TOMADA DE CONTROLE DE COMPANHIA ABERTA:
A *POISON PILL* À BRASILEIRA**

Dissertação de Mestrado apresentada ao Departamento de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo como requisito parcial para a obtenção do grau de mestre, sob a orientação do Professor Doutor José Alexandre Tavares Guerreiro

Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

São Paulo

2011

ÍNDICE

INTRODUÇÃO	4
CAPÍTULO 1. OFERTA PÚBLICA: DEFINIÇÃO E NATUREZA JURÍDICA.....	12
<i>1.1. Definição.....</i>	<i>12</i>
<i>1.2. Natureza Jurídica</i>	<i>17</i>
<i>1.3. Distinções Terminológicas</i>	<i>19</i>
<i>1.4. A Oferta Voluntária e suas Vantagens</i>	<i>32</i>
1.5. Legislação Brasileira sobre Oferta Pública.....	36
CAPÍTULO 2. A TOMADA DE CONTROLE: INTERESSES ENVOLVIDOS E MODELOS DE REGULAÇÃO	42
<i>2.1. A Tomada de Controle e Interesses Envolvidos</i>	<i>42</i>
<i>2.2. Modelo de Regulação Norte-Americano</i>	<i>57</i>
<i>2.3. Modelo de Regulação Europeu e Inglês</i>	<i>71</i>
<i>2.4. Modelo Norte-Americano v. Modelo Europeu/Inglês</i>	<i>84</i>
<i>2.5. O Modelo Brasileiro</i>	<i>92</i>
CAPÍTULO 3. POISON PILL: DO MODELO NORTE-AMERICANO AO BRASILEIRO	98
3.1. Classificação dos Mecanismos de Defesa	99
<i>3.1.1. Defesas Preventivas e Remediativas.....</i>	<i>100</i>
<i>3.1.2. Defesas Estruturais, Estatutárias e Contratuais</i>	<i>102</i>
3.2. Poison Pill Clássica	104
3.3. Experiência Brasileira	112

3.3.1. <i>Novo Mercado e Cláusulas Estatutárias (“Poison Pills à Brasileira”)</i>	118
3.3.2. <i>Parecer de Orientação da CVM nº 36/2009</i>	147
3.3.3. <i>Casos de Oferta Hostil no Cenário Brasileiro</i>	151
CAPÍTULO 4. A POISON PILL À BRASILEIRA EM NÚMEROS	163
4.1. <i>Controle Definido e Poison Pill</i>	165
4.2. <i>Poison Pill e Penalidades</i>	166
4.3. <i>Gatilho</i>	167
4.4. <i>Remoção da Pílula ou Dispensa da Oferta Pública</i>	167
4.5. <i>Tabelas</i>	168
CONCLUSÃO	177
BIBLIOGRAFIA	181
RESUMO	197
RIASSUNTO	199

ABREVIATURAS

AMEC	Associação de Investidores no Mercado de Capitais
<i>City Code</i>	<i>City Code on Takeovers and Mergers</i>
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (Portugal)
Código Civil	Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
Diretiva	Diretiva 2004/25/CE, de 20 de maio de 2004
<i>IPOs</i>	<i>Initial Public Offerings</i> (ofertas públicas iniciais)
Lei acionária	Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976
Lei das Sociedades por Ações	Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976
OPA	Oferta Pública de Aquisição de Ações
<i>Panel</i>	<i>City Panel on Takeovers and Mergers</i>
Parecer 36/2009	Parecer de Orientação da CVM nº 36, de 23 de junho de 2009
Regulamento de Listagem	Regulamento de Listagem do Novo Mercado
Revista de Direito Bancário	Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais
Revista de Direito Mercantil	Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro
<i>SEC</i>	<i>Securities and Exchange Commission</i>

INTRODUÇÃO

O objeto do presente estudo consiste na análise, à luz da experiência estrangeira e da conjuntura institucional e legislativa brasileira atual, dos mecanismos de defesa contra investidas indesejadas de tomada de controle de companhia aberta de que vêm se valendo as companhias brasileiras, comumente denominadas *poison pill* (pílula de veneno).

A relevância do tema impõe-se em face do movimento de dispersão acionária que o mercado de valores mobiliários brasileiro vem presenciando nos últimos anos¹, o que propicia palco fértil para a tomada de controle.

Historicamente, as sociedades brasileiras, em regra, sempre se apresentaram como companhias com controle bem definido, notadamente de caráter majoritário, tendo em vista a existência de grande concentração acionária. Essa conjuntura, pode-se dizer, deriva quer da origem familiar das sociedades brasileiras, quer do atraso histórico no desenvolvimento do capitalismo nacional.

¹ Sobre, v. L. R. MORAES, *A pulverização do controle de companhias abertas*, in *Revista de Direito Bancário* 32 (2006), pp. 49-84, especialmente pp. 49-57.

Com efeito, o movimento que hoje é observado no mercado brasileiro já era perceptível no mercado norte-americano pós-Crise de 1929, como amplamente estudado por A. A. BERLE e G. C. MEANS, em clássica obra². Tais autores observaram que, dada a grande dispersão acionária das macroempresas americanas, fenômeno interessante era percebido: a separação entre a propriedade das ações da companhia e o controle sobre esta, separação que se apresentava mais acentuada quanto maior a dispersão acionária.

Em seu estudo, A. A. BERLE e G. C. MEANS analisaram a passagem da antiga forma de sociedade – que poderia ser considerada apenas um *alter ego* do dono do negócio³ – para aquilo que denominam de corporações quase-públicas (*quasi-public corporation*), definidas como aquelas em que há acentuada separação entre propriedade e controle, tendo em vista a multiplicidade de proprietários de ações (os acionistas).⁴

Em sua análise, apontam a existência de cinco formas de controle interno da sociedade anônima: controle com quase completa propriedade acionária; controle majoritário; controle obtido mediante expedientes legais; controle minoritário; e controle administrativo ou gerencial.

A classificação apresentada é revisitada e criticada por F. K. COMPARATO, que a reduz a quatro espécies de controle, conforme o grau crescente de separação entre propriedade acionária e controle, a saber: controle totalitário, controle majoritário, controle minoritário e controle gerencial.⁵

² *The Modern Corporation and Private Property*, Nova Iorque, Macmillan, 1940, *passim*. A este respeito, aliás, interessante a passagem na obra de F. K. COMPARATO, em que o autor alude ao fato de que já Karl Marx, em sua obra *O Capital*, vislumbrava este fenômeno da dissociação entre propriedade e controle dos meios de produção (cf. F. K. COMPARATO, *O poder de Controle na Sociedade Anônima*, 3ª ed., Rio de Janeiro, Forense, 1983, p. 36, nt. 1; no mesmo sentido, F. K. COMPARATO, *Aspectos jurídicos da macro-empresa*, São Paulo, Revista dos Tribunais, 1970, pp. 71-73)

³ Isto é, aquele que apenas utiliza a roupagem de sociedade para dar forma a seu próprio investimento, suas atividades e suas próprias transações negociais.

⁴ *The Modern Corporation...* cit. (nt. 2, *supra*), p. 4.

⁵ F. K. COMPARATO, *O poder de Controle...* cit. (nt. 2, *supra*), p. 57

Nota-se, com isso, que a separação entre propriedade e controle se pode dar em diversos graus. Assim, numa sociedade em que haja controle majoritário, por exemplo, apenas com relação ao controlador há ainda associação entre controle e parte da propriedade, enquanto que para o restante dos acionistas – minoritários – permanece a divisão entre propriedade e poder de controle (já que este é detido apenas pelo acionista majoritário). Por outro lado, há sociedades em que a dispersão acionária é tão acentuada que o controle pode ser detido com parcela reduzida do capital social, em verdade menor que a maioria do capital votante (controle minoritário), caso em que a grande maioria do capital social apresenta a separação entre sua propriedade e controle.

Por fim, é possível ainda vislumbrar a separação quase completa entre propriedade e controle, como naquelas sociedades em que nenhum acionista individualmente ou agrupado possui mais que parcela ínfima das ações votantes de dada companhia. É neste cenário, exatamente, que toma lugar o assim chamado controle gerencial.⁶

Desse modo, à exceção do controle totalitário, em qualquer um destes outros modelos – majoritário, minoritário ou gerencial – é incontestável a efetiva separação entre propriedade e controle, ainda que em maior ou menor grau.

É sobretudo num cenário em que as companhias são controladas por grupos minoritários ou mesmo por seus administradores em que se vislumbra campo fértil para a ocorrência das chamadas ofertas públicas de aquisição de ações voluntária⁷, um dos principais instrumentos para a tomada de controle.⁸ O motivo é claro: numa companhia em que haja

⁶ “Under such conditions control may be held by the directors or titular managers who can employ the proxy machinery to become a self-perpetuating body, even though as a group they own but a small fraction of the stock outstanding”, cf. A. A. BERLE JR. e G. C. MEANS, *The Modern Corporation...* cit. (nt. 2, *supra*), p. 5.

⁷ Segundo o artigo 257 da Lei das Sociedades por Ações, a oferta pública voluntária é voltada para a aquisição do controle.

⁸ Consoante adverte F. K. COMPARATO, a “operação de *take-over bid* representa uma nova modalidade de aquisição de controle acionário, aplicável às companhias de *controle minoritário*, ou seja, àquelas cujo núcleo de direção não atinge, isoladamente,

controle majoritário, eventual oferta pública de aquisição de controle poderia ser neutralizada pela simples negativa do controlador em realizar o negócio.

Na legislação pátria, a oferta pública que visa à aquisição do controle da companhia-alvo está regulada desde a década de 70, na Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976)⁹, consoante a previsão do *caput* do artigo 257 da lei.¹⁰ Entretanto, o tema ficou adormecido no Brasil, nas últimas décadas, tendo em vista a manutenção do sistema de prevalência de sociedades familiares e com alta concentração acionária, sendo verdadeiro o comentário de F. K. COMPARATO de que a previsão de disciplina das ofertas públicas de aquisição, na Lei das Sociedades por Ações, foi “incontestável progresso legislativo”.¹¹

A preocupação básica na elaboração do anteprojeto que acabou tornando-se a Lei das Sociedades por Ações de 1976 foi o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro. Essa preocupação está bem retratada na Exposição de Motivos da lei, conforme o item 4 abaixo transcrito:

4. O Projeto visa basicamente a criar a estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de capitais de risco no País, imprescindível à sobrevivência da empresa privada na fase atual da economia brasileira. A mobilização da poupança popular e o seu encaminhamento voluntário para o

50% do capital votante” (F. K. COMPARATO, *Novas formas jurídicas de concentração empresarial*, in *Revista de Direito Mercantil* 5 (1972), p. 134).

⁹ Doravante referida apenas como Lei das Sociedades por Ações, lei acionária ou, ainda, apenas lei, se não houver qualquer outra indicação.

¹⁰ Art. 257. A oferta pública para aquisição de controle de companhia aberta somente poderá ser feita com a participação de instituição financeira que garanta o cumprimento das obrigações assumidas pelo ofertante (destacamos).

¹¹ F. K. COMPARATO, *O poder de Controle...* cit. (nt. 2, *supra*), p. 212. Como veremos oportunamente, a matéria está tratada na Seção VII do Capítulo XX da lei, nos artigos 257 a 263, sendo certo que a lei anterior, Decreto-Lei nº 2.627, de 26 de outubro de 1940, não cuidou expressamente do tema.

setor empresarial exigem, contudo, o estabelecimento de uma sistemática que assegure ao acionista minoritário o respeito a regras definidas e eqüitativas, as quais, sem imobilizar o empresário em suas iniciativas, ofereçam atrativos suficientes de segurança e rentabilidade.

A Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, reforçou essa busca pela mobilização da poupança interna em prol do mercado de valores mobiliários, criando e reinserindo mecanismos legais de proteção ao acionista minoritário.

A escolha do legislador de utilizar leis mais protetivas como instrumento para fomentar o mercado interno não é descabida: a doutrina aponta a existência de mecanismos legais de proteção como um eficiente meio para o aumento da participação de investidores no mercado de ações, contribuindo para a maior dispersão – e conseqüente pulverização – do capital das grandes companhias abertas.¹² Essa também parece ser a idéia inspiradora do Novo Mercado da BM&F-Bovespa (Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros S.A.), cujo regulamento traz uma série de garantias aos investidores das companhias listadas no seguimento.

Porém, do modo como inicialmente desenhada, a proposta legal de maior proteção aos acionistas minoritários em pouco ou nada contribuiu para a mudança do perfil do controle nas sociedades anônimas brasileiras. Com efeito, tendo em vista a natureza familiar das companhias brasileiras, no anteprojeto que deu origem à lei acionária, optou-se por um modelo que atendesse a ambos os interesses: dos controladores, de um lado, e dos minoritários, de outro.

¹² Sobre, v. A. JOSUÁ, *Governança corporativa e teoria da agência*, Dissertação de Mestrado defendida na Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005, pp. 44-45. Em outro sentido, entendendo que a dispersão acionária não deriva necessariamente da maior proteção conferida aos acionistas não controladores pela estrutura legal do país, como demonstra a experiência inglesa e a norte-americana, J. COFFEE JR., *The rise of dispersed ownership: the role of law in the separation of ownership and control*, in *Columbia Law and Economics Working Paper* n. 182 (2001), pp. 69 e ss., disponível [on-line] in http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=254097 [03.01.2011]. Para o autor, a explicação da grande dispersão acionária experimentada naqueles mercados deriva da auto-regulação a que estão submetidos.

Para tanto, a redação original da lei acionária possibilitou a emissão de ações representativas de até dois terços do capital social como ações preferenciais sem direito a voto¹³, o que possibilitaria o despejo de número considerável de ações de uma mesma companhia no mercado (fomentando o mercado de ações) e, ao mesmo tempo, a manutenção do poder de controle com pequena parcela do capital social.

Essa estrutura legal fez com que, diferentemente do que ocorre nos países de tradição jurídica anglo-saxônica, no Brasil, o principal instrumento para a diluição do capital social da companhia aberta fosse a emissão de ações preferenciais sem direito a voto. Isso porque tal expediente favorece, a um só tempo, a diluição do capital, de um lado, e a manutenção do controle majoritário, de outro.¹⁴ Com isso, não houve mudança significativa no perfil do poder de controle das companhias brasileiras, que permaneceu sendo concentrado.

De fato, consoante estudo realizado por N. EIZIRIK¹⁵ com base em dados publicados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) quase uma década depois da promulgação da Lei das Sociedades por Ações, o mercado acionário brasileiro mantinha-se extremamente concentrado. Com base em tais dados (que datam de dezembro de 1985), o autor chega à conclusão de que, no Brasil, a estrutura de poder dentro das sociedades anônimas é pouco ou nada democrático, o que seria reflexo da concentração de riquezas no país. Em face dessa constatação, o autor adverte sobre a

¹³ Atualmente, esse montante é limitado a 50% do capital social, cf. artigo 15, §2º da Lei das Sociedades por Ações (Art. 15. As ações, conforme a natureza dos direitos ou vantagens que conferem a seus titulares, são ordinárias, preferenciais, ou de fruição. (...) § 2º O número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas. [\(Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001\)](#))

¹⁴ Nesse sentido, A. CARVALHAL, *A influência da estrutura de governança corporativa no valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras de capital aberto*, in *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 133, p. 101.

¹⁵ *O mito do “controle gerencial” – alguns dados empíricos*, in *RDM* 66 (1987), pp. 103-106. No artigo, o autor faz um levantamento empírico da distribuição acionária nas companhias brasileiras para, com base no critério adotado por parte da doutrina norte-americana para aferir a presença do controle gerencial (qual seja, nenhum acionista ou grupo de acionistas agindo em concerto deter mais que 10% das ações com direito a voto), analisar a existência de controle gerencial nas sociedades anônimas brasileiras.

quase impossibilidade fática de existir a prática de ofertas públicas de aquisição de ações voluntárias visando à tomada do poder de controle da companhia-alvo (o chamado *tender offer* ou *takeover bid* da experiência norte-americana e inglesa, respectivamente) no mercado de valores mobiliários nacional.¹⁶ Com base em dados quase duas décadas mais recentes, é possível afirmar que tal vaticínio não se confirmou.

Isso porque, com o grande desenvolvimento do mercado de valores mobiliários experimentado na última década no Brasil, mormente com a criação do Novo Mercado na BM&F-Bovespa – dentre cujos requisitos encontra-se a necessidade de dispersão acionária mínima– o tema começa a ganhar grande relevo prático, merecendo abordagem mais detida.

A idéia de trabalhar o presente tema surgiu a partir do amadurecimento do mercado de valores mobiliários brasileiro, a partir dos anos 2000, que resultou em uma dispersão acionária cada vez mais significativa. Como marco inicial, podemos citar a companhia Natura Cosméticos S.A., que abriu seu capital em 2004, estreando a era das grandes IPOs (*initial public offerings* – ofertas públicas iniciais) e das denominadas, no Brasil, *poison pills* (muitas vezes referida nos estatutos das companhias do Novo Mercado da BM&F-Bovespa como “cláusulas de garantia de dispersão acionária” ou “cláusulas de proteção de dispersão acionária”).

Após a abertura do capital da Natura, muitas outras se seguiram, num período de grande euforia no mercado brasileiro, ocasionando o aumento na dispersão acionária. Não tardou para que logo uma dessas cláusulas de garantia de dispersão acionária fosse posta à prova, como ocorreu na tentativa frustrada da Sadia em comprar sua então concorrente, a Perdigão.

Todo esse cenário fez com que os estudiosos e, sobretudo, os operadores do direito se voltassem para esse fenômeno recente no Brasil – mas que já conta com muitos anos de experiência no exterior: a tomada de

¹⁶ N. EIZIRIK, *O mito...* cit. (nt. 15, *supra*), p. 106.

controle da companhia aberta. É nesse contexto que se insere o presente estudo.

Assim, a proposta é analisar os mecanismos de que se valem as companhias brasileiras no intento de obstar a tomada indesejada de controle. A análise é feita à luz da experiência estrangeira, em que encontramos muitos outros meios de defesa, mas cujo uso na prática brasileira ainda se encontra em estágio inicial.

Visa-se, assim, realizar a análise das conjunturas fáticas e legislativas no concernente ao tema, à luz da experiência de outros sistemas – a exemplo do norte-americano e do inglês – com o objetivo de contribuir para este novo capítulo que ora se inicia no desenvolvimento do mercado de capitais nacional.

Trata-se de tema palpitante, muito discutido nos últimos anos não só nos bancos acadêmicos, mas sobretudo no âmbito daqueles que atuam no mercado de valores mobiliários nacional. Com isso, imprescindível o estudo da já existente experiência brasileira, embora pequena, no que tange ao tema, mormente das chamadas cláusulas assecuratórias de dispersão acionária, muito freqüente nos estatutos das companhias listadas no seguimento do Novo Mercado da BM&F-Bovespa.

CAPÍTULO 1

OFERTA PÚBLICA: DEFINIÇÃO E NATUREZA JURÍDICA

1.1. Definição

No âmbito do mercado de valores mobiliário, é possível apontar várias espécies de ofertas públicas. Com apoio em A. M. CORDEIRO¹⁷, podem ser citadas, sem preocupação de exaustão, as seguintes modalidades:

a) Oferta de subscrição: ocorre quando da emissão de novas ações (ou outros valores mobiliários) pela companhia, as quais são postas à disposição dos interessados para subscrição.

b) Oferta de venda: trata-se de venda de ações já subscritas.

¹⁷ A. M. CORDEIRO, *Ofertas públicas de aquisição*, in *Revista da Ordem dos Advogados* 56 (1996), p. 499. Vale ressaltar que, na legislação brasileira, há diversas outras modalidades de ofertas públicas, conforme enumeração disposta no artigo 2º da Instrução Normativa da CVM nº 361, de 5 de março de 2002.

c) Oferta de permuta: ocorre quando há permuta de ações entre os interessados.

d) Oferta de aquisição: consiste na proposta de aquisição das ações pretendidas pelo ofertante. Para tanto, este deve dirigir sua oferta aos detentores das ações visadas, oferecendo em troca determinado valor.

Dentre tais modalidades, é a última – mais especificamente a oferta pública de aquisição de ações *voluntária* – a que apresenta maior relevância para o tema a ser abordado no presente estudo.

No Direito brasileiro, as diversas modalidades de ofertas públicas, no âmbito do mercado de valores mobiliários, encontram-se reguladas na Instrução Normativa da CVM nº 361, de 5 de março de 2002¹⁸. Consoante seu artigo 2º, V, é voluntária a oferta pública disciplinada pelo artigo 257 da Lei das Sociedades por Ações. Tal oferta, pela letra da lei, tem por objetivo a aquisição do controle da companhia visada pelo ofertante.

Assim, a oferta pública de aquisição de controle pode ser definida como a oferta voluntária, cujo proponente – que pode ser pessoa física, grupo de pessoas ou sociedade – tem por objetivo adquirir o controle de determinada companhia aberta diretamente dos seus acionistas.

Em sendo voluntária, não se confunde com o negócio previsto no artigo 254-A da Lei das Sociedades por Ações, também conhecido por oferta pública de aquisição de ações *obrigatória*, pois a necessidade de sua realização decorre da lei. Com efeito, a oferta obrigatória é imposta, pela lei, toda vez em que há a alienação onerosa do controle de companhia aberta. Nessa hipótese, exige o artigo 254-A que o adquirente do controle estenda sua oferta aos demais acionistas não controladores, ofertando-lhes

¹⁸ Sobre os tipos de ofertas públicas reguladas pelo diploma citado tratar-se-á mais adiante, ainda neste capítulo.

preço por ação equivalente, no mínimo, a 80% do valor pago pelas ações do controlador.¹⁹

A principal diferença entre os dois tipos de oferta, além da obrigatoriedade ou não de sua realização, reside no fato de que a oferta voluntária é *meio* para a aquisição do controle da companhia, enquanto a oferta obrigatória é *condição* para a celebração do negócio. De fato, a alienação de controle de companhia aberta, nos moldes do artigo 254-A, revela-se verdadeiro negócio societário típico, a ser modulado em consonância com o disposto na lei, e observada a regulamentação da CVM (sobretudo a Instrução Normativa CVM nº 361, de 5 de março de 2002). Ou seja, a alienação deve ser contratada, obrigatoriamente, sob a condição de que o adquirente realize a oferta pública aos demais acionistas. Tem-se, assim, que essa condição é da essência do próprio negócio.²⁰

Como decorrência lógica do acima apontado, outra diferença faz-se presente: enquanto a oferta voluntária é realizada previamente à aquisição do controle, visto que é o meio do qual se vale o ofertante para atingir o fim almejado (aquisição do controle), a oferta obrigatória ocorre após ou concomitantemente à concretização da transferência onerosa do controle, pois é a ocorrência desse evento que desencadeia a necessidade da oferta obrigatória.

Ademais, conforme ressalta J. A. T. GUERREIRO, a diferença entre os dois tipos de ofertas públicas encontra-se, ainda, na finalidade

¹⁹ Sobre a oferta pública obrigatória prevista no artigo 254-A, v. R. N. PRADO, *Oferta Pública de Ações Obrigatórias nas S.A.: Tag Along*, São Paulo, Quartier Latin, 2005, *passim*.

²⁰ Diversamente do que em geral ocorre, a condição, na aquisição de controle da companhia aberta, não é elemento acidental (ou particular) do negócio jurídico, mas antes essencial (ou elemento categorial essencial), por expressa disposição legal:

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. (grifamos)

Sobre os elementos categoriais essenciais e os particulares, v. A. J. AZEVEDO, *Negócio Jurídico – Existência, Validade e Eficácia*, 4ª ed., São Paulo, Saraiva, 2002, pp. 35 e ss.

almejada com cada uma delas: a oferta voluntária tem por escopo a aquisição do controle da companhia, enquanto o objetivo da oferta obrigatória consiste na proteção patrimonial dos acionistas minoritários, que não são partes no negócio de transferência do controle.²¹

Destaque-se ainda que a oferta de aquisição voluntária não segue o mesmo procedimento da oferta obrigatória²². Assim, respeitados os parâmetros previstos nos artigos 257 e seguintes da Lei das Sociedades por Ações, o ofertante tem liberdade para estabelecer as condições em que o negócio será feito.²³

Em face do exposto, define-se a oferta pública voluntária como a proposta de aquisição das ações pretendidas pelo ofertante, dirigida aos detentores das ações visadas, oferecendo em troca determinado valor (que pode ser dinheiro ou ações, no caso de permuta). Atente-se para o fato de que a oferta pública voluntária disciplinada pela Lei das Sociedades por Ações refere-se apenas àquela oferta voltada para a aquisição do controle, conforme expressamente previsto no *caput* do artigo 257 da lei.

A doutrina aponta a oferta voluntária como forma de aquisição originária do controle.²⁴ A relevância da distinção entre aquisição originária e derivada do poder de controle está diretamente ligada à aplicação do regime legal instituído pelo artigo 254-A da Lei das Sociedades por Ações, acima mencionado, conforme explicado a seguir.

²¹ *Alienação de Controle de Companhia Aberta: O Papel das Instituições Financeiras*, in *Revista de Direito Mercantil* 30 (1978), p. 116.

²² Conforme o artigo 2º, inciso IV, da Instrução Normativa da CVM nº 361/02, “oferta voluntária é aquela que não deve realizar-se segundo os procedimentos específicos estabelecidos na citada Instrução para qualquer oferta obrigatória”.

²³ “Dúvida não há, portanto, quanto ao fato de que, na oferta voluntária, o ofertante é absolutamente livre para estabelecer os procedimentos que entender convenientes e cabíveis na proposta de celebração de um contrato de aquisição de ações que ele formula ao conjunto de acionistas da companhia alvo” (L. L. CANTIDIANO, *Análise do caso Sadia x Perdigão: uma tentativa de “take over”*, in *Sociedade Anônima – 30 anos da Lei 6.404/76*, coord. R. R. M. CASTRO e L. S. ARAGÃO, São Paulo, Quartier Latin, 2007, p. 226).

²⁴ A. LAMY FILHO e J. L. BULHÕES PEDREIRA, *A Lei das S.A.*, v. II, 2ª ed., Rio de Janeiro, Renovar, 1996, p. 676; L. L. CANTIDIANO, *Alienação e Aquisição de Controle*, in *Revista de Direito Mercantil* 59 (1985), p. 65; G. D. C. PEREIRA, *Alienação do Poder de Controle*, São Paulo, Saraiva, 1995, p. 33.

A aquisição derivada pressupõe a pré-existência do controle que se pretende adquirir. Isso, contudo, não é suficiente: é imprescindível que aquele que vai perder o controle exerça algum papel na transferência, ainda que seja concordando com a operação, visto que, do contrário, estar-se-ia diante de hipótese de aquisição originária (apropriação). A idéia central, portanto, é a de *transferência* do controle, e somente é possível transferir aquilo que já existe. Assim, o que determina se a aquisição é a título derivado é a existência de relação causal entre a perda do controle para uma parte, e a aquisição do controle, pela outra.²⁵

A aquisição originária, por sua vez, pode ocorrer tanto numa situação de inexistência de controle acionário definido, quanto diante de controle minoritário (que não será transferido), hipótese em que a aquisição de novo controle implicará a perda deste último.²⁶

Por conta disso, não se pode falar em alienação de controle quando diante de aquisição originária, pois, em verdade, não há transferência do controle de um titular para outro, mas sim o surgimento do controle para um, e a perda do controle pelo antigo titular – muitas vezes até mesmo contra sua vontade.

Ora, a alienação onerosa do controle de companhia aberta – condição a desencadear a necessidade da oferta prevista no artigo 254-A da lei – somente ocorre em havendo transferência onerosa do controle. Ou seja, pressupõe a pré-existência de controle, que será transferido onerosamente. Na falta dessa condição, como ocorre na aquisição originária do controle, não há incidência da norma do artigo 254-A.

Ademais, no caso de oferta voluntária de aquisição de controle, torna-se desnecessária a realização de posterior oferta obrigatória, visto que a oferta voluntária já é dirigida à totalidade dos acionistas com ações votantes da companhia visada, sejam controladores ou não, em iguais

²⁵ Sobre, v. F. C. PONTES DE MIRANDA, *Tratado de Direito Privado*, t. V, Rio de Janeiro, Borsoi, 1955, pp. 14 e ss.

²⁶ G. D. C. PEREIRA, *Alienação do Poder...* cit. (nt. 24, *supra*), p. 33.

condições, o que se mostra até mais vantajoso que a oferta prevista no artigo 254-A.

1.2. Natureza Jurídica

Da definição vista acima, resta clara a natureza jurídica da oferta voluntária de aquisição de controle como sendo oferta contratual. Com efeito, trata-se de declaração unilateral de vontade (declaração negocial²⁷) dirigida a sujeitos indeterminados, mas determináveis (os acionistas da companhia-alvo), com o fito de se estabelecer contrato de compra e venda ou permuta de ações.²⁸

É oferta que tem por escopo a celebração de negócio cujo objeto é a aquisição do bloco de ações que garante o controle da companhia-alvo. Dirigida não a um, mas a número indeterminado de acionistas, a oferta dá origem a tantas ordens de venda quantos forem os aceitantes, mas a reunião de todos esses negócios dá origem a um único contrato (artigo 261 da Lei das Sociedades por Ações).²⁹

Trata-se, assim, de proposta irrevogável (consoante o disposto no artigo 257, §2º, da Lei das Sociedades por Ações)³⁰ dirigida a número

²⁷ Sobre negócio jurídico e declaração negocial, v. A. J. AZEVEDO, *Negócio Jurídico e Declaração Negocial: Noções Gerais e Formação da Declaração Negocial*, tese de titularidade apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 1986, *passim*.

²⁸ M. CARVALHOSA, *Oferta Pública de Aquisição de Ações*, Rio de Janeiro, IBEMEC, 1979, pp. 19-20.

²⁹ M. CARVALHOSA, *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, v. 4º, t. II, 2ª ed., São Paulo, Saraiva, 2003, p. 210.

³⁰ Art. 257. (...)

§ 2º A oferta deverá ter por objeto ações com direito a voto em número suficiente para assegurar o controle da companhia e será irrevogável. (grifamos)

Trata-se de oferta irrevogável tendo em vista que, enquanto oferta que é, submete-se ao regime geral previsto no Código Civil, em que a regra é a irrevogabilidade da proposta

maior ou menor de acionistas indeterminados, porém determináveis, por meio da qual o policitante propõe aos acionistas da companhia-alvo a celebração de contrato de compra ou permuta de ações.

Ressalte-se, ainda, que se enquadra na categoria de oferta pública, a teor do artigo 429 do Código Civil Brasileiro, a saber:

Art. 429. A oferta ao público equivale a proposta quando encerra os requisitos essenciais ao contrato, salvo se o contrário resultar das circunstâncias ou dos usos.

Parágrafo único. Pode revogar-se a oferta pela mesma via de sua divulgação, desde que ressalvada esta faculdade na oferta realizada.

A primeira característica da oferta pública é a indeterminação dos destinatários da proposta (declaração *in incertam personam*), o que não significa, necessariamente, que a proposta dirige-se a todas as pessoas, mas sim a determinada categoria delas. No caso da oferta pública voluntária, tem-se que tal categoria é definida pelos acionistas detentores de ações com direito a voto da companhia-alvo.³¹

Outra característica das ofertas públicas consiste no modo pelo qual ela é formulada: é feita por meio de proposta dirigida indiscriminadamente às pessoas que sejam titulares de ações de determinada companhia.

Tem-se, ainda, o requisito da publicidade da oferta, que é essencial, uma vez que o conhecimento público da oferta é relevante não apenas para os acionistas a quem ela é dirigida, como também à própria companhia visada e à comunidade dos negócios em geral. Aliás, é por meio da publicidade da oferta que se abre a possibilidade de ofertas concorrentes

a prazo determinado – como sói acontecer com a oferta pública de aquisição de ações voluntária. Sobre o caráter irrevogável da oferta, cf. M. CARVALHOSA, *Oferta Pública...* cit. (nt. 28, *supra*), pp. 24-30.

³¹ M. CARVALHOSA, *Oferta Pública...* cit. (nt. 28, *supra*), p. 21.

ou mesmo de tomada de medidas defensivas por parte da companhia-alvo, de seus acionistas ou administradores.³²

A oferta que não é pública foge ao escopo deste trabalho. Se o interessado no controle não se utiliza da via pública para adquiri-lo, restabelece então a via particular, negociada de forma amigável junto aos atuais controladores da companhia visada. Se o negócio obtiver êxito, é caso de incidência do artigo 254-A, e não do artigo 257 da lei (este sim relevante para o objeto de nosso estudo).

1.3. Distinções Terminológicas

Assentada a definição e a natureza jurídica da oferta pública voluntária, é importante diferenciar alguns termos que serão muito utilizados no transcorrer do trabalho, tais como a noção de *takeover*, *takeover bid*, *takeover* hostil, *takeover defenses* ou medidas defensivas, *tender offer*, tomada de controle, entre outros. Vejamos.

Na experiência norte-americana, as ofertas públicas de aquisição de ação voluntária são conhecidas como *tender offers*, que é a contração da expressão “*offer to buy, conditioned on receipt of sufficient tenders*”. Já na Inglaterra, as ofertas voluntárias que visam tomar o controle da companhia são conhecidas por *takeover bids*, e encontram-se reguladas pelo *City Code on Takeover and Mergers* (“*City Code*”).³³

Para logo se vê, portanto, que as expressões *tender offer* e *takeover bid* – quando a primeira também visa à tomada de controle – são expressões sinônimas, equivalendo ao fenômeno das ofertas públicas

³² M. CARVALHOSA, *Oferta Pública...* cit. (nt. 28, *supra*), p. 22.

³³ A. M. CORDEIRO, *Ofertas públicas...* cit. (nt. 17, *supra*), p. 501.

voluntárias de aquisição de controle do Direito Brasileiro (artigo 257 da Lei das Sociedades por Ações).

A *tender offer*, no direito norte-americano, pode-se processar de modo amigável, quando a oferta é negociada com a administração da companhia-alvo, ou de modo hostil, quando se dá ao arrepio daquela. Assim, fala-se em *tender offer* hostil quando o ofertante almeja adquirir ações da companhia-alvo contra a vontade da administração desta. Note-se que o adjetivo hostil, na realidade norte-americana, refere-se em regra aos administradores da companhia visada, e não aos seus acionistas, para quem a oferta será sempre amigável (afinal, compete a eles decidir se irão vender suas ações ao ofertante ou não, o que será feito com base em sua percepção de quão vantajosa é a oferta³⁴). Essa constatação deve-se à grande pulverização das ações da maior parte das grandes companhias norte-americanas, cenário este propício ao estabelecimento do chamado controle gerencial, que é aquele em que a companhia é controlada não pelos seus acionistas, mas sim por seus administradores, em face da ausência de acionista ou grupo de acionistas com participação relevante no capital social.

O assim chamado poder de controle gerencial deita suas bases no fenômeno da separação entre propriedade acionária e poder de controle. Vejamos.

À primeira vista, o poder de controle interno de uma sociedade apenas se poderia fundar na propriedade acionária. Essa constatação, porém, mostra-se errônea diante do fenômeno da separação entre propriedade acionária e poder de comando empresarial, conforme amplamente estudado por A. A. BERLE e G. C. MEANS³⁵. Essa separação é decorrência da grande dispersão acionária que foi observada pelos autores citados nas companhias norte-americanas. Com um número grande de

³⁴ Consoante adverte A. M. CORDEIRO, a “administração da sociedade visada não é, porém, dona da sociedade: esse papel cabe aos accionistas” (*Da tomada de sociedades (takeover): efectivação, valoração e técnicas de defesa*, in *Revista da Ordem dos Advogados* 54 (1994), p. 767).

³⁵ A. A. BERLE Jr. e G. C. MEANS, *The Modern Corporation...* cit. (nt. 2, *supra*), *passim*.

acionistas, cada qual detendo parcela ínfima do capital social votante, dificilmente o poder de comando da companhia seria exercido pelos acionistas, assim dispersos.

Em verdade, ou o poder de comando seria exercido por pequeno grupo de acionistas reunidos, detentores de pequena porcentagem do capital social, mas com poder de comando sobre o todo, ou mesmo o poder de comando empresarial sequer seria exercido pelos acionistas (proprietários), mas sim pelos administradores da companhia. No primeiro caso, a separação entre propriedade e controle não seria completa, mas apenas com relação ao grande corpo acionário disperso, não controlador. Já no segundo caso, a separação seria total.

Assim, em face do fenômeno da separação entre propriedade e controle, A. A. BERLE e G. C. MEANS constataram outras formas possíveis de controle sobre a sociedade anônima. São elas: controle com quase completa propriedade acionária, controle majoritário, controle obtido mediante expedientes legais, controle minoritário e controle administrativo ou gerencial.³⁶ Tal enumeração, após revista e criticada por F. K. COMPARATO, pode ser reduzida a quatro espécies de controle, no entender deste autor, conforme o grau crescente de separação entre propriedade acionária e controle, a saber: controle totalitário, controle majoritário, controle minoritário e controle gerencial.³⁷

Nas palavras de T. ASCARELLI³⁸, o controle pode ser definido como a possibilidade de um ou mais sujeitos impor a própria decisão à assembléia-geral da sociedade.

Na legislação brasileira, a definição legal de acionista controlador da sociedade anônima está disposta no art. 116 da Lei das Sociedades Anônimas, que diz:

³⁶ *The Modern Corporation...* cit. (nt. 2, *supra*), pp. 75 e ss.

³⁷ *O poder de Controle...* cit. (nt. 2, *supra*), pp. 47-48.

³⁸ *Problemi Giuridici*, t. I, Milão, Giuffrè, 1959, p. 267, nt. 23.

Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e

b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

A definição legal de acionista controlador é cristalina e apóia-se no princípio majoritário (consoante artigos 129 e 140, IV da Lei das Sociedades por Ações), ou seja, é controlador aquele que possui direitos de sócio que lhe assegurem a maioria nas deliberações da assembléia-geral.

Apenas isso, entretanto, não é suficiente para caracterizar o controle. Necessário, ainda, que o controlador possua tais direitos de modo permanente e que o exerça de modo efetivo, como demanda a alínea “b” do dispositivo mencionado. O controle da sociedade não pode ser esporádico ou episódico: é necessário esse caráter de permanência a que faz referência o texto legal.

Se é assim, pode-se concluir que o percentual que garante *a priori* o exercício do poder de controle de modo permanente, nos quadros do princípio majoritário, é o da maioria absoluta, isto é, metade das ações e mais uma ação do capital votante. Ressalte-se, porém, que essa constatação não se baseia em termos concretos, relativos à experiência vivida, mas em termos abstratos.

Tal conclusão não ignora, assim como aponta a ressalva feita acima, a possibilidade de o poder de controle ser detido por acionista que detenha menos da metade do capital com direito a voto, pois quer mediante

acordo de acionistas, quer simplesmente em virtude da experiência consagrada na prática das assembleias gerais, marcadas pelo absenteísmo dos acionistas, pode acontecer de esse acionista controlar a companhia.

Por conta desse caráter variante do controle, o legislador brasileiro optou por não utilizar um percentual fixo para determinar o acionista controlador, como ocorre em diversas legislações.

Exemplificativamente, no direito inglês, em face do disposto no *City Code*, a configuração jurídica do controle, para efeitos de oferta pública obrigatória de ações (*mandatory offers*), tem em conta percentual pré-fixado de ações votantes: a aquisição de 30% das ações votantes de uma companhia é suficiente para caracterizar a aquisição do poder de controle e dar ensejo à oferta obrigatória.³⁹

No direito francês, o artigo 233-3 do Código Comercial dispõe que o controle deriva da detenção de direitos de voto que assegurem a maioria nas deliberações da assembleia-geral, assim como pelo poder de eleger ou destituir a maior parte dos membros dos órgãos de administração⁴⁰. Essa definição de controle aproxima-se ao disposto no

³⁹ Conforme a Regra 9.1 do *City Code*: “Except with the consent of the Panel, when: (a) any person acquires, whether by a series of transactions over a period of time or not, an interest in shares which (taken together with shares in which persons acting in concert with him are interested) carry 30% or more of the voting rights of a company; or (b) any person, together with persons acting in concert with him, is interested in shares which in the aggregate carry not less than 30% of the voting rights of a company but does not hold shares carrying more than 50% of such voting rights and such person, or any person acting in concert with him, acquires an interest in any other shares which increases the percentage of shares carrying voting rights in which he is interested, such person shall extend offers, on the basis set out in Rules 9.3, 9.4 and 9.5, to the holders of any class of equity share capital whether voting or non-voting and also to the holders of any other class of transferable securities carrying voting rights. Offers for different classes of equity share capital must be comparable; the Panel should be consulted in advance in such cases. An offer will not be required under this Rule where control of the offeree company is acquired as a result of a voluntary offer made in accordance with the Code to all the holders of voting equity share capital and other transferable securities carrying voting rights”.

⁴⁰ Artigo L. 233-3, I. - Une société est considérée, pour l'application des sections 2 et 4 du présent chapitre, comme en contrôlant une autre:

1° Lorsqu'elle détient directement ou indirectement une fraction du capital lui conférant la majorité des droits de vote dans les assemblées générales de cette société;

2° Lorsqu'elle dispose seule de la majorité des droits de vote dans cette société en vertu d'un accord conclu avec d'autres associés ou actionnaires et qui n'est pas contraire à l'intérêt de la société;

artigo 116 da lei brasileira. Contudo, no direito francês há a presunção de que a detenção de 40% das ações votantes já seria suficiente a caracterizar o controle, caso nenhum outro acionista detenha participação maior.⁴¹

A legislação italiana, a seu turno, está mais preocupada em definir percentual a partir do qual é obrigatória a apresentação de oferta pública do que em definir o que é o controle. Assim, transferidos mais de 30% do capital votante de uma companhia, surge a obrigação de fazer a oferta pública.⁴² Essa preocupação justifica-se pela exigência da Diretiva Européia sobre *takeover* de que cada Estado-membro determine o percentual a partir do qual será necessária a realização de oferta obrigatória no caso de aquisição de controle.⁴³

Pelo exposto, é lícito concluir que a definição de poder de controle é ainda uma tarefa dramática. Várias legislações tentam amenizar essa tarefa estipulando critérios numéricos para a sua aferição. Mesmo aí os critérios não são concordes, variando de legislação para legislação, havendo mesmo aquelas que não pré-definem percentual algum, a exemplo do direito brasileiro.

Essa dificuldade na definição do controle decorre do fato de o controle societário não ser uma situação jurídica determinada, mas sim uma situação de fato, a que se atribuem conseqüências jurídicas. Conforme já foi apontado por T. ASCARELLI:

3° Lorsqu'elle détermine en fait, par les droits de vote dont elle dispose, les décisions dans les assemblées générales de cette société;

4° Lorsqu'elle est associée ou actionnaire de cette société et dispose du pouvoir de nommer ou de révoquer la majorité des membres des organes d'administration, de direction ou de surveillance de cette société.

⁴¹ Artigo L. 233-3, II: - Elle est présumée exercer ce contrôle lorsqu'elle dispose directement ou indirectement, d'une fraction des droits de vote supérieure à 40 % et qu'aucun autre associé ou actionnaire ne détient directement ou indirectement une fraction supérieure à la sienne.

⁴² Cf. artigo 106 (1) do Decreto Legislativo nº 58 de 24 de fevereiro de 1998: 1. Chiunque, a seguito di acquisti a titolo oneroso, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del trenta per cento, promuove un'offerta pubblica di acquisto sulla totalità delle azioni ordinarie.

⁴³ Sobre a Diretiva Européia mencionada, v. Capítulo 2, item 2.3., *infra*.

“ (...) il controllo incede non indica una determinata situazione giuridica, ma una situazione di fatto che può derivare da rapporti giuridici diversi, attenendo (e quand’anche esecutato da un solo soggetto) non già al tipo del rapporto, mas a modalità di fatto e a modalità di fatto relative alla situazione comparativa dei vari interessati nella società.”⁴⁴

Essa natureza do controle, juntamente com a definição abstrata de acionista controlador utilizada pela lei brasileira, faz com que o poder de controle somente possa ser aferido no caso concreto. Não sendo ainda possível a análise em concreto, o parâmetro legal faz com que o intérprete apreenda a figura do acionista controlador, *a priori* e em abstrato, como aquele que detém a maioria absoluta das ações votantes ou direitos de acionista que correspondam a tanto.

Como já mencionado, essa conclusão não nega o fato de poder existir controle sem a detenção da maioria absoluta das ações com direito a voto. Se assim fosse, bastaria que a lei tivesse definido como acionista controlador aquele que detém a maioria absoluta das ações votantes. Mas essa não foi a opção do legislador: além de prever que o controlador é aquele que detém participação no capital votante capaz de lhe assegurar a maioria nas deliberações, exige que o controle seja efetivamente exercido.

Com isso, pode acontecer de o poder de controle ser exercido por quem não tenha a maioria absoluta das ações votantes, mas que consiga impor suas decisões e exercer efetivamente o comando da companhia: é o chamado controle minoritário.⁴⁵ No extremo, como já assinalado, é possível

⁴⁴ *In tema di titoli azionari e società tra società*, in *Saggi di Diritto Commerciale*, Milão, Giuffrè, 1955, p. 252, destacamos. No mesmo sentido, analisando o poder na sociedade anônima sob o enfoque sociológico, J. A. T. GUERREIRO, *Sociologia do Poder na Sociedade Anônima*, in *Revista de Direito Mercantil* 77 (1990), pp. 50-56.

⁴⁵ Já T. ASCARELLI estava atento para o fenômeno do controle minoritário, assim o descrevendo: “V’è cioè frequentemente nelle società un socio o un gruppo di soci (a loro volta persone fisiche o società) – che non perciò deve essere proprietario della maggioranza delle partecipazioni azionarie, essendo spesso il controllo assicurato anche da partecipazioni assai inferiori alla maggioranza delle azioni – che, di fatto,

até mesmo o controle exercido pelos administradores da companhia, presente sobretudo nas companhias cujo capital encontra-se pulverizado no mercado, sendo que nenhum acionista isoladamente possui ações em montante significativo. Esses tipos de controle, porém, somente são aferíveis no caso concreto.

Para o presente estudo, que tem por pressuposto a tomada do controle por meio de oferta pública de aquisição de ações, têm maior interesse teórico as categorias de controle minoritário e gerencial, as quais passarão a ser exploradas em seguida, sem, contudo, maior aprofundamento científico, haja vista que este não é o tema central a ser analisado na presente dissertação.⁴⁶

O controle minoritário dá-se quando o poder sobre a sociedade funda-se em participação acionária inferior à metade do capital votante. É denominado de *working control* pela doutrina norte-americana,⁴⁷ e de controle difuso no âmbito do Novo Mercado da BM&F-Bovespa.⁴⁸

Segundo nos dá notícia F. K. COMPARATO⁴⁹, o fenômeno do controle minoritário parece estar ligado à existência de duas ordens de

dispone della maggioranza nelle assemblee e elegge gli organi sociali e nei cui confronti gli altri (eventuali) azionisti (disinteressati o impotenti) assumono economicamente la veste di risparmiatori che finanziano un'attività da altri diretta. Nei rapporti interni questo fenomeno è tanto più grave quanto minore la partecipazione sociale che, in linea di fatto, permette il controllo, come appunto avviene quando le azioni sono diffuse nel pubblico, vuoi pel naturale assenteismo di molti azionisti, vuoi pel disinteresse di questi, vuoi attraverso noti artifici (quali l'incetta di procure)... essendo del resto ormai nelle grandissime società il numero di azionisti tale che al loro effettivo intervento non corrisponderebbero sale capaci di conternerli” (*In tema di titoli...* cit. (nt. 44, *supra*), pp. 253-254).

⁴⁶ A investigação e estudo dos fenômenos do controle minoritário e do controle gerencial não estão compreendidos no âmbito mais restrito deste trabalho, pelo que remetemos o leitor às seguintes obras, para maior aprofundamento no tema: F. K. COMPARATO, *O poder de Controle...* cit. (nt. 2, *supra*); A. A. BERLE Jr. e G. C. MEANS, *The Modern Corporation...* cit. (nt. 2, *supra*).

⁴⁷ F. K. COMPARATO, *O poder de Controle...* cit. (nt. 2, *supra*), p. 47.

⁴⁸ O controle minoritário é referido como controle difuso no âmbito do Novo Mercado da BM&F-Bovespa, conforme o item 2.1 de seu Regulamento: “‘*Controle Difuso*’ significa o Poder de Controle exercido por acionista detentor de menos de 50% (cinquenta por cento) do capital social, assim como por grupo de acionistas que não seja signatário de acordo de votos e que não esteja sob controle comum e nem atue representando um interesse comum”.

⁴⁹ *O poder de Controle...* cit. (nt. 2, *supra*), p. 47.

acionistas dentro da grande sociedade anônima – o acionista-empresário e o acionista-capitalista – distinção esta presente desde a sociedade comandita.⁵⁰ Enquanto os primeiros constituem pequeno grupo de empresários, exercendo efetivamente o poder de comando da sociedade, os últimos são apenas investidores de capital, com objetivos de poupança ou especulativo.

Apesar de a Lei das Sociedades por Ações – e a legislação brasileira em geral – referir-se mais acentuadamente ao fenômeno do controle majoritário,⁵¹ é inegável o reconhecimento do controle minoritário, ainda que de modo implícito, em alguns de seus dispositivos. Assim é que a lei fixa regra de *quorum* de instalação para a assembléia-geral, que em primeira convocação instala-se com a presença de, no mínimo, um quarto do capital social com direito a voto e, em segunda convocação, com *qualquer número* (artigo 125).⁵²

O mesmo pode ser dito da regra do artigo 135, sobre o *quorum* de instalação de assembléia tendente à alteração do estatuto social. Diante disso, é possível, teoricamente, que o detentor de apenas uma única ação constitua validamente a assembléia. A hipótese, aliás, não é irreal, conforme informa F. K. COMPARATO⁵³, que noticia a sua ocorrência na França, e teve sua validade reconhecida pelo Judiciário francês.

⁵⁰ A sociedade comandita (artigos 1045 e ss. do Código Civil) é caracterizada por duas espécies de sócios: o sócio-empresário (comanditado), que é aquele responsável pela consecução da empresa, e o sócio-investidor (comanditário), cujo principal objetivo é auferir lucros.

⁵¹ A título de exemplo, podemos citar a definição de sociedade controlada oferecida pela Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000, em seu artigo 2º, II, a saber:

Art. 2º Para os efeitos desta Lei Complementar, entende-se como:

(...)

II - empresa controlada: sociedade cuja maioria do capital social com direito a voto pertença, direta ou indiretamente, a ente da Federação; (...).

⁵² Art. 125. Ressalvadas as exceções previstas em lei, a assembléia-geral instalar-se-á, em primeira convocação, com a presença de acionistas que representem, no mínimo, 1/4 (um quarto) do capital social com direito de voto; em segunda convocação instalar-se-á com qualquer número.

⁵³ “Teoricamente, portanto, um só acionista, detentor de uma única ação, pode constituir a assembléia. A hipótese, aliás, nada tem de irreal; ela ocorreu efetivamente na França,

O controle gerencial, por sua vez, é aquele que não está fundado na participação acionária, mas sim em prerrogativas diretoriais. Surge em face da acentuada dispersão acionária, situação que permite a assunção de fato do controle pelos administradores, os quais se transformam, assim, num órgão que se auto-perpetua no poder por meio de complexos mecanismos de representação dos acionistas em assembléia (*proxy machinery*), explorando ao máximo o absenteísmo dos acionistas.⁵⁴

Para F. K. COMPARATO⁵⁵, visto assim, o controle gerencial seria forte argumento em prol da teoria institucionalista da sociedade anônima, haja vista que se o poder de controle não mais se funda na propriedade acionária, transcende em certa medida à vontade individual ou coletiva dos acionistas, aproximando a sociedade anônima a uma espécie de “fundação lucrativa”. Os deveres fiduciários impostos aos administradores, porém, trazem de volta a noção contratualista, pois determinam que os administradores ajam sempre no interesse da companhia, interesse este que pode ser reduzido ao interesse *comum* dos sócios.

No Brasil, em contraponto à realidade norte-americana, a frequência do controle gerencial é substancialmente menor. As companhias brasileiras ainda são fortemente marcadas pela presença do controle dito majoritário (aquele exercido por quem tenha a maioria absoluta das ações com direito a voto). Todavia, nos últimos anos, tem sido crescente, embora ainda reduzido, o número de sociedades com controle minoritário (exercido por quem tenha menos da metade das ações com direito a voto, mas ainda assim possui participação significativa).

Por conta disso, nas companhias brasileiras, diferentemente do que ocorre nos Estados Unidos da América, os principais atingidos pela

e foi reconhecida como legal pelo Judiciário”, cf. *O poder de Controle...* cit. (nt. 2, *supra*), p. 49.

⁵⁴ F. K. COMPARATO, *O poder de Controle...* cit. (nt. 2, *supra*), p. 52

⁵⁵ *O poder de Controle...* cit. (nt. 2, *supra*), p. 54.

oferta pública de aquisição de controle são os controladores minoritários, além de a própria administração.⁵⁶

A relevância de estudar o controle minoritário, assim como o gerencial, no que tange ao escopo desta dissertação, está na constatação de que é em companhias que apresentam esses perfis de controle empresarial em que há probabilidade de ocorrer o chamado *takeover* hostil.

Por *takeover* entende-se, propriamente, a tomada do controle de uma companhia⁵⁷. Ocorre toda vez em que há alteração da titularidade do poder de comando da companhia. Assim, quando ocorre a alienação do controle ou sua aquisição por outros meios, o resultado é a tomada de controle da companhia visada.

Quando não negociada diretamente com o atual controlador minoritário da companhia-alvo – ou sua administração, na falta daquele – a tomada voluntária⁵⁸ de controle de companhia aberta pode-se dar por duas outras vias: (i) mediante escalada acionária ou (ii) por meio do lançamento de oferta pública de aquisição de ações.

A primeira via – escalada acionária – consiste na paulatina aquisição de ações da companhia-alvo diretamente no mercado de valores mobiliários, até que seja atingido o percentual almejado. Além de moroso e pouco seguro, esse método está sujeito aos sabores do mercado de ações, além dos entraves regulatórios, tais como a Instrução Normativa CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, que impõe o *disclosure* nas operações de compra de participação acionária relevante (5% ou mais de espécie ou classe de ações representativas do capital de companhia aberta) no mercado

⁵⁶ Sobre os interesses atingidos nas operações de tomada de controle, v. Capítulo 2, item 2.1., *infra*.

⁵⁷ A. M. CORDEIRO, tendo em vista a definição da expressão inglesa *takeover* (tomada de controle de sociedade), propõe a utilização da expressão “tomada” ou “tomada de sociedade” como tradução para o vernáculo, cf. *Da tomada de...* cit. (nt. 34, *supra*), p. 761. No presente trabalho, adotaremos a expressão “tomada do controle” ou “tomada do poder de controle”, expressão já consagrada entre nós, por exemplo, por E. L. TEIXEIRA e J. A. T. GUERREIRO, *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*, v. II, São Paulo, Bushatsky, 1979, p. 755 e ss.

⁵⁸ Diz-se “tomada voluntária” para afastar outras formas de transferência de controle, que prescindem da vontade do adquirente, como no caso de sucessão *causa mortis*.

de valores mobiliários.⁵⁹ O *disclosure* pode levar à frustração da tomada de controle por meio da escalada acionária pelo seguinte motivo: uma vez anunciada a intenção de adquirir o controle, o mercado acionário pode reagir no sentido de elevar o valor daquelas ações, tornando a operação proibitivamente onerosa. Ou mesmo pode dar ensejo à tomada de medidas de proteção por parte dos controladores atuais. Daí a sua clara desvantagem com relação ao segundo modo, que é a oferta pública, a qual já foi acima definida.

Aliás, é à oferta pública que se refere a *tender offer* hostil, a qual, vista assim, serve de instrumento ao *takeover*. Ou seja, a oferta é meio para alcançar o fim, representado pela tomada de controle que, quando ocorre contra a vontade dos detentores atuais do controle, é considerada hostil.

Para logo se vê que, assim como ocorre com a oferta, o *takeover* também pode ser considerado amigável ou hostil, conforme seja realizado com ou sem o consentimento da administração/controlador da companhia-alvo, respectivamente.⁶⁰

Note-se que o adjetivo hostil que qualifica a tomada de controle, igualmente, não se refere à sociedade visada, nem aos acionistas

⁵⁹ Dispõe o artigo 12 da Instrução: Art. 12. Os acionistas controladores, diretos ou indiretos, e os acionistas que elegerem membros do Conselho de Administração ou do conselho fiscal, bem como qualquer pessoa natural ou jurídica, ou grupo de pessoas, agindo em conjunto ou representando um mesmo interesse, que atingir participação, direta ou indireta, que corresponda a 5% (cinco por cento) ou mais de espécie ou classe de ações representativas do capital de companhia aberta, devem enviar à companhia as seguintes informações: (...)

II – objetivo da participação e quantidade visada, contendo, se for o caso, declaração do adquirente de que suas compras não objetivam alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa da sociedade;

(...)

§1^o Está igualmente obrigada à divulgação das mesmas informações a pessoa ou grupo de pessoas representando um mesmo interesse, titular de participação acionária igual ou superior ao percentual referido no *caput* deste artigo, a cada vez que a referida participação se eleve em 5% (cinco por cento) da espécie ou classe de ações representativas do capital social da companhia.

§2^o As obrigações previstas no *caput* e no § 1^o se estendem também à aquisição de quaisquer direitos sobre as ações e demais valores mobiliários ali mencionados. (...)

⁶⁰ A. M. CORDEIRO, *Da tomada de...* cit. (nt. 34, *supra*), p. 767.

dela. Em verdade, quem pode se sentir atingido pela tomada de controle é, no caso de controle gerencial, os administradores da companhia-alvo, pois é inegável que uma nova composição acionária poderá determinar o seu afastamento. Já no caso de companhia cujo controle seja minoritário, também o detentor deste será atingido pelo *takeover*, pois perderá seu poder sem receber qualquer contrapartida.

O objeto desta dissertação restringe-se à tomada de controle alcançada pela segunda via mencionada acima – a da oferta – e, mais especificamente, à análise das medidas defensivas de que as companhias brasileiras têm lançado mão para frustrar as investidas do ofertante, quando inconvenientes. Assim, as menções feitas no texto às expressões “*takeover*”, “tomada de sociedade” ou “tomada de controle” devem ser compreendidas nesse sentido mais estrito (decorrente de uma oferta hostil), a menos que expressamente ressalvado.

Por fim, as medidas defensivas – ou *takeover defenses* – consistem em mecanismos de que a companhia visada, seus acionistas ou administradores podem valer-se para impedir ou dificultar eventual *takeover* indesejado. Na experiência norte-americana, tais medidas são comumente denominadas de “*shark repellents*” (repelentes de tubarão), sendo a mais comum delas as “*poison pills*” (pílulas de veneno).

Advirta-se, porém, que embora a expressão *poison pills* diga respeito a apenas uma das espécies do gênero medidas defensivas, a doutrina brasileira, como se verá, já consagrou a expressão ora como forma genérica de se referir às *takeover defenses*, ora como denominação ao tipo de proteção estatutária que as companhias brasileiras adotam (aqui tratadas como “*poison pill* à brasileira), e que guardam pouca semelhança com a pílula clássica. Opta-se, assim, por utilizar as expressões já consagradas no âmbito jurídico, tais como companhia-alvo, *poison pill* e cláusula pética, apesar de se reconhecer sua imprecisão.

1.4. A Oferta Voluntária e suas Vantagens

As ofertas públicas de aquisição de ações surgiram como interessante instrumento de aquisição de controle, ou mesmo de sociedade, mais célere e com menos desfavores que os modos clássicos de aquisição, como: reorganização societária (tais como a fusão e incorporação); aquisição de controle (que sempre envolve negociação com os controladores atuais da companhia visada ou com sua administração); ou compras paulatinas de ações da companhia visada no mercado de ações (escalada acionária).⁶¹

A oferta tem maior relevo prático naqueles casos em que o interessado em adquirir o controle da companhia-alvo não tenha tido interesse ou não tenha obtido sucesso em negociações com os acionistas ou grupo de acionistas da sociedade visada⁶² (em se tratando de companhia submetida a controle minoritário), ou com os seus administradores (nos casos de controle gerencial).

Na prática norte-americana, a doutrina dá notícia de que aquele que quer tomar o controle de uma companhia pública (= aquela que possui ações negociadas no mercado de valores mobiliários) contra a vontade de sua administração possui dois meios para tanto: iniciar uma *proxy fight* (briga por procurações) ou lançar oferta pública de aquisição das ações da companhia almejada. Este segundo modo é o chamado *tender offer* hostil.⁶³

É justamente nesse ponto em que é possível vislumbrar as vantagens da realização de oferta pública para aquisição de controle de

⁶¹ F. K. COMPARATO, *Aspectos jurídicos...* cit. (nt. 2, *supra*), pp. 31-32.

⁶² E. L. S. VAZ e J. P. B. NASCIMENTO, *Poderes da administração na oferta hostil de aquisição de controle no direito comparado (medidas defensivas e poison pills)*, in *Direito Societário Contemporâneo*, v. I, coord. E. V. A. N. FRANÇA, São Paulo, Quartier Latin, 2009, p. 390.

⁶³ A. R. PINTO, *The Internationalization of the Hostile Takeover Market: Its Implications for Choice of Law in Corporate and Securities Law*, in *Brooklin Journal of International Law* 16 (1990), p. 57, nt. 4.

determinada companhia, uma vez que tal medida permite que a aquisição seja feita ao arrepio da vontade de eventual controlador minoritário e, muitas vezes, em face de uma administração recalcitrante. Tornam-se, assim, desnecessárias eventuais negociações com o controlador para a aquisição do controle da companhia almejada (operação que, em regra, envolve pagamento de prêmio ao alienante⁶⁴), assim como o lançamento da oferta prevista no artigo 254-A da lei, visto que a aquisição levada a cabo por meio de oferta pública constitui modo de aquisição originário de controle.

Na experiência estrangeira, é indiscutível que as ofertas públicas de aquisição de ações podem trazer vantagens não só ao ofertante como também aos acionistas da companhia-alvo: para o ofertante, de um lado, a oferta pública de aquisição de ações permite atingir os titulares das ações que se pretende adquirir, de modo eficiente, rápido e econômico, e ainda que contra a postura da administração da companhia visada, ora reticente, ora mesmo francamente contrária à operação; de outro lado, para os acionistas destinatários da oferta, esta também é vantajosa, visto que garante preço de venda sempre melhor que aquele que a ação apresenta na

⁶⁴ Apesar da discussão acerca da natureza jurídica do poder de controle das sociedades por ações, é inegável que ele possui apreciável valor econômico, correlato ao poder de dirigir a empresa. A Exposição de Motivos da Lei das Sociedades por Ações é expressa ao admiti-lo (“toda economia de mercado atribui valor econômico ao controle da companhia, independentemente do valor das ações que o asseguram; o valor das ações resulta dos direitos, que conferem, de participação nos lucros e no acervo líquido da companhia, enquanto que o de controle decorre do poder de determinar o destino da empresa, escolher seus administradores e definir suas políticas”). É justamente por conta desse valor econômico que, no mercado, o bloco do controle da companhia possui valor maior do que a simples soma do valor das ações que o compõem. Prova disso é a previsão do artigo 254-A da Lei das Sociedades por Ações, que prevê a obrigatoriedade de oferta pública de aquisição das ações restantes, em caso de alienação do controle de companhia aberta, por valor correspondente a, pelo menos, 80% do pago para as ações do bloco de controle. Ora, se a lei faz tal previsão, é porque parte do pressuposto de que essa oferta – ainda que feita com base em 80% do valor pago pelas ações do controlador – possui, em regra, preço mais atrativo do que aquele que a ação possuiria em condições normais. No ponto, como lembram C. SALOMÃO FILHO e M. S. RICHTER JÚNIOR, o fundamento da obrigatoriedade da oferta pública prevista no artigo 254-A é “o ressarcimento de um elemento do ativo da empresa e não o pagamento de um correspondente exclusivamente a quem o detém” (*Interesse Social e Poderes dos Administradores na Alienação de Controle*, in *Revista de Direito Mercantil* 89 (1993), p. 67).

cotação da bolsa de valores, além de garantir o tratamento rigorosamente igualitário entre os destinatários da oferta.⁶⁵

Vários estudos procuraram apontar as vantagens e desvantagens do *takeover*, na experiência estrangeira.⁶⁶ A título de exemplo, são comumente apontadas como vantagens, normalmente caracterizadas pela maximização do valor das ações da companhia tomada, as seguintes: o ganho de sinergia decorrente da junção de duas companhias; dentro do pressuposto de que o fato gerador do *takeover* seria a subvalorização das ações da companhia-alvo por conta de sua má gestão, o *takeover* é vantajoso pela expectativa de valorização das ações quando a companhia tomada voltar a ser bem administrada; a própria ameaça do *takeover* é benéfica na medida em que reduz os custos de monitoramento da administração, cuja atuação é mais eficiente diante do temor da ocorrência do *takeover*; o recebimento de valor superior ao de mercado pelas ações vendidas ao ofertante. Com efeito, há evidências de que o *takeover*, especialmente do tipo hostil, aumenta a riqueza dos acionistas, no curto prazo.⁶⁷

A possibilidade de *takeover* contribui, ainda, para diminuir a assimetria informacional entre os administradores da companhia-alvo e seus acionistas. Conforme noticia F. K. COMPARATO, nos famosos casos *Courtaulds v. ICI*, na Inglaterra, e *Compagnie Saint-Gobain v. Société Boussois-Souchon-Neuvesel*, na França, houve intenso conflito entre as sociedades envolvidas, em consequência do qual várias informações sobre a real situação das sociedades vieram à tona, mostrando que seus negócios

⁶⁵ F. K. COMPARATO, *Aspectos jurídicos...* cit. (nt. 2, *supra*), p. 34. Sobre o princípio da igualdade dos acionistas, v. M. L. B. A. CINTRA, *Oferta pública de compra de ações*, in *Revista de Direito Mercantil* 130 (1974), p. 143.

⁶⁶ Sobre, v., entre outros, M. C. JENSEN, *Takeovers: Their Causes and Consequences*, in *Journal of Economic Perspectives* 2, n. 1 (1988), pp. 21-48, disponível [on-line] in <http://ssrn.com/abstract=173455> [03.01.2011]; R. ROMANO, *A Guide to Takeovers: Theory, Evidence, and Regulation*, in *The Yale Journal on Regulation* 9 (1992), pp. 119-180; J. C. COATES, *Explaining Variations in Takeover Defenses: Blame the Lawyers*, in *California Law Review* 89 (2001), pp. 1301-1421.

⁶⁷ M. VENTORUZZO, *The Thirteenth Directive and the Contrasts Between European and U.S. Takeover Regulation: Different (Regulatory) Means, Not So Different (Political and Economic) Ends?*, in *Bocconi Legal Studies Research Paper* n. 06-07 (2005), pp. 9-10, disponível [on-line] in <http://ssrn.com/abstract=819764> [03.01.2011].

eram muito mais lucrativos do que os administradores faziam parecer aos seus acionistas.

A revelação dessas informações fez-se necessária para que os administradores provassem aos acionistas que o valor ofertado não fazia justiça ao real valor da companhia. O grande beneficiário com isso tudo, conclui F. K. COMPARATO, foi o acionista:

“Antes francamente desprezado e considerado como um mal necessário, passou depois, repentinamente, à posição de criança mimada de pais bilionários, instados a visitar as fábricas da *sua* empresa e a formular suas sugestões sobre a melhor direção dos negócios”.⁶⁸

Porém, é igualmente inegável que tal operação pode acarretar prejuízos, seja aos próprios acionistas, seja aos administradores (que se vêem ameaçados diante de novo controle, a ensejar a mudança da direção da companhia), seja ainda à própria companhia, que se pode ver prejudicada pelos mecanismos de defesa eventualmente adotados pela sua administração em reação à oferta⁶⁹, ou mesmo pelos objetivos que animaram a tomada do controle.

Isso ocorre porque, de acordo com relatos da experiência estrangeira, com o *takeover*, as finalidades do adquirente, em regra, giram em torno das seguintes possibilidades apontadas pela doutrina⁷⁰:

(i) realizar a junção da sociedade adquirida à adquirente, em busca de sinergias, por meio da coordenação, colaboração ou ajuda mútua;

(ii) realizar aquisição mais fácil e menos custosa da sociedade visada;

⁶⁸ *Aspectos jurídicos...* cit. (nt. 2, *supra*), pp. 40-41. E em seguida, conclui: “Já se disse que a ‘take-over bid’ reabriu uma nova era do ‘capitalismo selvagem’, e haverá sem dúvida quem identifique na operação uma espécie de guerra às avessas, em que os grandes combatem e os pequenos aproveitam”.

⁶⁹ F. K. COMPARATO, *Aspectos jurídicos...* cit. (nt. 2, *supra*), p. 34.

⁷⁰ A. M. CORDEIRO, *Da tomada de...* cit. (nt. 34, *supra*), p. 764.

(iii) pôr fim à atuação concorrente;

(iv) perceber lucros imediatos, por meio do desmantelamento e subsequente venda dos principais ativos da sociedade adquirida.

Ora, nas duas últimas finalidades apontadas, os prejuízos, não só para a companhia e seus acionistas, como também para a comunidade em que a sociedade atua, são mais facilmente perceptíveis. Aliás, com relação à última dessas finalidades, a literatura especializada entende que o *takeover* com tal objetivo (chamado de *takeover* financeiro) seria condenável, visto que põe fim à riqueza, trazendo danos sociais, tais como perda de empregos e quebra na produção. Em que pese tais conseqüências danosas, são admitidos na prática norte-americana, embora no direito europeu a tendência seja condená-lo.⁷¹

Em virtude desses inconvenientes que a oferta pública pode apresentar, os países não tardaram em regulamentar a matéria, em muitos casos – como na França e na Inglaterra – exigindo a prévia aprovação da oferta pelas autoridades competentes.

Essa fase de aprovação prévia, porém, traz como ponto negativo, além do retardamento da operação, a possibilidade de quebra de sigilo.⁷² No Brasil, demanda-se o registro prévio da oferta apenas no caso em que envolva permuta de ações, conforme o artigo 257, §1º, da Lei das Sociedades por Ações.

1.5. Legislação Brasileira sobre Oferta Pública

A Lei das Sociedades por Ações anterior (Decreto-lei nº 2.627, de 26 de outubro de 1940) não tratava nem do controle, nem da figura do

⁷¹ A. M. CORDEIRO, *Da tomada de...* cit. (nt. 34, *supra*), p. 768.

⁷² F. K. COMPARATO, *Aspectos jurídicos...* cit. (nt. 2, *supra*), pp. 34-35.

controlador. Conseqüentemente, também não trouxera disciplina sobre a aquisição e alienação do controle da sociedade anônima.

Já a atual lei acionária (Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976), por sua vez, inovou, trazendo a definição de acionista controlador (artigo 116) e disciplinando tanto a oferta pública de aquisição de ações obrigatória, em seus artigos 254-A⁷³ e 255, quanto a aquisição de controle mediante oferta pública voluntária, em seus artigos 257 a 263.

Além do delineamento fundamental do instituto pela Lei das Sociedades por Ações, foi atribuída competência regulamentar à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) no que tange às ofertas públicas.

No âmbito disciplinar da CVM, as diversas modalidades de ofertas públicas de ações estão regulamentadas pela Instrução Normativa da CVM nº 361, de 5 de março de 2002. São elas: oferta pública para cancelamento de registro (artigo 4º, §3º); oferta pública por aumento de participação do controlador (artigo 4º, §6º); oferta pública por alienação de controle (artigo 254-A); e a oferta voluntária, que se desdobra em (i) oferta pública para aquisição de controle de companhia aberta (artigo 257, sendo todos os dispositivos citados da lei acionária), (ii) oferta pública voluntária simples (visa à aquisição de ações, não do controle) e (iii) oferta concorrente.⁷⁴

O traço comum entre todas essas modalidades e o que as caracteriza como ofertas públicas é, justamente, a utilização de algum meio de publicidade em sua veiculação⁷⁵, conforme se pode aferir dos §§3º e 4º do artigo 2º da Instrução⁷⁶.

⁷³ A oferta pública obrigatória estava prevista, originariamente, no artigo 254 da lei, que foi revogado em 1997 pela Lei nº 9.457. O atual artigo 254-A foi incluído pela Lei nº 10.303, de 2001.

⁷⁴ Todas essas modalidades e suas respectivas definições encontram-se previstas no artigo 2º da Instrução Normativa da CVM nº 361, de 5 de março de 2002.

⁷⁵ A. F. A. LOPES, *As ofertas públicas voluntárias para a aquisição do controle*, in *Revista de Direito Empresarial* 6 (2006), pp. 170-171.

⁷⁶ Art. 2º. (...)

§3º Para os efeitos desta Instrução, considera-se OPA a oferta pública efetuada fora de bolsa de valores ou de entidade de mercado de balcão organizado, que vise à aquisição

Note-se, todavia, que a oferta pública de aquisição de controle prescinde de registro prévio junto à CVM, exceto no caso de envolver total ou parcialmente permuta de ações, caso em que o artigo 257, §1º, da lei exige o prévio registro para que a oferta seja lançada. Nos demais casos, basta que a CVM seja notificada da oferta dentro de vinte e quatro horas contadas de sua primeira publicação (artigo 258, p.ú.).

Demais, a lei prescreve alguns requisitos que o ofertante deve observar, para tornar a oferta válida. Os requisitos podem ser divididos em dois grupos: requisitos substanciais e requisitos de forma. Há ainda regras sobre o processamento da oferta.⁷⁷ Vejamos.

Dentre os requisitos substanciais, tem-se a obrigatoriedade de participação de instituição financeira que garanta o cumprimento das obrigações assumidas pelo ofertante.⁷⁸ A finalidade dessa exigência é ressaltar a seriedade e higidez da oferta, garantindo a sua viabilidade econômica. A instituição financeira garantidora responde subsidiariamente, no caso de o ofertante não cumprir sua obrigação.⁷⁹

A necessidade de participação de instituição financeira está aliada à irrevogabilidade da oferta (artigo 257, §2º): juntas, essas

de ações de companhia aberta, qualquer que seja a quantidade de ações visada pelo ofertante.

§4º Para os efeitos do parágrafo anterior, considera-se pública a oferta quando for utilizado qualquer meio de publicidade da oferta de aquisição, inclusive correspondência, anúncios eletrônicos ou esforços de aquisição.

⁷⁷ Divisão proposta por E. L. TEIXEIRA e J. A. T. GUERREIRO, *Das Sociedades...* cit. (nt. 57, *supra*), p. 761.

⁷⁸ Nesse particular, assim como na possibilidade de melhorar o valor da oferta inicialmente proposto em não menos que 5%, ou no regime da oferta concorrente, vemos a forte influência que a legislação francesa da época exerceu sobre o legislador brasileiro, como deixa entrever os comentários traçados por F. K. COMPARATO, *Novas formas jurídicas...* cit. (nt. 8, *supra*), p. 137.

⁷⁹ Nesse sentido, F. MARTINS, *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, v. III, 2ª ed., Rio de Janeiro, Forense, 1985, p. 384. Contra, entendendo que a instituição financeira responde solidariamente com o ofertante, M. CARVALHOSA, *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, v. 4º, t. II, 3ª ed., São Paulo, Saraiva, 2009, p. 218.

características da oferta pública evitam a ocorrência indesejada de ofertas temerárias ou com finalidades meramente especulativas.⁸⁰

Um segundo requisito substancial está na qualidade e quantidade de ações objeto da oferta: deverão ser ações com direito a voto em quantidade suficiente para assegurar o controle da companhia (artigo 257, §2º). Como já ressaltado anteriormente, a oferta pública prevista no artigo 257 da lei tem por objeto a aquisição do controle, donde essa exigência.

É requisito substancial, ainda, o registro prévio da oferta junto à CVM, no caso de a oferta conter permuta de valores mobiliários (artigo 257, §1º).

Como requisitos de forma, temos, além da exigência de forma escrita, a observância dos requisitos trazidos pelo artigo 258 da lei⁸¹, dentre os quais se destaca o prazo de validade da oferta, que não pode ser inferior a vinte dias (artigo 258, V), e as informações sobre o ofertante (artigo 258, VI). Como se verá no capítulo que cuida da regulação do *takeover*, tais requisitos são imprescindíveis para que os acionistas da companhia-alvo possam formar sua opinião sobre o mérito da oferta, aceitando-a ou rejeitando-a de forma bem informada.

⁸⁰ E. L. TEIXEIRA e J. A. T. GUERREIRO, *Das Sociedades...* cit. (nt. 57, *supra*), p. 762.

⁸¹ Art. 258. O instrumento de oferta de compra, firmado pelo ofertante e pela instituição financeira que garante o pagamento, será publicado na imprensa e deverá indicar:

I - o número mínimo de ações que o ofertante se propõe a adquirir e, se for o caso, o número máximo;

II - o preço e as condições de pagamento;

III - a subordinação da oferta ao número mínimo de aceitantes e a forma de rateio entre os aceitantes, se o número deles ultrapassar o máximo fixado;

IV - o procedimento que deverá ser adotado pelos acionistas aceitantes para manifestar a sua aceitação e efetivar a transferência das ações;

V - o prazo de validade da oferta, que não poderá ser inferior a 20 (vinte) dias;

VI - informações sobre o ofertante.

Parágrafo único. A oferta será comunicada à Comissão de Valores Mobiliários dentro de 24 (vinte e quatro) horas da primeira publicação.

Por fim, há ainda as regras quanto ao processamento da oferta. Uma vez publicada, os acionistas interessados em vender suas ações devem proceder à aceitação na forma prevista no instrumento da oferta. Note-se que assim como a oferta, a aceitação também é irrevogável, *ex vi* do artigo 261⁸²: os aceitantes devem firmar ordens *irrevogáveis* de venda ou permuta.

Do modo como o procedimento está delineado na lei, é lícito concluir que o contrato de compra e venda de ações resultante da oferta pública qualifica-se como contrato por adesão, visto que suas condições não são negociadas entre as partes, sendo todas pré-determinadas no instrumento da oferta. Aos acionistas cabe apenas aceitar ou rejeitar em bloco a oferta proposta.⁸³

Não obstante seja irrevogável, a lei admite a alteração da oferta, e a conseqüente perda de eficácia das aceitações até então firmadas. Isso ocorre quando o ofertante melhora sua oferta, nos termos do artigo 261, §1º, seja para atrair mais aceitantes, seja por conta do surgimento de oferta concorrente. No último caso, quando divulgada oferta concorrente, as aceitações já manifestadas perdem sua eficácia, possibilitando aos acionistas aderirem à oferta mais vantajosa.

De resto, as ofertas públicas estão submetidas às seguintes diretrizes, dispostas na Instrução Normativa da CVM nº 361, de 5 de março de 2002:

- Devem ser dirigidas indistintamente aos titulares das ações de mesma espécie e classe a que se dirige a oferta (artigo 4º, I);
- Imutabilidade e irrevogabilidade da oferta depois de feita a publicação do edital (artigo 4º, IV);
- Responsabilidade do ofertante, nos termos do artigo 7º, I;

⁸² Art. 261. A aceitação da oferta deverá ser feita nas instituições financeiras ou do mercado de valores mobiliários indicadas no instrumento de oferta e os aceitantes deverão firmar ordens irrevogáveis de venda ou permuta, nas condições ofertadas, ressalvado o disposto no § 1º do artigo 262. (destacamos)

⁸³ Essa é a conclusão de E. L. TEIXEIRA e J. A. T. GUERREIRO, *Das Sociedades...* cit. (nt. 57, *supra*), p. 763.

- Submissão a fiscalização por parte da CVM, que pode suspender ou cancelar a oferta diante de irregularidade ou ilegalidade invencível (artigo 4º, §2º, todos da Instrução Normativa citada);

- Manutenção da liquidez das ações, de acordo com as espécies e classes.

Além dessas diretrizes, a doutrina aponta a necessidade de que a oferta pública voluntária deva sempre ser feita em igualdade de condições a todos os acionistas da companhia-alvo, como de resto ficou consignado no artigo 4º, II, da Instrução Normativa da CVM nº 361, de 5 de março de 2002.⁸⁴

Ademais, é vedada no Direito Brasileiro a existência de oferta pública anônima, em face do disposto no artigo 258 da lei, que impõe a exigência de que a oferta divulgue informações sobre o ofertante.⁸⁵

⁸⁴ E. L. TEIXEIRA e J. A. T. GUERREIRO, *Das Sociedades...* cit. (nt. 57, *supra*), p. 757.

⁸⁵ A. F. A. LOPES, *As ofertas públicas...* cit. (nt. 75, *supra*), p. 177.

CAPÍTULO 2

A TOMADA DE CONTROLE: INTERESSES ENVOLVIDOS E MODELOS DE REGULAÇÃO

2.1. A Tomada de Controle e Interesses Envolvidos

Os dois principais modelos de regulação no que tange aos mecanismos de defesa adotados pelas companhias abertas quando diante de uma oferta hostil levam em conta os interesses que podem ser atingidos no caso de a oferta obter êxito. Por essa razão, é imprescindível, ao cuidar do assunto, iniciar pela análise dos diversos interesses envolvidos.

Visto que a oferta hostil tem por objetivo a tomada de controle da companhia-alvo, sem prévia negociação com o eventual acionista controlador⁸⁶ e, tampouco, com a administração da companhia visada, podem-se vislumbrar vários centros de interesses que restam atingidos pela oferta.

⁸⁶ Anote-se que as referências aqui feitas ao controle de companhia que seja alvo de *takeover* hostil referem-se ao controle minoritário (quando detido por acionista) ou gerencial (quando exercido por administradores).

Em primeiro lugar, pode-se apontar o interesse dos acionistas controladores que, numa lógica capitalista, não desejarão perder sua posição dentro do quadro acionário ou, ao menos, não sem em troca receberem uma contrapartida (o chamado prêmio pelo controle). Ora, é inegável que o poder de controle possui valor econômico apreciável, correlato ao poder de dirigir a empresa. É justamente por isso que, no mercado, o bloco de ações que detém o controle da companhia possui valor maior do que a simples soma do valor das ações que o compõem. A própria lei reconhece essa realidade, como fica claro no artigo 254-A da Lei das Sociedades por Ações.⁸⁷

Em segundo lugar, tem-se o interesse dos administradores da companhia-alvo, os quais, pela própria definição legal de acionista controlador (artigo 116 da Lei das Sociedades por Ações)⁸⁸, são, em sua maior parte, indicados pelo controlador da companhia. Na eventual mudança de acionista controlador, a chance de haver mudança também nos quadros da administração é bastante acentuada. Nunca é demais recordar que, consoante a legislação nacional, os administradores da sociedade anônima podem ser destituídos *ad nutum* (cf. artigos 140 e 143 da Lei das Sociedades por Ações). Daí o interesse dos administradores da companhia visada em se defender diante de oferta hostil, pois com isso estão também defendendo seu próprio cargo.

Pode-se apontar, outrossim, o interesse dos acionistas minoritários – entendidos aqui como aqueles que não detêm o poder de controle sobre a companhia, e não como a minoria⁸⁹ – visto que a oferta de

⁸⁷ Nesse sentido, cf. nt. 64 do Capítulo 1, item 1.4., *supra*.

⁸⁸ Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, **a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia**; e

b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia. (destacamos)

⁸⁹ A ressalva é importante, haja vista que o cenário próprio para a ocorrência de oferta hostil de tomada de controle pressupõe a existência do chamado “controle minoritário”, em que o controle da companhia é detido por parcela de acionistas inferior à metade do capital social votante. Com isso, o resultado da somatória das participações dos

aquisição de ações pode ser boa oportunidade para deixar a companhia, recebendo por suas ações valor acima daquele que, ordinariamente, receberiam numa negociação em condições normais na Bolsa de Valores.⁹⁰

Poder-se-ia cogitar, ainda, do interesse dos trabalhadores da companhia-alvo, bem como da comunidade em que ela atua, tendo em vista que a sociedade anônima é também regida pelo princípio da função social, ao qual, ademais, o acionista controlador deve observância, conforme insculpido no artigo 116, parágrafo único, da Lei das Sociedades por Ações, a saber:

Art. 116, Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer **a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social**, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, **os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.** (destacamos)

É com base nestes diversos centros de interesse – sobretudo os três primeiros citados – que se pode dividir em dois os modelos regulatórios dos mecanismos de defesa admitidos para impedir ou dificultar o êxito de uma oferta pública de aquisição de controle: de um lado, o sistema europeu, fortemente influenciado pelo sistema inglês, e, de outro, o sistema norte-americano.

acionistas não controladores suplanta a participação dos controladores, constituindo verdadeira maioria que, porém, não detém o controle. Para ilustrar, numa companhia cujo controle seja detido com apenas 30% do capital votante, a grande massa acionária dispersa, não controladora, é do montante de 70% – são a maioria, mas não são majoritários. Nesse sentido, aliás, já asseverou L. L. CANTIDIANO que “em nossa lei, a noção de acionista minoritário representa um atributo que é mais qualitativo do que quantitativo, um *status*, cujo referencial necessário é o poder de controle e não apenas o direito de voto” (*Alienação e Aquisição...* cit. (nt. 24, *supra*), p. 64).

⁹⁰ Por razões claras, para ser atrativa, a oferta de aquisição de ações deve oferecer aos acionistas da companhia-alvo valor de aquisição superior àquele pelo qual as ações são negociadas na Bolsa de Valores. Nesse sentido, E. L. TEIXEIRA e J. A. T. GUERREIRO, *Das Sociedades...* cit. (nt. 57, *supra*), p. 757 (“De fato, trata-se de condição essencial ao êxito da oferta que o preço oferecido deva ser superior ao de bolsa ou de balcão”).

O primeiro (sistema europeu) confere aos acionistas destinatários da oferta a decisão sobre o sucesso da investida, privilegiando a tutela dos interesses dos acionistas da companhia-alvo. Com isso, em tal sistema, a atuação dos administradores da companhia-alvo fica restrita, subordinada aos acionistas. Já no segundo modelo (norte-americano), a decisão sobre os rumos da oferta é atribuída aos administradores da companhia-alvo, que assim possuem maior liberdade de atuação. Isso, contudo, não implica a exclusão da vontade dos acionistas do processo decisório, visto que esses são os verdadeiros destinatários da oferta.⁹¹

O critério a informar a divisão dos modelos de regulação nos dois sistemas apontados refere-se, justamente, à atuação da administração da companhia-alvo em face de uma oferta hostil. Com efeito, numa visão panorâmica desses dois sistemas, a atuação dos administradores pode ir desde a total neutralidade até a utilização de mecanismos sofisticados de defesa, como é o caso das pílulas de veneno (*poison pills*).

A adoção ou não dessas defesas vai depender não só do sistema adotado na legislação local, como também variará conforme o interesse que se pretende defender: se dos acionistas, da companhia ou, ainda, da administração. Aliás, ver a atuação dos administradores como o divisor de águas entre esses dois sistemas faz sentido, visto que, historicamente, o órgão encarregado da mediação entre interesses dos acionistas e o interesse social é a administração.⁹²

Analisando os interesses atingidos no caso de alienação de controle (em que há transferência do poder do controlador atual para o adquirente), C. SALOMÃO FILHO⁹³ sustenta que duas ordens de interesses devem ser resguardadas: (i) interesses externos, relativos ao interesse público em geral na manutenção de um livre mercado de aquisições de

⁹¹ E. F. OIOLI, *Oferta Pública de Aquisição do Controle de Companhias Abertas*, Dissertação de Mestrado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2008, p. 76.

⁹² Nesse sentido, C. SALOMÃO FILHO, *O Novo Direito Societário*, 2ª ed., São Paulo, Malheiros, 2002, p. 129.

⁹³ *O Novo Direito...* cit. (nt. 92, *supra*), pp. 126-128.

companhias, em virtude do qual acionistas, trabalhadores e investidores sairiam beneficiados; e os (ii) interesses internos, que se dividem em dois grupos: interesses dos acionistas e interesses dos trabalhadores.

Seguindo-se a lógica dos interesses externos, a adoção de atos ou medidas tendentes a dificultar ou obstar a alienação de controle importaria aumento nos custos da operação, tornando-a desinteressante, o que prejudicaria aquele interesse (manutenção de livre mercado de aquisições).

No concernente aos interesses internos, temos o interesse dos trabalhadores, que está ligado à manutenção da empresa, isto é, da estrutura produtiva, da qual decorrem seus postos de emprego. Há, ainda, o interesse dos acionistas minoritários, estes divididos em dois grupos: minoritário-especulador – cujo principal interesse é o lucro a curto prazo, em vista de que o sobrepreço oferecido pelo potencial adquirente do controle seria suficiente – e o minoritário-investidor, cujos interesses aproximam-se aos dos trabalhadores: manutenção da estrutura produtiva mais adequada e de sua posição acionária, para que possa auferir os dividendos que a sociedade pode proporcionar-lhe no longo prazo.

Aqui surge um segundo grupo de interesse a ser tutelado: o interesse social, de que seriam titulares os minoritários-investidores e os trabalhadores, conforme concluem C. SALOMÃO FILHO e M. S. RICHTER JÚNIOR⁹⁴. Esse interesse social, em sua concreção objetiva⁹⁵, seria entendido como o interesse na manutenção da empresa e também na maximização dos lucros.

Nesse caso, pode-se indagar: como este interesse (o social), de que os acionistas também são titulares, seria tutelado em eventual alienação de controle?

⁹⁴ *Interesse Social...* cit. (nt. 64, *supra*), pp. 68-69.

⁹⁵ A expressão interesse social (ou interesse da companhia) é recorrente na lei acionária (exemplificativamente, citam-se os artigos 115; 117, §1º, “c” e “e”; 154; 155, II; 156), mas é sempre utilizada de forma genérica, não contando com definição legal.

A pergunta faz sentido visto que a legislação, como posta, tutela apenas os interesses egoísticos (ou particulares) daqueles grupos: no caso de alienação de controle, os trabalhadores são tutelados pelas leis trabalhistas, enquanto que o interesse particular dos minoritários-investidores é tutelado pela garantia de oferta pública obrigatória, nos termos do artigo 254-A da lei. Essas soluções legislativas, no entanto, não são suficientes para tutelar aquele outro interesse, o interesse social (= manutenção da empresa e maximização dos lucros).

E a preocupação é legítima, visto que para esse segundo grupo de interesse – representado pelos trabalhadores e minoritários-investidores enquanto titulares do interesse social – já não seria tão recomendável a manutenção de mercado livre de aquisição de companhias. Isso porque tal aquisição poderia comprometer a preservação de uma estrutura produtiva eficiente.

Com efeito, numa análise casuística, é possível apontar várias situações em que a alienação do controle ensejaria o desatendimento do interesse social, assim entendido. Pode-se imaginar, por exemplo, o caso em que o pretense adquirente do controle seja pessoa cuja fama, do ponto de vista empresarial, não convenha à companhia visada. Ou o caso em que a aquisição do controle dar-se-ia por meio de financiamentos de terceiros, e o adquirente, em não dispor de meios suficientes para honrar os débitos, utilizar-se-ia do patrimônio social para saldá-los (como no caso das operações de *leveraged buyout*⁹⁶). É possível imaginar, ainda, a aquisição feita por concorrente.⁹⁷

Porém, não se pode olvidar, por outro lado, que há situações em que tornar a alienação de controle da companhia mais dificultosa

⁹⁶ Por meio da operação de *leveraged buyout*, o adquirente das ações visadas realiza endividamento junto a bancos para fazer frente à aquisição e, em regra, oferece como garantia da dívida os ativos da própria companhia adquirida. Nesse sentido, a definição fornecida pelo *Black's Law Dictionary* (17^a ed., St. Paul, West Group, 1999, verbete *buyout*): “*leveraged buyout*. The purchase of a publicly held corporation's outstanding stock by its management or outside investors, financed mainly with funds borrowed from investment bankers or brokers and usu. secured by the corporation's assets”.

⁹⁷ C. SALOMÃO FILHO, *O Novo Direito...* cit. (nt. 92, *supra*), pp. 127-128.

também pode não atender ao interesse social, na medida em que pode dificultar a obtenção de recursos essenciais à continuidade e ao bom funcionamento da atividade social, em períodos de crise, por exemplo.⁹⁸

Nesse ponto, ante a insuficiência dos mecanismos legais para a tutela do interesse social, surgem os mecanismos de defesa contra a tomada de controle indesejada, como solução para a tutela daquele interesse desprotegido. Tais mecanismos, normalmente, são postos em prática pelos administradores da companhia visada, haja vista que a tomada de controle hostil é mais comum naquelas sociedades que possuem capital pulverizado, em que o poder de controle acaba sendo exercido pelos administradores.

. A questão que fica, entretanto, é saber a quais interesses a adoção de mecanismos de defesa visa proteger: da companhia, dos acionistas, dos administradores?

Em regra, o interesse a ser tutelado seria sempre o social, até por expressa previsão legal, que atribui aos administradores o dever de sempre agir em busca do interesse da companhia (artigo 154⁹⁹), cuja titularidade, como visto acima, pertence aos acionistas.

Há precipuamente duas teorias sobre o interesse social (expressão utilizada para referir-se ao interesse da companhia): teoria contratualista e teoria institucionalista.¹⁰⁰

Em síntese, a teoria contratualista, bem desenvolvida por P. G. JAEGER, identifica o interesse social com o interesse comum dos acionistas (relacionado ao *status socii*). É dizer: vê-se na sociedade uma relação

⁹⁸ Sobre, v. Capítulo 3, item 3.3.2, *infra*.

⁹⁹ Art. 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.

¹⁰⁰ Não sendo o tema central desta dissertação, o tema referente ao interesse social será aqui tratado apenas naquilo que interesse à análise a ser feita. Para melhor aprofundamento no tema, v. C. SALOMÃO FILHO, *O Novo Direito Societário*, 3ª ed., São Paulo, Malheiros, 2006, pp. 25-50; P. G. JAEGER, *L'interesse sociale*, Milano, Giuffrè, 1963, *passim*; P. G. JAEGER, *L'interesse sociale rivisitato (quarent'anni dopo)*, in *Giurisprudenza Commerciale*, n. XXVII, parte I, fasc. 1 (2000), Milão, pp. 795-812; W. RATHENAU, *La realtà della società per azioni – riflessione suggerite dall'esperienza degli affari*, in *Rivista della Società*, n. V, fasc. 4-5 (1960), Milão, pp. 912-947.

contratual, em busca dos interesses dos contratantes, os sócios. Posteriormente, P. G. JAEGER revê seu entendimento, passando a identificar o interesse social com o “*shareholder value*”, que corresponde ao interesse dos sócios no aumento de valor das próprias ações (e não o interesse na distribuição dos dividendos, como entendia outrora). Exemplo do perfil contratualista é encontrado na idéia de interesse da companhia esposada pelo artigo 115 da Lei das Sociedades por Ações.

Já a teoria institucionalista, desenvolvida por W. RATHENAU, liga o interesse social ao desenvolvimento da empresa em si, entendida como ente dotado de interesses próprios, diversos dos interesses dos acionistas. Deve, assim, abranger interesses outros, tais como o interesse do Estado, dos trabalhadores e dos consumidores. Na Lei das Sociedades por Ações brasileira, igualmente, encontram-se evidências da teoria institucionalista, como se pode ver nos artigos 116 e 117.

Pelo exposto, inegável que a lei acionária brasileira tem perfil misto, ora aproximando-se do perfil contratualista, ora do institucionalista. Apesar disso, para a análise que se segue, o perfil a ser adotado é o contratualista, haja vista que a resposta à indagação feita anteriormente (quais interesses são tutelados pelos mecanismos de defesa) passa, necessariamente, pela chamada teoria da agência.

Consoante adverte A. JOSUÁ¹⁰¹, na aplicação da teoria da agência ao Direito Brasileiro, é necessária a adoção da teoria contratualista a respeito da noção de interesse social.¹⁰² Isso se faz necessário para que seja possível identificar a relação entre acionistas controladores e não controladores, nas companhias com controle definido, e a relação estabelecida entre acionistas, de um lado, e administradores-controladores, de outro, nas companhias em que há controle gerencial, bem como a identificação do interesse social com o interesse *comum* dos acionistas,

¹⁰¹ *Governança corporativa...* cit. (nt. 12, *supra*), p. 13.

¹⁰² Conforme A. M. CORDEIRO, a busca por interesse social diverso do interesse dos acionistas seria tarefa vã – não existem instrumentos técnico-jurídicos capazes de dar corpo a interesse social diverso daquele resultante da vontade legalmente expressada pelos sócios (cf. A. M. CORDEIRO, *A OPA estatutária como defesa contra tomadas hostis*, in *Revista da Ordem dos Advogados* 58, t. I (1998), pp. 133-134).

enquanto tais.¹⁰³ Ressalte-se que a teoria da agência preocupa-se fundamentalmente com essa relação entre acionistas ou acionistas e administradores, denominada relação de agência, desconsiderando debates a respeito dos interesses de outros (terceiros interessados).

Tomado o interesse social segundo a concepção contratualista (= interesse comum dos acionistas)¹⁰⁴, temos que se o interesse a ser tutelado é de titularidade de uma parte (acionistas), mas sua defesa é posta em prática por outra (pelos administradores), estamos diante de típica relação de agência.

A relação de agência e suas conseqüências estão, assim, estritamente ligadas à separação entre propriedade acionária e poder de controle, pois é essa separação que ocasiona aquela distinção entre titularidade de interesse e sua gestão, dando ensejo aos denominados problemas de agência e conseqüentes custos de agência (*agency costs*).¹⁰⁵

A teoria da agência estuda, assim, os conflitos e custos resultantes da separação entre a propriedade e o controle do capital ou,

¹⁰³ Consoante ressalta B. CLARKE, ao analisar a Diretiva Européia sobre *Takeover*, o interesse da companhia, no Reino Unido, sempre foi tido por representar o interesse dos acionistas (“In the common law jurisdictions the term ‘acting in the interests of the company’ in the context of fiduciary duties has typically been viewed as acting in the interests of shareholders – B. CLARKE, *Takeover Regulation: Through the Regulatory Looking Glass - CLPE Research Paper 18/2007*, in *Comparative Research in Law & Political Economy*, v. 3, n. 5 (2007), p. 16, disponível [on-line] in <http://ssrn.com/abstractid=1002675> [03.01.2011]).

¹⁰⁴ Apóia-se, aqui, na análise do artigo 115 da lei apresentada por L. G. P. B. LEÃES, segundo a qual se entende “o interesse da companhia, não como o somatório dos interesses privados dos sócios, nem como um interesse autônomo desvinculado dos interesses dos acionistas da companhia, mas como o interesse comum dos sócios (*qua socii* e não enquanto indivíduos), norteado no sentido da realização do objeto social” (*Conflito de interesses e vedação de voto nas assembleias das sociedades anônimas*, in *Revista de Direito Mercantil* 92 (1993), p. 107). É nesse sentido que a expressão será adotada na análise que se segue.

¹⁰⁵ “Since the relationship between the stockholders and the managers of a corporation fits the definition of a pure agency relationship, it should come as no surprise to discover that the issues associated with the ‘separation of ownership and control’ in the modern diffuse ownership corporation are intimately associated with the general problem of agency.” (M. C. JENSEN e W. H. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics* 3, n. 4 (1976), p. 6, disponível [on-line] in <http://ssrn.com/abstract=94043> [03.01.2011]).

como prefere A. JOSUÁ¹⁰⁶, as relações entre os detentores do poder de controle de uma companhia e aqueles que possuem interesses econômicos nela, mas não lhe detêm o controle.

Na linha de M. C. JENSEN e W. H. MECKLING, a relação de agência é definida como o contrato pelo qual uma ou mais pessoas, denominadas principais, atribuem a outra (o agente) a execução de alguns serviços em seus interesses, incluindo a outorga de poder de decisão ao agente.¹⁰⁷

O problema de agência surge do fato de que, em havendo a separação entre propriedade e o controle do capital, cada qual destes elementos ficará nas mãos de pessoas diversas: no caso da sociedade anônima, a propriedade do capital pertence aos acionistas (principais), enquanto o controle do capital fica ao cargo dos administradores da companhia (agentes), no caso das macro-empresas, com capital pulverizado e sem controle definido, ou a cargo do acionista controlador, no caso de sociedade com controle definido. Se ambas as partes buscarem a maximização de suas utilidades, surgirá daí o conflito de interesses entre principais e agentes, visto que os últimos tenderão a não atuar sempre nos melhores interesses dos primeiros.

Tendo em vista que o objetivo do presente trabalho é tratar dos mecanismos de defesa em face de tomada hostil de controle, e que só há possibilidade de falar em tomada de controle hostil se o poder de controle na companhia é do tipo minoritário ou gerencial, na aplicação da teoria da agência, então, teremos dois tipos de interesses em jogo: de um lado, o interesse dos proprietários das ações despidos do poder de controle (separação propriedade – controle), que são os denominados *principals*, e de outro lado os detentores do poder de controle, que pode tanto ser um

¹⁰⁶ A. JOSUÁ, *Governança corporativa...* cit. (nt. 12, *supra*), p. 9.

¹⁰⁷ *Theory of the Firm...* cit. (nt. 105, *supra*), p. 5.

grupo minoritário de acionistas (controle minoritário), quanto os administradores (controle gerencial), que são denominados agentes.¹⁰⁸

No Brasil, não é típico o controle gerencial (inclusive, a lei refere-se expressamente a um *acionista* controlador em seu artigo 116), motivo pelo qual a relação de agência não se estabelece, em regra, entre administradores, de um lado, e acionistas, de outro, mas sim entre controladores e administradores a eles vinculados como agentes e acionistas não controladores como principais.

A teoria da agência trabalha, fundamentalmente, com duas noções: conflito de interesses e custos de transação. O conflito surge do embate entre os interesses particulares daqueles entre os quais se estabelece a relação de agência, tendo em vista que, na lógica econômica, tais indivíduos buscam sempre maximizar seus resultados. Conseqüência direta disso são os custos de transação, que são aqueles em que uma das partes numa relação de agência incorre na busca da maximização de seus proveitos; ou, visto de outro modo, custos incorridos para minimizar o problema da agência (conflito de interesses entre as partes na relação). Nesse sentido, são mais especificamente denominados custos de agência (*agency costs*).¹⁰⁹

Desse modo, os custos de agência são os custos de transação suportados pelos principais, na busca de mecanismos de fiscalização da atuação dos agentes, para resguardar seus interesses.

M. C. JENSEN e W. H. MECKLING definem o custos de agência como a soma (i) dos custos de monitoramento pelo principal, (ii) dos gastos

¹⁰⁸ Frise-se que a teoria da agência veio para explicar o problema do conflito de interesses advindo da dispersão do capital das grandes companhias abertas. Uma proposta de solução para tal problema está na denominada governança corporativa, cujo objetivo é diminuir os custos de agência, por meio, sobretudo, da redução da assimetria de informações entre agentes e principais. Assim, pode-se afirmar que a seqüência lógica dos acontecimentos seria: capital disperso; separação propriedade e controle; conflito de interesses (principal x agentes); problema de agência; governança corporativa. No presente trabalho, dar-se-ão apenas os primeiros passos dessa seqüência, deixando de tratar da governança corporativa, visto que o tema foge ao escopo mais restrito deste estudo.

¹⁰⁹ A. JOSUÁ, *Governança corporativa...* cit. (nt. 12, *supra*), p. 19.

para incentivar o agente a atuar em benefício do principal; e (iii) das perdas residuais, decorrentes do fato de que é impossível para o principal ou para o agente, a um custo zero, assegurar que o último tomará sempre as melhores medidas do ponto de vista do principal.¹¹⁰

Os custos de agência podem ser apresentados em quatro categorias: despesas de monitoramento (dos agentes); despesas com cobertura de seguro (para ressarcir os principais da má gestão/gestão desonesta dos agentes); custos de oportunidade (perdas decorrentes da demora na tomada de decisão sobre novas oportunidades) e despesas de estruturação (estrutura de compensação aos agentes, para incentivá-los na maximização da riqueza dos principais).¹¹¹

Nota-se que os custos de agência são maiores quanto mais marcante for a separação entre propriedade e controle. Isso acontece porque quanto maior a dispersão acionária da companhia (e, conseqüentemente, a separação entre propriedade e controle), mais acentuada é a possibilidade de maximização dos interesses dos administradores (agentes) ante a assimetria informacional que se estabelece entre os agentes, de um lado, e os acionistas não controladores, de outro.¹¹²

A assimetria de informações entre agente e principal é usual na relação de agência, em que o agente, de ordinário, possui informações com relação à companhia que não são compartilhadas com o principal. Isso pode favorecer ações oportunistas por parte dos agentes, na busca de benefícios individuais, em detrimento da maximização dos resultados do principal.

Essa assimetria de informações, muitas vezes, pode estar na raiz de uma tentativa de *takeover*: como conseqüência da falta de informações, em tese, as ações detidas pelos acionistas não controladores (principais) restariam subvalorizadas no mercado. Investidores mais experientes, ao notarem isso, podem valer-se da situação para, uma vez

¹¹⁰ *Theory of the Firm...* cit. (nt. 105, *supra*), pp. 5-6.

¹¹¹ A. P. SEGATTO-MENDES e K. C. ROCHA, *Contribuições da teoria de agência ao estudo dos processos de cooperação tecnológica universidade-empresa*, in *Revista de Administração* 40 (2005), pp. 173-174.

¹¹² A. JOSUÁ, *Governança corporativa...* cit. (nt. 12, *supra*), p. 20 e pp. 72 e ss.

tomado o controle da companhia e substituída sua administração, em busca de maior eficiência, alavancar o preço das ações, que futuramente poderão vender, tendo como recompensa a diferença do valor de venda e de compra das ações.¹¹³

Não é à toa, assim, que o mercado pelo controle societário, caracterizado pela ocorrência de *takeovers* hostis, tem sido apontado como um dos mecanismos para mitigar as conseqüências advindas da assimetria de informação: para evitar uma tomada hostil de controle – e subsequente troca da administração – os administradores de uma companhia com ações negociadas em bolsa devem buscar maior eficiência em sua administração e conseqüente maximização do investimento feito pelo principal (o que pode ser representado, por exemplo, pelo aumento do valor da ação no mercado de valores mobiliários).¹¹⁴

A atuação mais eficiente da administração reflete no valor das ações da companhia no mercado, diminuindo acentuadamente a diferença entre valor de mercado da ação e seu valor econômico, tornando menos atraente a tomada de controle. O resultado disso é a diminuição dos custos de agência.¹¹⁵

A possibilidade de ocorrência de *takeover* hostil, então, é uma forma de incentivar os administradores a atuarem de modo mais eficiente, na busca dos interesses que devem zelar.¹¹⁶ Por conseqüência, diminuem os custos de monitoramento, típicos da relação de agência.

¹¹³ “The lower the stock price, relative to what it could be with more efficient management, the more attractive the takeover becomes to those who believe that they can manage the company more efficiently. And the potential return from the successful takeover and revitalization of a poorly run company can be enormous” – H. G. MANNE, *Mergers and the Market for Corporate Control*, in *Foundations of Corporate Law*, org. R. ROMANO, Nova Iorque, Foundation Press, 1993, p. 224.

¹¹⁴ É o que noticia F. K. COMPARATO ao comentar os casos *Courtaulds v. ICI*, na Inglaterra, e *Compagnie Saint-Gobain v. Société Boussois-Souchon-Neuvesel*, na França, já referidos no Capítulo 1, item 1.4. Sobre, v. *Aspectos jurídicos...* cit. (nt. 2, *supra*), pp. 38-39.

¹¹⁵ A. JOSUÁ, *Governança corporativa...* cit. (nt. 12, *supra*), p. 81.

¹¹⁶ Nesse sentido, F. H. EASTERBROOK e D. R. FISCHER, *Management's Fiduciary Duty and Takeover Defenses – The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, in *Foundations of Corporate Law*, org. R. ROMANO,

Visto assim, poderíamos concluir que a adoção de medidas defensivas pode atender a uma série de interesses, a depender do caso concreto. O importante a destacar é que a adoção ou não dos mecanismos de defesa, se feita de modo abusivo, leva à corrupção dos objetivos de sua utilização.

A existência de um livre mercado pelo controle acionário (*market for corporate control*) pode ser benéfica para o interesse da companhia e dos acionistas, na medida em que força a administração a ser mais eficiente, sob pena de ser substituída. Por outro lado, a existência ostensiva de *takeovers* hostis pode gerar insegurança e instabilidade na administração da companhia, pois esta atuaria sempre com uma espada na cabeça ante a iminência de perda do cargo, comprometendo os investimentos em longo prazo da sociedade.¹¹⁷

Para evitar essa instabilidade na administração, são utilizados os mecanismos de defesa, que nesse caso teriam por objetivo resguardar a estabilidade dos administradores, num primeiro plano, para indiretamente resguardar o interesse da companhia (na expectativa de que os administradores, mais seguros, teriam melhor atuação). No extremo, porém, tais medidas podem levar ao entrincheiramento da administração,¹¹⁸ tendo como resultado o aumento dos custos de agência.

O entrincheiramento consiste na auto-perpetuação dos administradores em seus cargos, pouco importando a qualidade de sua atuação, visto que a utilização daqueles expedientes defensivos torna

Nova Iorque, Foundation Press, 1993, pp. 258-262; E. F. FAMA, *Agency Problems and the Theory of the Firm*, in *The Journal of Political Economy* 88, n. 2 (1980), p. 294.

¹¹⁷ C. SALOMÃO FILHO e M. S. RICHTER JÚNIOR apontam que a existência de obstáculos ao livre mercado de aquisição de controle de companhias (e, portanto, à tomada hostil de controle) já foi relacionada ao sucesso das economias em que tais obstáculos são implantados, a exemplo do Japão e da Alemanha (na década de 90), pois viabiliza a programação e desenvolvimento de investimentos a longo prazo. A idéia é evitar manobras concentracionistas, em prol do aumento da capacidade produtiva interna da sociedade (*Interesse Social...* cit. (nt. 64, *supra*), p. 68).

¹¹⁸ Sobre, v. L. A. BEBCHUK e A. COHEN, *The costs of entrenched boards*, in *Journal of Financial Economics* 78 (2005), pp. 409-433; J. VELASCO, *The enduring illegitimacy of the poison pill*, in *The Journal of Corporation Law* 27 (2002), pp. 381-423.

virtualmente impossível a tomada de controle contra a vontade da administração.

De se mencionar, ainda, um mecanismo de defesa especialmente desenvolvido para resguardar os administradores de eventual tomada hostil de controle: o pára-quedas dourado. Por esse expediente, os administradores do alto escalão da companhia receberiam vultosas quantias a título de indenização na ocorrência de tomada hostil de controle. Em princípio, o mecanismo é previsto para assegurar a estabilidade da administração. Porém, em alguns casos, o prêmio assegurado aos administradores é tão atraente que, do ponto de vista deles, a tomada de controle hostil passa a ser vantajosa. Em face disso, os administradores, ao invés de atuarem na busca do interesse da companhia, passam a atuar na defesa de seus próprios interesses.

Por fim, os mecanismos de defesa podem ser utilizados para salvaguardar o interesse de eventual acionista ou grupo de acionistas (que detenha o controle da companhia com menos da metade do capital social votante) em manter sua posição de controlador. A utilização adequada da medida defensiva, nesse caso, pode ser benéfica à sociedade na medida em que auxilia na dispersão acionária, visto que o controlador não precisa ter mais da metade do capital social para assegurar o controle da companhia.

Por outro lado, a previsão abusiva do mecanismo de defesa, como ocorre, por exemplo, na previsão de expedientes que tornam a sua remoção praticamente impossível (como acontece com as chamadas “cláusulas pétreas” apostas nos estatutos de muitas companhias listadas no Novo Mercado da BM&F-Bovespa¹¹⁹), levaria ao engessamento da companhia, impossibilitando, por vezes, a celebração de negócios benéficos ao interesse social.

Diante do exposto, vê-se que definir, *a priori*, qual ou quais os interesses protegidos pelos mecanismos de defesa não é tarefa fácil. Os dois modelos de regulação que veremos a seguir acabam, cada qual, por se

¹¹⁹ Sobre, v. Capítulo 3, itens 3.3.1. e 3.3.2., *infra*.

inclinar para a defesa de um ou de outro interesse. Na sistemática da lei brasileira, o que se pode afirmar, no momento, é que a adoção de algum mecanismo de defesa deve ter em vista, em princípio, o resguardo sempre do interesse social, seja a medida sendo adotada por acionista controlador (no caso de controle definido), ante a expressa previsão legal do artigo 116 da lei, que lhe atribui o dever de observar o interesse da companhia, seja a adoção realizada pela administração (no caso de controle gerencial), tendo em vista a previsão contida no artigo 154 da Lei das Sociedades por Ações.

Vejamos, então, os dois modelos de regulação no que tange aos mecanismos de defesa diante de oferta pública de aquisição de controle.

2.2. Modelo de Regulação Norte-Americano

Nos Estados Unidos da América, o primeiro diploma a disciplinar as ofertas públicas de aquisição de ações, em âmbito federal, foi o *Williams Act*, de 1968, que adicionou as seções 13 (d) e (e) e 14 (d) e (e) ao *Securities Exchange Act*, de 1934. Pode-se dividir a disciplina do *Williams Act*, no que tange ao tema, em três grandes grupos: (i) previsão de *disclosure* obrigatório; (ii) regras anti-fraude; e (iii) medidas de proteção aos acionistas destinatários da oferta. Em síntese, as principais alterações introduzidas pelo *Williams Act* dizem respeito à transparência de tais operações.

Com efeito, a principal preocupação do *Williams Act* foi prover aos acionistas da companhia-alvo tempo e suficiente informação sobre o ofertante e suas intenções, para que pudessem tomar sua decisão com relação à oferta de modo bem informado. O meio previsto para tanto foi a exigência de realização de *disclosure*: sempre que pessoa ou grupo adquira mais de 5% das ações votantes de uma companhia, deve proceder ao

disclosure da operação, dentro de 10 dias, conforme determina a seção 13 (d) do *Securities Exchange Act*.

Essa busca por maior transparência e divulgação de informações veio para conter a prática abusiva que ficou conhecida por “*Saturday night special*”¹²⁰. Essa manobra consistia no lançamento de *tender offer* por curto período de tempo e segundo a regra de que apenas seriam compradas as ações dos primeiros que aceitassem a oferta, até o montante ofertado (“*first come, first served basis*”). Tal estratégia pressionava os acionistas a aceitarem a oferta, sem ter tido tempo de analisá-la melhor, ante o risco de não venderem suas ações e, num segundo passo da aquisição, serem colocados para fora da sociedade recebendo valor inferior pelas ações. A preocupação, assim, foi fornecer mais tempo e informações aos acionistas, para que estes pudessem analisar a oferta e decidir sobre sua aceitação de modo mais consciente.¹²¹

Para tanto, a legislação federal incumbiu-se de regulamentar o processo pelo qual se deva dar a oferta pública de aquisição de ações na prática norte-americana, trazendo as exigências e requisitos legais a serem observados. Contudo, a doutrina aponta que a regulação federal da matéria é pouco rigorosa, caráter que normalmente é indicado como justificativa para a relativamente leniente regulação norte-americana sobre as práticas defensivas.¹²² A título de exemplo, o *Williams Act* não trata da

¹²⁰ J. ARMOUR e D. A. SKEEL JR., *Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? – The Peculiar Divergence of U.S. and U.K. Takeover Regulation*, in *The Georgetown Law Journal* 95 (2006/2007), p. 1734.

¹²¹ V. V. COOKE, *Does the European Community have a fatal attraction for hostile takeovers? A comparison of the European Commission’s Proposed Directive on Takeover Bids and the United States Experience*, in *Washington and Lee Law Review* 47 (1990), p. 664.

¹²² C. KIRCHNER e R. W. PAINTER, *Takeover Defenses Under Delaware Law, the Proposed Thirteenth EU Directive and the New German Takeover Law: Comparison and Recommendations for Reform*, in *The American Journal of Comparative Law* L, n. 3 (2002), p. 454.

obrigatoriedade de realização de oferta em caso de alienação ou aquisição de controle¹²³.

Com efeito, a legislação federal norte-americana confere ao ofertante muita flexibilidade para determinar os contornos da oferta: não prevê uma porcentagem mínima a ser adquirida, nem prevê a necessidade de realizar oferta pública obrigatória no caso de aquisição do controle. As únicas regras protetivas para os acionistas são: assegurar tratamento igualitário a todos os acionistas aceitantes da oferta; dever de adquirir a mesma proporção de cada um dos aceitantes no caso de a somatória das ações dos acionistas aceitantes ser maior que o que o ofertante comprometeu-se a adquirir (aquisição *pro rata*); e tempo mínimo de duração da oferta – esta deve ficar aberta por, ao menos, vinte dias.¹²⁴

Ademais, ao regular o *tender offer*, a legislação federal manteve-se neutra sobre a admissibilidade do *takeover* hostil. V. V. COOKE¹²⁵ aponta que essa neutralidade deveu-se à incerteza do Congresso sobre os benefícios do *takeover*¹²⁶, deixando à legislação de cada estado a competência para tratar do assunto. Assim, além do *Williams Act*, que é norma federal, os estados americanos possuem legislação própria sobre o tema.

Diante da neutralidade da legislação federal, os estados norte-americanos editaram seus próprios diplomas legais, muitos dos quais contendo previsões de caráter *antitakeover*. A título de exemplo, era comum, nas legislações estaduais, a previsão de que o ofertante deveria submeter sua oferta de aquisição a um órgão regulador local, antes de torná-la pública. Tal previsão foi levada à análise do Judiciário, no caso *Edgar v. MITE Corp.*¹²⁷, em que foi questionada a previsão contida no

¹²³ Ao contrário do que sucede com a legislação europeia sobre o tema. Igualmente, a legislação brasileira cuida da oferta obrigatória em caso de aquisição onerosa do controle de companhia aberta no artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas.

¹²⁴ J. ARMOUR e D. A. SKEEL JR., *Who Writes the Rules...* cit. (nt. 120, *supra*), p. 1734.

¹²⁵ *Does the European...* cit. (nt. 121, *supra*), p. 687.

¹²⁶ Sobre, v. Capítulo 1, item 1.4., *supra*.

¹²⁷ *Edgar v. MITE Corp.*, 457 U.S. 624 (1982).

Illinois Business Take-Over Act. A exigência de prévia aprovação da oferta pela agência estadual foi considerada conflitante com o *Williams Act* e julgada inconstitucional.

Quando do julgamento da ação, em 1982, trinta e sete estados norte-americanos já contavam com estatutos *antitakeover* com previsão similar.¹²⁸ Esse tipo de legislação ficou conhecido como a 1ª geração de estatutos *antitakeover*.¹²⁹

Os estados, então, desenvolveram outros métodos para limitar a ocorrência de *takeover* hostil, mas que não esbarravam com a regulação do *Williams Act*. Por exemplo, cita-se o “*control share acquisition acts*”, pelo qual o adquirente das ações somente pode exercer seu direito de voto depois que os demais acionistas, reunidos em assembléia-geral, aprovem a transação; ou o “*business combination control act*”, que limita ou proíbe a venda de ativos da companhia-alvo ou mudanças dramáticas nas suas operações por período que varia entre três a cinco anos. Tais expedientes, todavia, não são postos em prática no caso de alienação amigável do controle. Desse modo, com tais mecanismos, fomentou-se o *takeover* amigável, diminuindo a ocorrência de *takeover* hostil.

Porém, a principal forma encontrada pelas legislações estaduais para prevenir o *takeover* foi fortalecer os poderes dos administradores, para que agissem como representantes dos interesses coletivos dos acionistas quando diante de uma oferta, admitindo largamente que os administradores se valessem de medidas defensivas.

Não é por outra razão que os principais atores no contexto de uma oferta hostil, no cenário norte-americano, são os administradores: são eles os responsáveis de fato pelo resultado da oferta, tendo em vista que a eles compete por em prática os denominados mecanismos de defesa.

O sistema norte-americano é, assim, fortemente marcado pela atuação incisiva dos administradores da companhia-alvo, diante de oferta

¹²⁸ V. V. COOKE, *Does the European...* cit. (nt. 121, *supra*), p. 681-682.

¹²⁹ J. ARMOUR e D. A. SKEEL JR., *Who Writes the Rules...* cit. (nt. 120, *supra*), p. 1765.

não amigável. Entretanto, ao atribuir tanto poder aos administradores, outro ponto central surge no que concerne à sua atuação: trata-se do potencial conflito de interesses entre os próprios administradores e o interesse da companhia e de seus acionistas.

Essa situação de conflito, como já se teve a oportunidade de pontuar, deriva do fato de que a oferta para a tomada da sociedade é, em primeiro lugar, hostil aos administradores da companhia visada, que vêem a manutenção de seus cargos ameaçada.

Com efeito, a experiência mostra que, por vezes, o interesse a animar a atuação dos administradores tem fulcro egoístico, não condizente com o interesse social. Ora, se os principais atingidos por uma oferta hostil são os administradores, a situação agrava-se ainda mais diante da constatação de que compete a eles, administradores, decidir sobre o sucesso da oferta, uma vez que a decisão em adotar alguma medida defensiva parte dos próprios órgãos de administração da companhia-alvo.

Para solucionar esse conflito de interesses, são atribuídos aos administradores os denominados deveres fiduciários. Os deveres fiduciários consistem no dever imposto aos administradores da companhia de agir na busca dos melhores interesses dos acionistas. Tais deveres se desdobram no dever de diligência e no dever de lealdade.¹³⁰

O dever de diligência pode ser entendido, seguindo a linha do artigo 153 da Lei das Sociedades por Ações brasileira, como a exigência de que o administrador da companhia empregue, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios; já o dever de lealdade determina que os administradores ajam segundo a boa-fé.

Com isso, visa-se conter os impulsos egoísticos dos administradores, por meio da sua responsabilização pessoal, no caso de quebra dos deveres fiduciários. Ou seja, os administradores possuem ampla

¹³⁰ R. C. MICHELETTO, *The Poison Pill: A Panacea for the Hostile Corporate Takeover*, in *The John Marshall Law Review* 21 (1987-1988), p. 128.

atuação diante de uma oferta hostil; porém, essa liberdade de atuação não lhes é conferida como um cheque em branco. Os administradores são responsáveis pelas suas decisões e respondem por seus comportamentos judicialmente. Dessa forma, a legislação norte-americana transforma o controle do conflito de interesses entre administradores e companhia num controle posterior (*ex post*), a ser feito no Judiciário, quando há alegação de que houve quebra dos deveres fiduciários.

Em face disso, pode-se afirmar que o modelo norte-americano está pautado, precipuamente, em dois pilares: o regulatório, levado a cabo pela *Securities and Exchange Commission (SEC)*, a qual compete verificar se a oferta está de acordo com as exigências da lei (tais como, por exemplo, o necessário *disclosure*); e o judicial, em que é analisada a atuação dos administradores quando diante de uma oferta hostil¹³¹. Por conta disso, no âmbito regulatório, os principais atores no desenrolar de uma oferta pública, nos Estados Unidos da América, acabam sendo os juízes e os advogados.

É por conta desse modelo de controle *ex post*, que o *takeover* gera grande litigiosidade, estando a matéria judicialmente pautada pela denominada *business judgment rule* (regra do julgamento empresarial), produto dos principais casos tratados nas cortes norte-americanas, sobretudo a Suprema Corte do Estado de Delaware, onde significativa parte das maiores companhias norte-americanas encontra-se instituída¹³².

A seguir, traçar-se-á breve síntese dos principais *leading cases* a pautar a matéria, para posteriormente cuidar da regra do julgamento empresarial de modo específico.

¹³¹ J. ARMOUR e D. A. SKEEL JR., *Who Writes the Rules...* cit. (nt. 120, *supra*), p. 1743.

¹³² “Delaware is the state in which approximately half of America's largest corporations were incorporated”. (cf. J. ARMOUR e D. A. SKEEL JR., *Who Writes the Rules...* cit. (nt. 120, *supra*), p. 1755).

O primeiro caso a ser tratado é o *Unocal Corp v. Mesa Petroleum Co.*, decidido em 1985.¹³³ A companhia Mesa já possuía 13% das ações votantes de Unocal, e lançou oferta para a aquisição de mais 27% das ações da Unocal (por 54 dólares a ação) visando adquirir o controle da companhia. Se obtivesse sucesso na oferta, pretendia adquirir as ações restantes mediante a troca das ações de Unocal por outros títulos, que alegava de valor equivalente, mas que, em verdade, possuíam valor inferior.

Em face dos potenciais prejuízos que a investida da Mesa poderia causar, os administradores da Unocal, após longas discussões, lançaram uma oferta para comprar ações da própria Unocal, no montante de 49%, com o valor de 72 dólares por ação, valor este acima do que valiam. Porém, essa recompra foi condicionada ao sucesso da oferta da Mesa, ou seja, somente haveria a recompra das próprias ações pela Unocal se Mesa conseguisse realizar a aquisição visada.

A idéia foi criar uma situação dúbia para os acionistas da Unocal: se muitos acionistas não aceitassem a proposta de Mesa, para que depois pudessem vender suas ações para Unocal a um valor superior, a sociedade Mesa não obteria sucesso na oferta, e, portanto, nenhuma das duas compras se realizaria.

Posteriormente, a Unocal retirou essa condição da oferta de recompra de ações. Porém, não estendeu a possibilidade de venda das ações pelo valor de 72 dólares para as ações já detidas pela Mesa. Foi esse o ponto levado aos Tribunais – a diferença de tratamento entre acionistas.

O Judiciário entendeu ser possível o tratamento diferenciado. A administração da companhia não é obrigada a recomprar ações em condições iguais de todos os acionistas (isso já tinha ficado consolidado em outro caso – *Cheff v. Mathes*¹³⁴).

¹³³ *Unocal v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985). Sobre, R. C. CLARK, *Corporate Law*, Boston/Toronto, Little, Brown and Company, 1986, pp. 584-586.

¹³⁴ *Cheff v. Mathes*, 199 A.2d 548 (Del. 1964). Este caso consiste em demanda movida por acionista da Holland Furnace Company (HFC) em face do diretor executivo desta, o

Com isso, a Suprema Corte de Delaware consolidou o entendimento de que as manobras defensivas executadas pelo órgão de administração da companhia-alvo são válidas, desde que o propósito único e primário não seja a defesa de seus cargos na administração, mas sim agir de boa-fé no melhor interesse da companhia e de seus acionistas. Ademais, a manobra escolhida deve ser proporcional à ameaça.

Um segundo precedente a ser considerado consiste no caso *MacAndrews & Forbes v. Revlon, Inc.*¹³⁵ Nesse caso, julgado em 1986 pela Suprema Corte de Delaware, o controle da companhia Revlon estava sendo disputado por duas outras sociedades – MacAndrews & Forbes e Forstmann Little. As duas ofertas, em princípio hostis e concorrentes, levaram a um verdadeiro leilão do controle da Revlon, com as companhias aumentando suas ofertas, como se num verdadeiro leilão. Num primeiro momento, porém, a administração da Revlon posicionou-se contrariamente a tomada de controle, haja vista a intenção das duas companhias ofertantes (desmantelar a companhia-alvo e vender seus ativos).

Entretanto, Forstmann Little entra em negociação com os administradores da Revlon e, por fim, lança oferta no valor de \$57,25 dólares por ação. Em seguida, MacAndrews & Forbes aumenta sua oferta para \$58 dólares, mas a administração da Revlon fecha o negócio com

Sr. Cheff, em que o acionista visava responsabilizar o Sr. Cheff pela recompra de ações efetuada, decorrente da utilização da técnica de defesa denominada *raider buyout*. Por meio desta técnica, o diretor aprovou a compra das ações detidas por um único acionista, por quantia superior ao valor de mercado, tendo em vista que a presença daquele acionista na companhia não atendia ao interesse social. O diretor executivo da HFC, entretanto, foi acusado de ter utilizado a medida com o fim de manter-se na administração da companhia. Na decisão do caso concreto, a Suprema Corte de Delaware considerou a manobra utilizada pelo diretor como sendo válida e de boa-fé, tendo sido efetivada no interesse da companhia. Isso porque ficou comprovado que a presença do *raider*, que já contava com assento na administração da companhia, representava razoável ameaça à continuidade da HFC, o que justificaria a sua retirada da companhia mediante a recompra de suas ações por preço acima do valor de mercado (C. BARCLAY, *Defensive Strategies to Hostile Takeover Attempts: The Impact of Norlin Corp. v. Rooney Pace, Inc.*, in *Northern Kentucky Law Review* 13 (1986-1987), pp. 82-84).

¹³⁵ *MacAndrews & Forbes v. Revlon, Inc.*, 506 A.2d 173, (Del. 1986). Sobre, v. K. J. NACHBAR, *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc. - The Requirement of a Level Playing Field in Contested Mergers, and its Effect on Lock-Ups and Other Bidding Deterrents*, in *Delaware Journal of Corporate Law* 12 (1987), pp. 473-495, em especial pp. 476-477 e p. 492.

Forstmann Little, apesar de esta ter ofertado valor menor. Esse foi o ponto levado a juízo pela MacAndrews & Forbes.

A Suprema Corte de Delaware decidiu que os administradores da Revlon agiram em desrespeito ao seu dever de diligência (*duty of care*): quando escolheu a oferta de menor valor, a administração agiu em detrimento dos acionistas. A partir do momento que se propôs a procurar ofertas concorrentes para fazer frente à oferta de MacAndrews, em verdade, aceitou a venda do controle da companhia e, a partir de então, a administração passou agir como se leiloeiro fosse, em busca do maior valor ofertado em benefício dos acionistas. A essa conclusão denominou-se “*Revlon duties*”.

De se mencionar, ainda, o caso *Smith v. Van Gorkom*,¹³⁶ julgado em 1985. Nesse caso, os acionistas da Trans Union, companhia aberta, ajuizaram ação contra Jerome Van Gorkom (que era Diretor Executivo e Presidente da Trans Union), tendo em vista a aprovação de operação de incorporação da companhia em outra, atribuindo-se o valor das ações da Trans Union em \$55 dólares, o que supostamente correspondia a valor superior ao de mercado. Apenas com base nessa informação, sem maiores diligências, Van Gorkom concordou com a incorporação, operação que depois foi confirmada pelos acionistas, com base nas informações prestadas.

Porém, a Suprema Corte de Delaware entendeu que apesar de essa ser uma decisão que cabe aos administradores da companhia, no caso concreto, eles agiram sem o devido cuidado, infringindo seus deveres fiduciários. Com base nisso, afastou-se a proteção da regra do *business judgment rule*, visto que a decisão foi tomada de forma negligente.

A partir desses precedentes, definiram-se os contornos da chamada *business judgment rule*. Por essa regra, haveria matérias, no âmbito empresarial, decididas pelos administradores que não poderiam ser revistas pelos acionistas, nem mesmo no Judiciário.

¹³⁶ *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985).

Essa proteção, todavia, depende da observância, pelos administradores, de alguns requisitos: as decisões devem ser respeitadas pelo Judiciário desde que tomadas no âmbito de competência dos administradores, e com base na boa-fé e em informações corretas e suficientes.

Assim, numa ação movida contra os administradores, acusando-os de desrespeitar seus deveres fiduciários, a decisão judicial deve pautar-se pela *business judgment rule*. Esta regra, tradicionalmente, é aplicada como uma presunção de que os administradores, ao tomarem uma decisão negocial, agiram de modo informado, de boa-fé, e honestamente crendo que a decisão tomada atenderia o interesse da companhia. Tal presunção acaba por atribuir o ônus da prova da má atuação dos administradores à parte que alega a quebra dos deveres fiduciários.¹³⁷

Entretanto, o Judiciário norte-americano é mais cauteloso na análise e aplicação da regra do julgamento empresarial quando o assunto é a adoção de medidas defensivas pela administração, ante uma tentativa de *takeover* hostil. Isso porque, apesar de ser obrigação dos administradores agirem na defesa da companhia e de seus acionistas quando entenderem que a *tender offer* pode ser-lhes prejudicial, a experiência mostra que na adoção de mecanismos de defesa há sempre uma grande probabilidade de os administradores estarem agindo em seu próprio interesse, em detrimento do interesse da companhia e dos seus acionistas.

Essa cautela faz com que as cortes norte-americanas determinem a inversão do ônus da prova: são os administradores que devem provar que agiram de boa-fé e de forma razoavelmente bem informada ao lançar mão de alguma medida defensiva. Apenas depois de feita essa prova inicial é que os administradores passam a gozar daquela presunção decorrente da *business judgment rule*.

R. C. MICHELETTO critica esse posicionamento da jurisprudência, até mesmo por conta do fundamento inicial da *business*

¹³⁷ R. C. MICHELETTO, *The Poison Pill...* cit. (nt. 130, *supra*), pp. 128-129.

judgment rule: o Judiciário prefere manter-se à margem do mérito das decisões empresariais, visto que se considera mal preparado para substituir a vontade de pessoas que são exclusivamente designadas para tomá-las (os administradores).

Esse tipo de posicionamento da jurisprudência acaba sobrecarregando os administradores, que se vêem cerceados em sua liberdade de agir conforme o interesse da companhia, diante do seguinte dilema: de um lado, os administradores possuem o dever de defender a companhia e seus acionistas de ofertas hostis que lhes sejam prejudiciais; de outro, os administradores podem ser judicialmente responsabilizados pela decisão de usar medidas defensivas se não provarem, de plano, que agiram em boa-fé e bem informados (segundo o posicionamento da jurisprudência). No extremo, isso pode levar ao engessamento da administração, com conseqüências desastrosas para o bom andamento social.¹³⁸

O pressuposto da regra do julgamento empresarial, como mencionado, está na constatação prática de que os administradores são mais competentes para determinar os rumos negociais de determinada companhia, do que os juízes estatais. Afinal, aqueles foram especialmente eleitos pelos acionistas para gerenciar a atividade empresarial.¹³⁹

Com isso, a *business judgment rule* cria um núcleo duro de matérias afetas apenas aos administradores, não sendo passíveis de revisão pelo Judiciário. Porém, a regra não serve de escudo impenetrável para toda e qualquer decisão tomada pelos administradores – a proteção conferida pela regra do julgamento empresarial apenas é válida e eficaz quando

¹³⁸ *The Poison Pill...* cit. (nt. 130, *supra*), p. 131.

¹³⁹ Essa foi a conclusão proferida no julgamento da apelação no caso *Paramount Communications Inc. v. QVC Network Inc.* (637 A.2d 34 (Del. 1994)): “The board of directors is the corporate decisionmaking body best equipped to make these judgments. Accordingly, a court applying enhanced judicial scrutiny should be deciding whether the directors made a *reasonable* decision, not a *perfect* decision. If a board selected one of several reasonable alternatives, a court should not second-guess that choice even though it might have decided otherwise or subsequent events may have cast doubt on the board's determination. Thus, courts will not substitute their business judgment for that of the directors, but will determine if the directors' decision was, on balance, within a range of reasonableness”. (destaques no original)

preenchido aqueles requisitos já definidos na jurisprudência, como a necessidade de o administrador ser competente para decidir sobre a matéria, e que a decisão seja tomada de forma bem informada, e de boa-fé.

Interessante notar que a regra da *business judgment rule* introduz, no campo privado, regra comum no direito público no que se refere ao atos discricionários realizados pelos administradores públicos. A doutrina e jurisprudência brasileiras são unânimes no sentido de que o mérito das decisões tomadas pelo administrador público, no âmbito de seu poder discricionário, não podem ser revistas no Judiciário. Ao Judiciário cabe apenas fazer o controle de legalidade do ato, analisando questões legais tais como forma do ato, competência do agente etc.¹⁴⁰ Tem-se, pois, que o mérito da decisão do administrador é de sua competência exclusiva, assim como prega a *business judgment rule* no caso dos administradores de sociedade anônima no direito norte-americano.

Por outro lado, existem matérias de interesse exclusivo dos acionistas, sendo, portanto, a estes deferida a competência para deliberar sobre elas. Contudo, entre as matérias de competência dos administradores e aquelas de competência dos acionistas haveria um campo cinzento, em que ambos os grupos teriam legítimo interesse em opinar. Dentro deste campo cinzento enquadra-se, notadamente, a alienação de controle das companhias abertas, que traz conseqüências diretas aos proprietários das ações – acionistas – mas não deixa de ser uma decisão empresarial, de interesse da administração.¹⁴¹

A regra do julgamento empresarial, nesse passo, tem por objetivo, justamente, informar o aplicador do direito sobre quais matérias, dentro daquela zona cinzenta, foram validamente decididas pelos administradores.

¹⁴⁰ Sobre a discricionariedade do administrador público, v. C. A. B. MELLO, *Curso de Direito Administrativo*, 25ª ed., São Paulo, Malheiros, pp. 942-976.

¹⁴¹ G. S. C. RIBAS, *Das aquisições hostis na prática norte-americana e a perspectiva brasileira*, in *Revista de Direito Mercantil* 141 (2006), p. 123.

Em síntese, vê-se que o modelo de regulação norte-americano pautou-se, inicialmente, pela autonomia dos acionistas, buscando garantir-lhes maior participação no destino da oferta, por meio, sobretudo, das regras de *disclosure* e tempo de duração mínimo da oferta. Essa foi a preocupação do *Williams Act*. Porém, diante da neutralidade da legislação federal, os estados norte-americanos foram mais a fundo na questão, legislando de forma mais restritiva ao *takeover*, atribuindo maiores poderes aos administradores e admitindo a utilização ampla de medidas defensivas.

Com a legislação *antitakeover* dos estados, nota-se o aumento crescente do poder dos administradores da companhia-alvo no que concerne ao êxito da oferta, subvertendo-se aquela preocupação inicial do *Williams Act*. Conforme notícia V. V. COOKE¹⁴², aliás, algumas legislações estaduais foram tão além do escopo inicial que admitem, inclusive, que os administradores rejeitem a oferta tendo em conta interesses outros que não o dos acionistas. Nota-se, assim, o aumento do poder dos administradores em detrimento da autonomia dos acionistas.

Essa mudança de enfoque na legislação sobre *takeover* é atribuída à forte influência que os administradores das companhias norte-americanas possuem junto aos legisladores locais. Numa oferta hostil de tomada de controle, como apontam L. A. BEBCHUK e A. FERRELL¹⁴³, apesar de os administradores poderem estar nas duas pontas da operação – podem ser tanto ofertantes, quanto ofertados – eles não optam por instituir a companhia nos estados cuja legislação seja mais permissiva ao *takeover*, o

¹⁴² Cf. *Does the European... cit.* (nt. 121, *supra*), pp. 685-688: “The state statutes protect target shareholders by empowering target management to act as the representative of collective shareholder interests when negotiating the bid terms with an offeror. However, because many states simultaneously expanded target management’s fiduciary duties to include representation of nonshareholder interests and the long-term interest of the target corporation itself, target management can disregard shareholders’ interests and reject a bid without fear of subsequent litigation for breach of a fiduciary duty. Many of the state antitakeover statutes have target management with absolute control over the success of tender offer. Thus the fundamental objectives and implicit assumptions regarding takeovers and tender offers in the United States now differ significantly from legislators’ original conceptions and from the current orientation of the European Commission”.

¹⁴³ L. A. BEBCHUK e A. FERRELL, *A new approach to takeover law and regulatory competition*, in *Virginia Law Review* 87 (2001), p. 135.

que poderia ser-lhes benéficos, quando atuando como ofertantes. Ao contrário, eles optam por estatutos legais *antitakeover* mais rigorosos, pois são movidos por seus interesses pessoais.

Diante dessa constatação, os estados norte-americanos, receosos de que ao adotarem legislação menos restritiva poderiam causar verdadeira debandada das companhias incorporadas em seu território para outros estados, acabaram por adotar legislação de caráter *antitakeover*, e cada vez mais rigorosas. Essa situação deu origem a verdadeira competição regulatória entre os estados (*regulatory competition*), os quais passaram a legislar sempre na busca de estatuto legal que atrairia mais companhias para seu território.

Essa influência dos administradores na legislação norte-americana ultrapassa as barreiras estaduais, chegando até mesmo ao Congresso norte-americano, mas sem sucesso. Conforme noticia R. ROMANO¹⁴⁴, de 1963 a 1987, mais de 200 projetos de lei para regular o *takeover* foram apresentados ao Congresso norte-americano, em sua maioria inclinados para tornar mais difícil a tomada de controle. Tais projetos não lograram sucesso, e o *Williams Act* continua sendo o principal diploma federal a regular a matéria.

Entretanto, no âmbito norte-americano, a discussão mais atual (apesar de não ser recente) sobre a regulação do *takeover* diz respeito à utilidade de permitir e adotar técnicas de defesa contra a tomada de controle. Esse debate nada mais é que a evolução natural do amadurecimento daquele mercado que, na década de 70 e mais acentuadamente na década de 80, vivenciou volume substancial de operações societárias visando à tomada de controle, o que deu vazão ao surgimento dos diversos mecanismos de defesa hoje existentes, fruto da criatividade forense dos operadores do direito.

¹⁴⁴ R. ROMANO, *The Future of Hostile Takeovers: Legislation and Public Opinion*, in *Foundations of Corporate Law*, org. R. ROMANO, Nova Iorque, Foundation Press, 1993, p. 282.

Forte doutrina posiciona-se no sentido de que a legislação deveria restringir a atuação dos administradores no desenrolar da oferta pública, devolvendo aos acionistas a função de dar a palavra final sobre o sucesso da oferta. Para tanto, chegam a propor que a matéria seja disciplinada no âmbito federal em moldes similares ao que há na Europa hoje. O outro lado, todavia, também conta com ferrenhos adeptos, que defendem a utilização dos mecanismos de defesa como a melhor técnica para lidar com o *takeover*. O debate continua em aberto, não havendo ainda conclusões certas sobre qual seria o melhor modelo de regulação.¹⁴⁵

2.3. Modelo de Regulação Europeu e Inglês

Inicialmente, ressalta-se que o objeto deste subitem, que aqui denominamos “modelo europeu”, refere-se, em verdade, ao modelo regulatório proposto na Diretiva 2004/25/CE, diploma que regula as ofertas

¹⁴⁵ Referindo-se a essa polêmica, que não é recente, mas continua na pauta do dia na doutrina norte-americana, assim resume J. ARMOUR e D. A. SKEEL JR.: “For over twenty-five years, academics have debated the question of how best to regulate the takeover market. The more the merrier, argued Frank Easterbrook and Dan Fischel. Their passivity thesis proposed that managers be prohibited from defending against a takeover, so that the company's shareholders would be the ones who decided whether to accept the bid. If the decision were left to the target's managers, the managers' interest in preserving their own jobs would too often overcome their fidelity to the best interests of the company. In response, other commentators argued that managers should be given at least some scope to slow down an initial takeover bid. On this view, managers should be permitted to defend against a takeover to the extent necessary to get the best possible price for the company's shareholders.” (cf. *Who Writes the Rules...* cit. (nt. 120, *supra*), p. 1733). Sobre, v., entre outros, L. A. BEBCHUK, *Letting Shareholders Set the Rules*, in *Harvard Law Review* 119 (2006), pp. 1784-1813; L. A. BEBCHUK e A. FERRELL, *A new approach...* cit. (nt. 143, *supra*), pp. 111-164; R. J. GILSON, *Unocal Fifteen Years Later (and what we can do about it)*, in *Delaware Journal of Corporate Law* 26 (2001), pp. 491-513; R. J. GILSON, *Lipton and Rowe's Apologia for Delaware: A Short Reply*, in *Delaware Journal of Corporate Law* 27 (2002), pp. 37-52; M. LIPTON e P. K. ROWE, *Pills, Polls and Professors: A Reply to Professor Gilson*, in *Delaware Journal of Corporate Law* 27 (2002), pp. 1-55; F. H. EASTERBROOK e D. R. FISCHEL, *Management's Fiduciary...* cit. (nt. 116, *supra*), pp. 258-262; F. H. EASTERBROOK e D. R. FISCHEL, *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, in *Harvard Law Review* 94, n. 6 (1981), pp. 1161-1204.

públicas no âmbito da União Européia, cujo regime, entretanto, não é integralmente obrigatório para os seu membros integrantes, razão pela qual não há completa uniformidade naquele continente quanto ao tema.

Feito esse alerta inicial, temos que não é possível tratar do modelo europeu sem antes falar do modelo inglês. Isso porque o modelo inglês de regulação do *takeover* exerceu forte influência na elaboração da Diretiva européia sobre o tema. Ademais, a Inglaterra sobressai-se pelo fato de o *takeover* ser objeto de auto-regulação em seu território.

Com efeito, a matéria está tratada no *City Code on Takeovers and Mergers* (“*City Code*”), que consiste num código de condutas elaborado por representantes dos próprios agentes atuantes no mercado de capitais inglês, sobretudo bancos de investimento e acionistas institucionais¹⁴⁶. O *City Code*, embora não tenha natureza legal, possui forte eficácia, e é observado pelas companhias inglesas, tendo em vista a previsão de sanções para aqueles que deixarem de observar suas regras.

Ao lado do *City Code*, posteriormente, foi criado, em 1968, o *City Panel on Takeovers and Mergers* (“*Panel*”) que, com o advento da Diretiva 2004/25/CE, foi indicado como autoridade competente para regulação e fiscalização das ofertas públicas de aquisição de ações, tendo em vista a exigência da Diretiva de que os países membros da União Européia assim procedessem. A partir de então, o *Panel* passou a contar com poderes legais para fazer cumprir as regras do *City Code*.¹⁴⁷

¹⁴⁶ No Reino Unido, “the self-regulatory system was orchestrated principally by the community of investment bankers and institutional investors, all of whom regularly rub shoulders in the ‘City’, the one-square-mile district where London’s business community is located” (J. ARMOUR e D. A. SKEEL JR., *Who Writes the Rules...* cit. (nt. 120, *supra*), p. 730).

¹⁴⁷ Cf. Seção A do *City Code (Introduction)*: “The Panel on Takeovers and Mergers (the ‘Panel’) is an independent body, established in 1968, whose main functions are to issue and administer the City Code on Takeovers and Mergers (the ‘Code’) and to supervise and regulate takeovers and other matters to which the Code applies in accordance with the rules set out in the Code. It has been designated as the supervisory authority to carry out certain regulatory functions in relation to takeovers pursuant to the Directive on Takeover Bids (2004/25/EC) (the ‘Directive’). Its statutory functions are set out in and under Chapter 1 of Part 28 of the Companies Act 2006 (as amended by The Companies Act 2006 (Amendment of Schedule 2) (No 2) Order 2009) (the ‘Act’)”.

A regulação na Inglaterra difere da americana, notadamente, em três pontos: (i) na rapidez de resposta aos pleitos formulados por qualquer das partes envolvidas numa oferta pública: essa rapidez deriva do próprio modelo auto-regulatório adotado na Inglaterra¹⁴⁸, o que faz com que a atuação do *Panel* seja contemporânea ao desenrolar da oferta, e não posterior, como o modelo litigioso norte-americano (controle *ex post*); (ii) dado o caráter mais flexível decorrente da auto-regulação, a atualização das regras do *City Code* é mais rápida, garantido uma melhor adequação das respostas do *Panel* às exigências do mercado regulado; (iii) menor atuação de advogados no desenrolar da oferta, visto que os agentes do *Panel* são retirados do próprio mercado, normalmente sendo *experts* em finanças e negócios – logo, o *Panel* é mais orientado pelos negócios que pelas leis.¹⁴⁹

Pode-se dizer, assim, que enquanto o modelo inglês repousa na auto-regulação, prevenindo litígios, pois resolve as questões pertinentes à tomada de controle de modo *ex ante*, o sistema norte-americano volta-se para o litígio, deixando para o Judiciário analisar os casos, posteriormente.

Por conta desse caráter mais ágil da regulação inglesa, há autores que defendem ser o modelo inglês mais vantajoso, seja pela sua maior rapidez em resolver conflitos, seja pela redução de custos proporcionada pela baixa litigiosidade (um terço das ofertas hostis nos Estados Unidos da América vai a litígio no Judiciário, enquanto que, na Inglaterra, é muito raro um *takeover* ser levado para análise do Judiciário, nem mesmo os hostis).¹⁵⁰

Na análise da regulação européia, far-se-á remissão aos pontos em comum, entre ela e o *City Code*, para evidenciar a forte influência que o sistema inglês exerceu no processo de elaboração de uma norma comum, no âmbito europeu, para disciplinar o *takeover*. Essa influência é explicada

¹⁴⁸ Registre-se que apesar de o *Panel* agora contar com poderes legais para sua atuação, por conta da adequação das normas internas com a Diretiva Européia sobre *Takeover*, o modelo foi e continua a ser inspirado pela auto-regulação.

¹⁴⁹ J. ARMOUR e D. A. SKEEL JR., *Who Writes the Rules...* cit. (nt. 120, *supra*), pp. 1744-1745.

¹⁵⁰ Nesse sentido, J. ARMOUR e D. A. SKEEL JR., *Who Writes the Rules...* cit. (nt. 120, *supra*), pp. 1745-1747.

pelo fato de o Reino Unido, dentro do contexto europeu, possuir o mercado de capitais mais desenvolvido, altamente pulverizado e líquido, o que explica também sua maior experiência no assunto.

O esforço inicial de harmonizar as regras sobre *takeover* na Europa deu-se em 1974, com a primeira minuta de proposta para uma Diretiva sobre o tema, baseada no chamado Pennington-Report¹⁵¹, elaborada por Robert Pennington. O documento foi apreciado, mas não teve seguimento, ficando o tema esquecido, sobretudo por conta da escassez de operações de tomada de controle no plano europeu. Outros projetos se seguiram a este, mas sem êxito, ante a dificuldade de atender os anseios dos diversos países europeus.

As tentativas de harmonização culminaram com a apresentação, em 2002, da 4ª proposta modificada da 13ª Diretiva, a qual, aliás, possuía forte semelhança com o *City Code* inglês, sobretudo no que tange à regra de neutralidade (então indicada no Princípio 7 do *City Code*, posteriormente suprimida e reformulada no Princípio 3, resultante da adequação do *City Code* com a Diretiva Européia sobre o tema)¹⁵², imposta à administração da companhia-alvo da oferta hostil, e na vedação a ela imposta de tomar praticamente qualquer medidas defensivas em face da oferta, a menos que autorizada pelos acionistas, em assembléia-geral realizada durante o período da proposta.¹⁵³

Após quase três décadas de discussões, em 20 de maio de 2004, o projeto foi aprovado e convertido na Diretiva 2004/25/CE (doravante, apenas “Diretiva”), que regula as ofertas públicas de aquisição de ações no

¹⁵¹ C. KIRCHNER e R. W. PAINTER, *Takeover Defenses...* cit. (nt. 122, *supra*), p. 455.

¹⁵² O Princípio 3 do *City Code* diz: “The board of an offeree company must act in the interests of the company as a whole and must not deny the holders of securities the opportunity to decide on the merits of the bid”. A idéia central do Princípio 3 é melhor esmiuçada na Regra 21 do *City Code*, que traz as restrições a serem observadas ao agir de modo a frustrar a oferta.

¹⁵³ C. KIRCHNER e R. W. PAINTER, *Takeover Defenses...* cit. (nt. 122, *supra*), pp. 456-457.

âmbito da União Européia.¹⁵⁴ Em seu artigo 3º, a Diretiva traça os princípios gerais que devem nortear a realização de ofertas públicas, constituindo o mínimo a ser observado pelos Estados-Membros, que podem ir mais além¹⁵⁵:

Artigo 3º. Princípios gerais

1. Para efeitos de aplicação da presente directiva, os Estados-Membros asseguram que sejam respeitados os seguintes princípios:

a) Todos os titulares de valores mobiliários de uma sociedade visada de uma mesma categoria devem beneficiar de um tratamento equivalente; além disso, nos casos em que uma pessoa adquira o controlo de uma sociedade, os restantes titulares de valores mobiliários terão de ser protegidos;

b) Os titulares de valores mobiliários da sociedade visada devem dispor de tempo e informações suficientes para poderem tomar uma decisão sobre a oferta com pleno conhecimento de causa; sempre que aconselha os titulares de valores mobiliários, o órgão de administração da sociedade visada deve apresentar o seu parecer no que diz respeito às repercussões da concretização da oferta sobre o emprego, as condições de emprego e os locais em que a sociedade exerce a sua actividade;

c) O órgão de administração da sociedade visada deve agir tendo em conta os interesses da sociedade no seu conjunto e não pode impedir os

¹⁵⁴ Sobre a tramitação das várias propostas de diretiva sobre o tema, v. A. M. CORDEIRO, *A 13ª Directriz do Direito das Sociedades (ofertas públicas de aquisição)*, in *Revista da Ordem dos Advogados* 64, t. I/II (2004), pp. 97-104.

¹⁵⁵ Nesse sentido, A. M. CORDEIRO, *A 13ª Directriz...* cit. (nt. 154, *supra*), p. 106.

titulares de valores mobiliários de decidirem sobre o mérito da oferta;

d) Não devem ser criados mercados artificiais para os valores mobiliários da sociedade visada, da sociedade oferente ou de qualquer outra sociedade interessada na oferta de que resulte uma subida ou descida artificial dos preços dos valores mobiliários e que falseiem o funcionamento normal dos mercados;

e) Um oferente só deve anunciar uma oferta depois de se assegurar de que está em plenas condições de satisfazer integralmente qualquer contrapartida em numerário, caso a oferta tenha sido feita nesses termos, e depois de tomar todas as medidas razoáveis para garantir a entrega de qualquer outro tipo de contrapartida;

f) A sociedade visada não deve, em virtude de uma oferta respeitante aos seus valores mobiliários, ser perturbada no exercício da sua actividade para além de um período razoável.

Tais princípios, em resumo, determinam que: deve ser observado tratamento igualitário entre todos os acionistas de uma mesma classe; os destinatários da oferta devem ter tempo e informações suficientes para decidir se aceitam a oferta; a administração da companhia-alvo deve emitir opinião sobre o mérito da oferta, guiando os acionistas; o preço das ações da companhia-alvo não deve ser manipulado; o ofertante não deve fazer a oferta a menos que se assegure de seu cumprimento; o processamento da oferta não deve perturbar o andamento social da companhia-alvo para além do razoável.

Da análise destes princípios básicos, não é difícil perceber que a intenção do legislador europeu foi atribuir aos acionistas da companhia visada o destino da oferta de aquisição de controle. Isso resta claro quando

da análise da regra disposta no artigo 9º da Diretiva, da qual se falará mais adiante. Ademais, a Diretiva primou pela autonomia do acionista ao decidir sobre o resultado da oferta, por meio da imposição de deveres legais tanto para o ofertante quanto para os administradores da companhia-alvo no sentido de prover informações relevantes no que concerne a oferta, para que o acionista possa formar sua opinião de modo consistente.

Com isso, é razoável concluir que a Diretiva parte da premissa de que a tomada de controle e as ofertas públicas possuem resultados benéficos tanto para os acionistas quanto para o mercado em geral e que, portanto, tais práticas devem ser incentivadas.¹⁵⁶ Em face disso, nota-se a predisposição da Diretiva em evitar a criação de entraves ao *takeover*, como são exemplos a regra da neutralidade imposta à administração e a previsão contida no artigo 11 (*breakthrough rule*). Essa preocupação em não prejudicar a ocorrência de ofertas públicas no cenário europeu ficou estampada, ainda, nos próprios *consideranda* da Diretiva, item 16.¹⁵⁷

Os pontos mais marcantes da Diretiva, que merecem ser aqui detalhados, pela sua relevância na análise do tema proposto nesta dissertação, são especialmente três: imposição de oferta obrigatória quando da compra do controle (artigo 5º); neutralidade da administração (artigo 9º); e a regra da não oponibilidade das restrições em matéria de transmissão de valores mobiliários e direito de voto (“*breakthrough rule*”, artigo 11).¹⁵⁸

¹⁵⁶ V. V. COOKE, *Does the European... cit.* (nt. 121, *supra*), p. 669.

¹⁵⁷ O item 16 dos *consideranda* diz: “Para evitar operações que possam comprometer o êxito de uma oferta, deverão ser limitados os poderes do órgão de administração de uma sociedade visada em relação a certas operações de carácter excepcional, sem impedir indevidamente a sociedade visada de prosseguir o curso normal das suas actividades” (destacamos).

¹⁵⁸ P. F. C. S. TOLEDO utiliza a expressão “regras de neutralização” para referir-se à previsão contida no artigo 11 da Diretiva (Poison pill: *modismo ou solução*, in *Direito Societário – Desafios Atuais*, coord. R. R. M. CASTRO e L. S. ARAGÃO, São Paulo, Quartier Latin, 2009, p. 171). Apesar de concordarmos com a nomenclatura, optaremos por utilizar o *nomen iuris* do instituto em inglês ou em sua versão portuguesa, para que a regra não seja confundida com aquela prevista no artigo 9º da Diretiva, que aqui denominamos regra da neutralidade (da administração).

O primeiro desses pontos, prescrito no artigo 5º da Diretiva, diz respeito à oferta obrigatória¹⁵⁹, que veio como medida protetiva aos acionistas minoritários das companhias européias. Com efeito, a previsão de oferta obrigatória tem por objetivo distribuir entre todos os acionistas o prêmio pago pelo controle da companhia. Além disso, oferece um meio seguro de os acionistas minoritários saírem da companhia no caso de troca de controlador.

A imposição de oferta obrigatória, assim, fortalece o mercado de valores mobiliários, visto que protege os investidores de possíveis manobras para explorar acionistas minoritários. Ao lado dessas vantagens, entretanto, a oferta obrigatória torna a tomada do controle mais onerosa, desincentivando a sua ocorrência. Por conta disso, o efeito colateral é a negociação do controle fora do mercado, normalmente num contexto amigável. Isso acaba por prejudicar os acionistas minoritários, que assim ficam alijados da participação no prêmio pago pelo controle. Isso é particularmente mais comum nos mercados com maior concentração acionária, em que as companhias possuem controladores definidos.¹⁶⁰

Nesse sentido, acreditamos que melhor solução foi dada pelo legislador brasileiro, que previu a necessidade de oferta pública obrigatória para os casos de alienação onerosa do controle de companhia aberta: assim, sempre que houver a alienação onerosa do controle da companhia, os acionistas minoritários serão beneficiados.

Note-se, todavia, que a legislação brasileira não previu a oferta obrigatória no caso de tomada de controle. Isso se deve ao fato de que o

¹⁵⁹ O artigo 5º, item 1 dispõe: 1. Sempre que uma pessoa singular ou coletiva, na seqüência de uma aquisição efetuada por si ou por pessoas que com ela atuam em concertação, venha a deter valores mobiliários de uma sociedade a que se refere o n. 1 do artigo 1º [companhia aberta] o que, adicionados a uma eventual participação que já detenha e à participação detida pelas pessoas que com ela atuam em concertação, lhe confirmam direta ou indiretamente uma determinada percentagem dos direitos de voto nessa sociedade, permitindo-lhe dispor do controlo da mesma, os Estados-Membros asseguram que essa pessoa deva lançar uma oferta a fim de proteger os acionistas minoritários dessa sociedade. Esta oferta deve ser dirigida o mais rapidamente possível a todos os titulares de valores mobiliários, para a totalidade das suas participações, a um preço equitativo definido no n. 4.

¹⁶⁰ M. VENTORUZZO, *The Thirteenth Directive...* cit. (nt. 67, *supra*), pp. 35-36.

instrumento próprio para a tomada do controle, no cenário brasileiro, é a oferta pública voluntária de aquisição de controle, prevista no artigo 257 e seguintes da lei. Tal oferta, por si só, já garante o tratamento igualitário entre todos os acionistas que optarem por aceitá-la, dispensando assim a necessidade de uma oferta obrigatória.

A situação a ensejar a necessidade de oferta obrigatória é a aquisição de porcentagem tal de ações votantes da companhia-alvo que faça pressupor a aquisição do controle. A Diretiva não determina, previamente, qual seria essa porcentagem, deixando tal tarefa aos Estados-Membros.¹⁶¹ Se, porém, mesmo atingindo esse percentual, o controle não é adquirido, de fato, a legislação é flexível e não impõe a realização da oferta.¹⁶² É o caso, por exemplo, de a oferta ser exigida a partir da aquisição de mais de 30% das ações da companhia, mas esta possuir controlador definido com mais de 50% das ações. Ora, ainda que um terceiro adquira mais de 30% das ações, não conseguirá tomar o controle do atual controlador.¹⁶³

¹⁶¹ Esse percentual varia bastante de país para país. A título de exemplo, o percentual é de 30% na Inglaterra e na Itália, e um terço, na França. Sobre a adequação da legislação interna dos Estados-Membros com a Diretiva 2004/25/CE, consultar o levantamento feito por Freshfields Bruckhaus Deringer (*Implementing the Takeover Directive in the EU*, 2006, disponível [on-line] in <http://www.freshfields.com/publications/pdfs/2006/TakeoverDirective.pdf> [03.01.2011]).

¹⁶² Cite-se o artigo 187 do Código de Valores Mobiliários de Portugal, que impõe a oferta obrigatória quando adquirido um terço ou metade do capital votante da companhia, porém ressalva, em seu parágrafo 2º, que a oferta não será necessária caso atingido um terço das ações, o adquirente prove não deter o controle, nem fazer parte de grupo que o detenha. Diz o artigo 187 citado: 1 - Aquele cuja participação em sociedade aberta ultrapasse, directamente ou nos termos do n.º 1 do artigo 20.º, um terço ou metade dos direitos de voto correspondentes ao capital social tem o dever de lançar oferta pública de aquisição sobre a totalidade das acções e de outros valores mobiliários emitidos por essa sociedade que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição.

2 - Não é exigível o lançamento da oferta quando, ultrapassado o limite de um terço, a pessoa que a ela estaria obrigada prove perante a CMVM não ter o domínio da sociedade visada nem estar com esta em relação de grupo. (...)

¹⁶³ O exemplo é dado por M. VENTORUZZO: “Acquiring 30% of voting rights, or for that matter any participation inferior to absolute majority, does not ensure the holder control of the corporation. This point is self-evident when someone else holds the absolute majority of the voting shares. It is therefore usually provided, although with different approaches, that if another shareholder controls the corporation, no bid is mandated, notwithstanding the circumstance that the ‘magic threshold’ has been passed. This exemption flows naturally from the underlying rationale for compulsory takeovers since control has not actually changed hands and no premium for control has been paid” (*The Thirteenth Directive... cit. (nt. 67, supra)*, p. 41.

Um segundo ponto da Diretiva a ser considerado, e um dos pontos mais polêmicos durante a tramitação dos projetos que culminaram em sua formulação, diz respeito ao papel da administração da companhia-alvo em face de oferta hostil. O princípio que norteou os trabalhos foi o da neutralidade dos administradores com relação à oferta, de modo que a preocupação central foi a de não retirar a decisão final sobre o sucesso da oferta das mãos dos acionistas.¹⁶⁴ Com os deveres impostos pela Diretiva aos administradores, procurou-se assegurar que a administração da companhia-alvo agisse sempre no melhor interesse da companhia, evitando manobras egoísticas.¹⁶⁵

Essa preocupação está refletida no princípio enunciado na alínea “c” do artigo 3º da Diretiva, e mais claramente esboçada no seu artigo 9º, o qual demanda a prévia autorização dos acionistas para que os órgãos da administração possam tomar medidas tendentes à frustração da oferta hostil, com exceção da procura de ofertas concorrentes.¹⁶⁶

Assim, vedou-se, em princípio, a utilização de medidas defensivas pela companhia-alvo. Essa vedação está em consonância com aquela premissa da Diretiva de que a ocorrência de ofertas públicas e *takeover* é benéfica para os acionistas e o mercado em geral. Some-se a

¹⁶⁴ E. F. OIOLI, *Oferta Pública...* cit. (nt. 91, *supra*), p. 83.

¹⁶⁵ V. V. COOKE, *Does the European...* cit. (nt. 121, *supra*), p. 673.

¹⁶⁶ Artigo 9.º Deveres do órgão de administração da sociedade visada. (...)

2. No período referido no segundo parágrafo, o órgão de administração da sociedade visada é obrigado a obter a autorização prévia da assembleia-geral de accionistas para o efeito antes de empreender qualquer acção susceptível de conduzir à frustração da oferta, exceptuando a procura de outras ofertas e, nomeadamente, antes de proceder a qualquer emissão de valores mobiliários susceptível de impedir de forma duradoura que o oferente assuma o controlo da sociedade visada.

Esta autorização é obrigatória, pelo menos a partir do momento em que o órgão de administração da sociedade visada recebe as informações referidas no primeiro período do n.º 1 do artigo 6.º e enquanto o resultado da oferta não for tornado público ou a oferta não terminar. Os Estados-Membros podem impor a antecipação do momento a partir do qual esta autorização deva ser obtida, por exemplo, logo que o órgão de administração da sociedade visada tomar conhecimento da iminência da oferta.

(...)

6. Para os efeitos do n.º 2, sempre que a administração da sociedade obedeça a uma estrutura dualista, entende-se por órgão de administração o conselho de administração e a direcção da sociedade.

isso a constatação de que a experiência demonstra que a utilização de mecanismos *antitakeover* serve antes para a proteção (entrenchamento) dos administradores do que para a maximização do valor das ações detidas pelos acionistas.¹⁶⁷ Mais um motivo para paralisar a atuação dos administradores.

Realmente, no contexto de uma oferta hostil, como já se teve a oportunidade de pontuar, surge o conflito de interesses entre os administradores, de um lado, e os acionistas, de outro. A resposta dada pela legislação norte-americana a esse conflito é a imposição de deveres fiduciários aos administradores, os quais são pessoalmente responsáveis no caso de quebra ou descumprimento de tais deveres. Com isso, visa-se neutralizar a atuação dos administradores, impondo-lhes deveres e responsabilidades. Na Europa, por outro lado, o conflito de interesses é solucionado por meio da paralisação antecipada da atuação dos administradores, por meio da regra da neutralidade.

A regra da neutralidade da administração, diante de uma oferta pública para tomada de controle, tem inspiração no *City Code*,¹⁶⁸ e deve ser observada independentemente de ser a oferta hostil ou amigável.

Interessante anotar, nesse passo, que o princípio da neutralidade da administração tem diferentes conseqüências em sistemas marcados pela concentração acionária. Em uma sociedade com propriedade acionária concentrada, o problema de agência e o conflito de interesses estabelecem-se não entre administradores e acionistas, mas sim entre

¹⁶⁷ “Anti-takeover actions thus can be seen as detrimental to shareholders and examples of directors acting in their own best interests. The Winter report certainly supported this view. It noted: ‘managers are faced with a significant conflict of interests if a takeover bid is made. Often their own performance and plans are brought into question and their own jobs are in jeopardy. Their interest is in saving their jobs and reputation instead of maximising the value of the company for shareholders’” (B. CLARKE, *Articles 9 and 11 of the Takeover Directive (2004/25) and the market for corporate control*, in *Journal of Business Law*, junho de 2006, p. 362.

¹⁶⁸ Conforme apontam J. ARMOUR e D. A. SKEEL Jr., “unless shareholders consent, the Code strictly prohibits management from employing any defensive tactics that would have the effect of frustrating an actual or anticipated bid. In contrast, management in the United States has a good deal more flexibility to engage in defensive tactics, provided that these can be justified in accordance with their fiduciary duties” (*Who Writes the Rules...* cit. (nt. 120, *supra*), p. 1729).

acionista controlador e acionistas minoritários. Desse modo, em pouco ou nada contribui a regra da neutralidade para a proteção dos acionistas minoritários, visto que a decisão final sobre a oferta ficará nas mãos do acionista controlador. A regulação que prima pela neutralidade da administração, assim, deve ser pensada tendo em vista também essa realidade.¹⁶⁹

Destaque-se, porém, que embora a administração fique impedida de tomar qualquer medida defensiva contra a tentativa de tomada de controle antes do aval dos acionistas, ela possui importante papel na fase inicial da oferta: a Diretiva prevê que a administração da companhia-alvo deva emitir parecer fundamentado sobre a repercussão da oferta, de molde a possibilitar que os acionistas tomem sua decisão de forma mais informada (artigo 9º, item 5 da Diretiva).

Consoante B. CLARKE, com base no *Winter Report*¹⁷⁰, a justificativa para essa atribuição é simples: os administradores estão em posição mais privilegiada para aconselhar os acionistas, visto que são os responsáveis pela atuação empresarial da companhia.¹⁷¹

Tendo em vista que a regra da neutralidade da administração é ponto polêmico, a Diretiva trouxe norma para conciliar os interesses dos diversos Estados-Membros, pela qual a observância do disposto no artigo 9º da Diretiva não é obrigatória, se assim optar o Estado-Membro (Artigo 12, item 1).¹⁷²

¹⁶⁹ M. VENTORUZZO, *The Thirteenth Directive...* cit. (nt. 67, *supra*), pp. 70-71.

¹⁷⁰ Foi denominado de *Winter Report* o documento exarado em janeiro de 2002 pelo *High Level Group of Company Law Experts*, grupo de estudos instituído pela Comissão responsável pela elaboração da Diretiva europeia sobre *takeover*. O grupo foi liderado por Jaap Winter, de onde foi retirado o nome do relatório.

¹⁷¹ “The Winter Report advised that the offeree board’s insight into, and responsibility for, the strategy and day-to-day affairs of the company enable and require it to advise the shareholders on the takeover bid. It thus opined that the board is best placed “to express its views on the consequences of the bid for the company and its business and on the attractiveness of the terms of the bid for the shareholders”. Consistent with this view, Article 9(5) of the Directive obliges the offeree board to draw up and make public a document setting out its opinion of the bid and the reasons on which it is based” (B. CLARKE, *Takeover Regulation...* cit. (nt. 103, *supra*), p. 25).

¹⁷² Artigo 12.º Regime facultativo

A legislação da União Européia, na forma de Diretiva, implica que cada Estado-Membro deve confeccionar suas próprias leis sobre o assunto, mas sempre respeitando os princípios estabelecidos naquela diretiva, a fim de proporcionar a harmonização legislativa do bloco europeu.¹⁷³

Tem-se, assim, que o Sistema Europeu é regido pela idéia de neutralidade da administração no que concerte às ofertas hostis de tomada de controle, resguardando aos acionistas da companhia-alvo a decisão final sobre o sucesso da oferta. A Diretiva, entretanto, admite as divergências legislativas locais, que não estão obrigadas a observar a regra da neutralidade.

Por fim, de se mencionar, ainda, a regra da não oponibilidade das restrições em matéria de transmissão de valores mobiliários e direito de voto, que é denominada na doutrina especializada de *breakthrough rule*.

Essa regra está prevista no artigo 11 da Diretiva, e tem por objetivo neutralizar previsões *antitakeovers* dispostas nos estatutos das companhias ou mesmo em acordos entre as partes. Uma vez tornada pública a oferta, eventuais regras restritivas à circulação das ações são tornadas sem efeitos, até o fim da oferta. É o caso, por exemplo, da estipulação de direito de preferência entre os integrantes de um grupo de acionistas: na pendência de uma oferta pública de aquisição de ações, os acionistas podem livremente vender suas ações ao ofertante, não sendo necessário antes ofertá-las aos demais acionistas. Sob a proteção da *breakthrough rule*, os acionistas que assim agirem não serão responsabilizados pela quebra do direito de preferência.

1. Os Estados-Membros podem reservar o direito de não exigir que as sociedades a que se refere o n.º 1 do artigo 1.º, com sede social nos respectivos territórios, apliquem o disposto nos n.ºs 2 e 3 do artigo 9.º e/ou no artigo 11.º.

A título de exemplo, a Alemanha, que já possuía norma sobre o assunto desde 2001, optou por não observar o regime previsto no artigo 9º, itens 1 e 2, da Diretiva. (E. F. OIOLI, *Oferta Pública...* cit. (nt. 91, *supra*), p. 89).

¹⁷³ V. V. COOKE, *Does the European...* cit. (nt. 121, *supra*), p. 670.

Mais uma vez, para conseguir conciliar os interesses dos diversos Estados-Membros, esse ponto da Diretiva também não tem caráter obrigatório, sendo que o artigo 12, item 1,¹⁷⁴ confere aos Estados-Membros a liberdade de optar por adotá-lo ou rejeitá-lo.

Assim, temos que a Diretiva prevê regime opcional no que se refere aos seus pontos mais polêmicos: *breakthrough rule* e neutralidade da administração da companhia-alvo. Esse regime opcional está previsto no artigo 12 da Diretiva, cuja redação foi determinada já no final das discussões que culminaram no texto final do diploma normativo. Tal dispositivo foi inserido como um mecanismo para apaziguar os acirrados debates entre os diversos Estados-Membros no que se referia àqueles dois pontos.

Pelo regime opcional, o Estado-Membro pode optar se aplicará o regime previsto na Diretiva às companhias instituídas segundo as suas leis. Porém, duas observações devem ser feitas: (i) caso o Estado-Membro opte por não adotar alguma daquelas regras, ele deve dar a oportunidade para que as companhias em seu território escolham se preferem seguir o regime da Diretiva; (ii) caso escolha aplicar a Diretiva, o Estado-Membro pode prever a chamada cláusula de reciprocidade, pela qual o regime legal da Diretiva somente é aplicável, num *takeover*, se a companhia ofertante segue aquele mesmo regime; do contrário, as regras da Diretiva ficam suspensas, garantindo assim tratamento igualitário entre as partes envolvidas na oferta.

2.4. Modelo Norte-Americano v. Modelo Europeu/Inglês

¹⁷⁴ 1. Os Estados-Membros podem reservar o direito de não exigir que as sociedades a que se refere o n.º 1 do artigo 1.º, com sede social nos respectivos territórios, apliquem o disposto nos n.ºs 2 e 3 do artigo 9.º e/ou no artigo 11.

Neste item, far-se-á a comparação entre os dois modelos regulatórios acima explanados, bem como sua comparação com o sistema inglês, dada a relevância do modelo auto-regulatório do *City Code* na definição da Diretiva europeia sobre *takeover*. Em verdade, ao se comparar o modelo norte-americano com o inglês, pode-se dizer que a comparação é válida também em face do modelo europeu, visto a proximidade entre o modelo inglês e europeu.

As principais diferenças entre os dois modelos regulatórios dizem respeito à previsão de oferta obrigatória no caso de aquisição de ações em montante que se presume adquirido o controle e a limitações à adoção de mecanismos de defesa por parte da administração da companhia-alvo. Enquanto os modelos europeu e inglês prevêm a oferta obrigatória, e proíbem a administração da companhia-alvo de utilizar medidas defensivas contra uma oferta hostil, o modelo norte-americano vai no sentido oposto: não há previsão de oferta obrigatória, e a administração da companhia tem livre atuação diante de uma oferta hostil, dentro da racionalidade da *business judgment rule*.

A falta de previsão de oferta obrigatória torna a legislação federal norte-americana mais flexível, permitindo o *tender offer* de apenas parte das ações. Isso acaba por não impedir a ocorrência de ofertas alavancadas (em que o ofertante vai depender dos ativos da companhia-alvo para fazer frente à dívida assumida com o *takeover*), o que pode ser prejudicial à companhia visada. Por conta disso, o foco do *takeover* muda das companhias subvalorizadas por conta de uma administração ineficiente, para as companhias com vigorosa economia, capaz de fazer frente às dívidas assumidas pelo ofertante na alavancagem para tomar o seu controle.¹⁷⁵

Na União Européia, esse tipo de manobra acaba sendo desencorajado ante a previsão de oferta obrigatória caso o ofertante adquira ações em montante tal que se faça presumir adquirido o controle da companhia. Isso acontece porque, para realizar a compra do controle, o

¹⁷⁵ V. V. COOKE, *Does the European... cit.* (nt. 121, *supra*), pp. 693-695.

ofertante terá que ter meios de arcar também com a oferta obrigatória, afastando, assim, operações alavancadas.

A diferença mais gritante entre os modelos regulatórios, todavia, refere-se às restrições à utilização de medidas defensivas contra o *takeover*. Diferentemente dos Estados Unidos da América, no Reino Unido, quando do lançamento de um *takeover bid*, os administradores não podem utilizar nenhuma medida tendente a frustrar a oferta sem o consentimento dos acionistas. As denominadas *poison pills*, bem como qualquer outra defesa que tenha o efeito de impedir os acionistas de decidir sobre o mérito da oferta, são terminantemente proibidas.

Ao restringir a utilização de técnicas defensivas pelos administradores, a regulação inglesa acaba por tornar mais fácil o êxito de ofertas hostis. Conforme dados trazidos por J. ARMOUR e D. A. SKEEL JR., de fato, as transações do tipo M&A (“*mergers and acquisitions*”) possuem maior probabilidade de serem do tipo hostil no Reino Unido e, quando hostis, possuem maior chance de lograrem bom sucesso, do que quando comparadas com o que ocorre nos Estados Unidos da América.¹⁷⁶

A Diretiva da União Européia, nesse ponto, seguiu o mesmo traçado do *City Code*, como fica claro na regra da neutralidade imposta aos administradores (artigo 9º). A opção por esse modelo faz sentido, visto que o objetivo maior da Diretiva, ao harmonizar as regras sobre *takeover*, era fomentar a prática no território europeu, dentro daquela premissa de que as ofertas públicas e a tomada de controle agregam valores aos acionistas da companhia-alvo. Ao retirar do caminho do ofertante o empecilho representado pelas medidas defensivas, mais uma vez, vislumbra-se o claro propósito de incentivar a tomada de controle e suas conseqüências benéficas.

¹⁷⁶ “In both countries, hostility is the exception, rather than the rule, but in the United Kingdom, 0.85% of takeovers announced during the period 1990-2005 were hostile, compared with 0.57% in the United States. Of these hostile bids, 43% were successful in the United Kingdom, as opposed to just 24% in the United States. Evidence of a link between takeover defenses and takeover practice is buttressed by the fact that the rise of antitakeover mechanisms such as ‘poison pills’ by U.S. firms in the 1990s coincided with a dramatic decline in levels of hostility in takeovers from the 1980s.” (cf. *Who Writes the Rules...* cit. (nt. 120, *supra*), pp. 1738-1739).

Entretanto, apesar de o nível de tomada de controle hostil ser menor nos Estados Unidos da América, quando comparado com a Inglaterra, considerado o total de *takeovers* (hostis ou amigáveis) ocorridos, nota-se que há maior ocorrência da operação nos Estados Unidos da América. Isso sugere que as técnicas defensivas não detiveram a ocorrência do *takeover*, mas apenas fizeram com que o potencial ofertante mudasse de técnica: ao invés da aproximação hostil, agora passa a negociar a tomada do controle diretamente com os interessados.¹⁷⁷

Conseqüência direta da restrição à utilização de medidas defensivas é a maior autonomia que os acionistas das companhias européias gozam ao decidir sobre os fins da oferta. Com as legislações *antitakeovers* dos estados norte-americanos, acabou-se por diminuir o papel dos acionistas na decisão final sobre a oferta, tendo em vista o acréscimo de poderes dados aos administradores para determinar o sucesso da oferta, uma vez que são considerados pelos legisladores mais bem informados e bastiões, por assim dizer, de outros interesses que não apenas o dos acionistas.¹⁷⁸

O modelo europeu, entretanto, segue o caminho inverso, atribuindo aos acionistas o papel fundamental na decisão sobre o êxito ou fracasso da oferta. Isso é assegurado, sobretudo, com a regra da neutralidade da administração, insculpida na Diretiva.

Embora possa parecer contraditório, nesse ponto há forte semelhança entre a Diretiva e a legislação federal norte-americana (*Williams Act*): ambos os diplomas primaram pela autonomia dos acionistas, no deslinde da oferta. Com efeito, o caráter *antitakeover* da legislação norte-americana deve-se antes às legislações estaduais do que ao *Williams Act*. Aliás, a doutrina aponta que o caráter *antitakeover* das legislações estaduais dos Estados Unidos da América é atribuído

¹⁷⁷ J. ARMOUR e D. A. SKEEL JR., *Who Writes the Rules...* cit. (nt. 120, *supra*), p. 1741.

¹⁷⁸ V. V. COOKE, *Does the European...* cit. (nt. 121, *supra*), p. 692.

justamente ao fato de que a legislação federal não tutela interesses outros, que não o dos acionistas.¹⁷⁹

Outro ponto de contato entre as duas legislações (européia e norte-americana) ainda pode ser apontado: o item 14 d-9 do *Williams Act* prevê que a administração da companhia-alvo emita opinião sobre se os acionistas devem aceitar ou rejeitar a oferta, a exemplo do que determina o artigo 9º, item 5 da Diretiva européia.

V. V. COOKE aponta que a relevância em se comparar os dois modelos regulatórios está em que o caráter de cada um desses sistemas acabaria por influenciar na ocorrência de *takeovers*: enquanto a União Européia optou por um controle centralizado do assunto, os Estados Unidos da América possuem controle descentralizado, dividido entre a esfera federal e a esfera estadual. Justamente por conta da quantidade de diplomas disciplinando o tema, a consequência do sistema norte-americano é a redução da prática do *takeover*, enquanto o contrário é verificado na União Européia, visto que uma legislação unitária tornaria mais fácil ao potencial ofertante preencher os requisitos legais.¹⁸⁰

Essa conclusão, apesar de coerente, é desmentida pelo quanto já foi dito acima: apesar de a legislação norte-americana ser mais restritiva ao *takeover*, isso não diminuiu a prática em seu mercado de capitais. A diferença deu-se apenas no perfil da oferta, que passou a ser, no mais das vezes, do tipo amigável, ao invés de hostil.

Comparando-se os dois sistemas regulatórios, nota-se que ambos possuem seus prós e contras. Para os novos mercados, ainda iniciantes e pouco experientes em tema de *takeover*, a pergunta que ainda fica é: qual modelo seria mais eficiente?

Olhando pelo prisma de que a ocorrência do *takeover* gera valor para os acionistas da companhia-alvo, e atentando-se também ao potencial conflito de interesses na atuação dos administradores diante de

¹⁷⁹ Nesse sentido, V. V. COOKE, *Does the European... cit.* (nt. 121, *supra*), p. 691.

¹⁸⁰ *Does the European... cit.* (nt. 121, *supra*), p. 691.

uma oferta hostil, alguns doutrinadores chegam à conclusão de que, em princípio, o sistema inglês e, pela similaridade, o europeu seria preferível¹⁸¹, pelas seguintes razões: (i) deixar nas mãos dos administradores o destino da oferta somente seria vantajoso aos acionistas se houvesse incentivos apropriados para que a administração agisse segundo os interesses dos acionistas, o que, entretanto, acaba não acontecendo, em vista do potencial conflito de interesses dos administradores; (ii) se a decisão de barrar uma tentativa de tomada de controle cabe aos administradores, a potencialidade de ocorrer um *takeover* perde aquele efeito de incentivar a administração a sempre buscar atuar do modo mais eficiente; (iii) incentivar a administração por meio de compensações baseadas em ações também não é solução, visto que se o valor das ações sobem, os administradores lucram, mas se o valor desce, eles não sofrem qualquer punição.

Mas nem sempre a auto-regulação (proposta do sistema inglês) é preferível. Consoante apontam J. ARMOUR e D. A. SKEEL JR., a efetividade da auto-regulação está estreitamente relacionada com os incentivos dos indivíduos e entidades responsáveis pela elaboração das regras.¹⁸²

Ademais, como já mencionado, a opção por um ou outro modelo não diminuiu a incidência de *takeover* nos principais países a adotá-los (nomeadamente, Estados Unidos da América e Inglaterra). Pelo contrário, ambos os mercados de capitais mostram-se pujantes. Assim, torna-se difícil apontar qual seria o melhor modelo a ser seguido (vale aqui recordar a discussão da doutrina norte-americana sobre a adoção ou limitação do uso de técnicas defensivas, mencionada no final do item 2.2,

¹⁸¹ É o caso de J. ARMOUR e D. A. SKEEL JR., *Who Writes the Rules...* cit. (nt. 120, *supra*), pp. 1741-1743.

¹⁸² “Given the efficacy of the Takeover Code, it may be tempting to conclude that self-regulation is always an optimal regulatory strategy. But this would be a mistake. The effectiveness of self-regulation is closely tied to the incentives of the individuals and entities that are providing the rules. If the regulators' incentives are consistent with social welfare, self-regulation can work extremely well-and indeed, in an area characterized by rapid change, may prove far superior to legislative or judicial oversight. If their incentives diverge, on the other hand, self-regulation is much less attractive.” (cf. *Who Writes the Rules...* cit. (nt. 120, *supra*), p. 1785).

supra). Como lembram J. ARMOUR e D. A. SKEEL JR.¹⁸³, o importante a ressaltar é que há duas formas de se encarar a questão regulatória, e a opção por cada qual variará conforme as peculiaridades de cada sistema.

As peculiaridades de cada sistema, aliás, é o motivo apontado pela doutrina para a divergência entre o modelo norte-americano e o inglês. Atribui-se ao federalismo norte-americano e à conseqüente duplicidade de legislação (federal e estadual) a razão pela qual o modelo daquele país possui características mais restritivas ao *takeover*, permitindo a utilização de medidas defensivas por parte dos administradores.

A forma federalista acabou por ampliar as vozes dos administradores no contexto da regulação da tomada de controle. Ora, juntando-se a estrutura pulverizada do capital das grandes companhias norte-americanas, o que por si só acaba por atribuir maiores poderes aos administradores, e a constatação de que, num *takeover*, os administradores têm muito a perder (no extremo, podem perder seus cargos, no caso de o novo controlador nomear nova administração), não é difícil imaginar que os administradores, valendo-se de seus poderes, procurariam resguardar-se da melhor forma que pudessem. E a saída encontrada foi justamente a opção por estatutos legais mais restritivos ao *takeover*.

A partir daí, os estados norte-americanos, que possuem competência para legislar sobre o tema (diante da estrutura federalizada), não tardaram a responder aos anseios dos administradores, na intenção de atrair mais e mais companhias para seu território. Instalou-se, então, verdadeira competição regulatória entre os diversos estados, cada qual mais desejoso de oferecer aos administradores aquilo pelo que mais ansiavam: proteção contra *takeover* indesejado.¹⁸⁴

¹⁸³ “The U.K. strategy will not invariably be the best, any more than the approach in the United States. But reformers and lawmakers should keep in mind that there at least two ways to regulate takeovers, not just one.” (cf. *Who Writes the Rules...* cit. (nt. 120, *supra*), p. 1794).

¹⁸⁴ “In the United States, federalism has amplified the voice of corporate managers. Because they worry that managers will pack the company's bags and move elsewhere if the state is insufficiently attentive to the managers' needs, state lawmakers have powerful incentives to keep corporate managers happy. This suggests that managers

Some-se a esse quadro o fato de que, até poucos anos atrás, justamente quando estava sendo definido o perfil regulatório, os Estados Unidos da América não contavam com um corpo de acionistas organizados e fortemente atuantes. Assim, diante da passividade acionária – e da ganância dos administradores – não é difícil imaginar o cenário regulatório resultante.

No Reino Unido, a seu turno, o principal agente a modelar a (auto) regulação do *takeover* foram os acionistas institucionais. Por serem titulares de quantidade maciça de ações nas companhias abertas inglesas, exerceram sua influência na formação do perfil regulatório daquele país, não sendo à toa que a regulação no Reino Unido prima pela autonomia acionária na decisão sobre o resultado da oferta pública, assim como pelo princípio da neutralidade da administração.

Nos Estados Unidos da América, a força dos acionistas institucionais era sensivelmente menor, visto que tais acionistas representavam fatia bem menos apreciável das ações no mercado. Com isso, não foram fortes o suficiente para determinar os rumos da legislação norte-americana em tema de *takeover*, que acabou sendo norteada pelos interesses dos administradores, até por conta daquela estrutura federalizada acima referida.

Nas duas últimas décadas, entretanto, a figura mudou significativamente, sendo que agora os acionistas institucionais possuem grande quantidade de ações das companhias norte-americanas (cerca de 50% das ações circulantes, conforme dados trazidos por J. ARMOUR e D. A. SKEEL JR.¹⁸⁵), equiparando-se com o cenário do Reino Unido. Com isso, é possível que, num futuro próximo, os acionistas institucionais (os “cães

will often get what they want both in Delaware and in other states.” (J. ARMOUR e D. A. SKEEL JR., *Who Writes the Rules...* cit. (nt. 120, *supra*), p. 1766).

¹⁸⁵ *Who Writes the Rules...* cit. (nt. 120, *supra*), p. 1768.

que não latiram da última vez”¹⁸⁶), agora mais fortalecidos, busquem alterações no perfil regulatório norte-americano.

2.5. O Modelo Brasileiro

Para tratar dos mecanismos de defesa adotados pelas sociedades brasileiras (objeto central deste estudo), é imprescindível proceder, antes, à análise da conjuntura legal no que se refere ao tema. Entretanto, enquadrar o perfil regulatório brasileiro, no que concerne à tomada de controle e à admissão dos mecanismos de defesa contra oferta hostil, não é tarefa fácil.

Inicialmente, a doutrina mostrou-se propensa a negar a possibilidade de os administradores da companhia visada tomarem medidas visando a impedir ou dificultar a tomada de controle, com o que o sistema brasileiro aproximar-se-ia do princípio da neutralidade da administração, norteadora do Sistema Europeu.

Nesse sentido, A. F. A. LOPES assevera que a atuação da administração, em face de uma oferta hostil, estaria vedada, tendo em vista as obrigações legais e específicas impostas pela lei brasileira aos

¹⁸⁶ A expressão é de J. ARMOUR e D. A. SKEEL Jr.: “To identify the starting points for a richer political account, we need only return to our historical overview and ask, which of the players and events that figured prominently in the historical development of U.S. and U.K. takeover regulation seem to be missing from the orthodox federalism story? The answers, in our view – the dogs that didn't bark in the last section – are institutional shareholders in the United Kingdom, and the early twentieth-century securities and banking legislation that determined the path of U.S. corporate regulation. Together, they hold the key to understanding the divergent modes of regulation in the United States and United Kingdom”. (cf. *Who Writes the Rules...* cit. (nt. 120, *supra*), p. 1791).

administradores e controladores, o que impediria o uso dos mecanismos de defesa consagrados na experiência estrangeira.¹⁸⁷

Numa visão mais temperada, M. CARVALHOSA defende que atuação da administração da companhia-alvo contra uma oferta hostil somente seria ilegal, por caracterizar abuso de poder, quando tivesse por objetivo apenas atacar a oferta. Entretanto, o autor sustenta que a administração da companhia, quando diante de uma oferta hostil, deve pronunciar-se sobre a viabilidade do negócio, tendo em vista os interesses dos acionistas.¹⁸⁸ Essa obrigação deriva do dever de informar, legalmente imposto aos membros da administração *ex vi* do artigo 157, §4º, da Lei das Sociedades por Ações.¹⁸⁹

A questão central a pautar o tema, sempre, remete ao potencial conflito de interesses entre os administradores e o interesse da companhia e dos acionistas. Nesse sentido, corroborando o entendimento indicado acima, e até mesmo se inclinando para a admissão de alguns dos mecanismos de defesa pela legislação brasileira, C. SALOMÃO FILHO conclui que o conflito de interesses, no que concerne aos administradores, seria substancial, ou seja, somente aferível casuisticamente.¹⁹⁰

Esse argumento poderia levar à aproximação do sistema brasileiro ao norte-americano, que é pautado pela *business judgment rule*.

¹⁸⁷ “No Brasil, é inequívoco que tais tipos de conduta estão vedados, diante das obrigações legais gerais e específicas que a lei brasileira impõe aos administradores e controladores, impedindo que os mesmos, diante de uma oferta pública, tomem medidas excepcionais ou utilizem-se de informações privilegiadas ou do patrimônio social para obstruir a oferta” (*As ofertas públicas...* cit. (nt. 75, *supra*), p. 183).

¹⁸⁸ “It has been suggested that management has the duty to commence litigation or take other measures to block the offer if it believes the offer to be detrimental to its shareholders. However, defensive tactics aimed solely at defeating the offer are unlawful and considered an abuse of power” (*The Brazilian Experience with Respect to Tender Offers*, in *Journal of Comparative Corporate Law and Securities Regulation* 3 (1981), p. 109).

¹⁸⁹ Art. 157, §4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

¹⁹⁰ *O Novo Direito...* cit. (nt. 92, *supra*), pp. 134-136.

Aliás, uma possível aplicação da regra do julgamento empresarial, no sistema brasileiro, poderia ser vislumbrada no disposto no artigo 159, §6º, da lei¹⁹¹: se reconhecido que o administrador agiu de boa-fé e no interesse da companhia, sua responsabilidade fica afastada.

Ademais, a lei brasileira também impõe aos administradores da companhia uma série de deveres legais, tais como o dever de diligência (artigo 153), de lealdade (artigo 155), de informar (artigo 157), além de responsabilizá-los pela inobservância de tais deveres.

A inspiração nos deveres fiduciários do sistema norte-americano parece clara, até mesmo pela nomenclatura utilizada, mas se deve ressaltar que a mera referência a deveres fiduciários não tem aplicação no Brasil.¹⁹² Aqui, tais deveres decorrem da lei, que os prevê minuciosamente. São, portanto, deveres legais.

Porém, C. SALOMÃO FILHO e M. S. RICHTER JR.¹⁹³ criticam tanto a posição norte-americana, que confia cegamente no critério da *business judgment rule* – que presume que a administração atua sempre no melhor interesse da companhia, olvidando, assim, potenciais conflitos de interesses (por exemplo, o interesse particular dos administradores em se manter nos seus cargos) – quanto a posição que prega a abstenção da administração no caso de uma tentativa de *takeover*, pois isso gera presunção absoluta da existência de conflito de interesses entre administradores e acionistas. A solução estaria, para os autores, em diferenciar o conflito de interesses potencial e o efetivo.

Segundo a legislação brasileira, no caso em tela, não é possível dizer que haja presunção de conflito de interesses da administração quando no manuseio de medidas defensivas. Isso decorre da leitura harmonizada

¹⁹¹ Art. 159, § 6º - O juiz poderá reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador, se convencido de que este agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia.

¹⁹² Cf. L. A. S. CAMPOS, *Conselho de Administração e Diretoria – Deveres e Responsabilidade*, in *Direito das Companhias*, v. I, coord A. LAMY FILHO e J. L. BULHÕES PEDREIRA, Rio de Janeiro, Forense, 2009, pp. 1088-1090.

¹⁹³ *Interesse Social...* cit. (nt. 64, *supra*), pp. 71-73.

entre o artigo 156 e artigo 155, II, ambos da Lei das Sociedades por Ações, necessária para o deslinde da aparente antinomia que existe entre as duas normas. Ora, se não é dado ao administrador intervir nas operações societárias em que tenha interesse conflitante com a companhia (artigo 156), também não pode ele se omitir na proteção dos interesses da companhia (artigo 155, II), o que lhe impulsiona a ter postura ativa ante uma tentativa de *takeover*.

Num exercício de hermenêutica, pode-se ainda apontar para a precisão dos termos utilizados na lei: o artigo 156 diz que é “vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que *tiver* interesse conflitante com o da companhia” (destacamos), e não “em que *possa* ter interesse conflitante”, mostrando que a lei, de fato, preocupa-se com o conflito de interesses efetivo, e não com o potencial.

Em face disso, é forçoso reconhecer que o tipo de conflito de interesses previsto pela lei, no artigo 156, é do tipo *ex post*, ou seja, trabalha-se com o conflito de interesses aferível no caso concreto, efetivo (e não potencial).

Já numa abordagem mais arrojada sobre a adoção de medidas defensivas pelas companhias brasileiras, E. SALOMÃO propõe a divisão dos países em três diferentes categorias, segundo a frequência de utilização das medidas defensivas: (i) países que seguem a *Common Law*, tais como EUA e Canadá, em que a adoção de mecanismos de defesa é prática largamente utilizada; (ii) um segundo grupo é composto por países em que, por conta de características e peculiaridades locais, o uso de medidas defensivas é raro, em vista da baixa probabilidade de ocorrência de *takeover* hostil, como é o caso do Japão; (iii) por fim, há países cuja economia já está preparada para ser palco de fenômenos como o *takeover* hostil e a adoção de medidas defensivas, mas em que tais práticas ainda não ocorrem por falta de experiência dos agentes locais. Neste último grupo, para o autor,

estaria inclusa a maior parte dos países da América Latina, incluindo o Brasil.¹⁹⁴

Releva observar, contudo, que o texto de E. SALOMÃO foi escrito em fevereiro de 1990, há quase duas décadas, portanto. Atualmente, tendo em vista o cenário brasileiro, seria difícil continuar classificando o país naquele terceiro grupo apresentado acima, apesar de a prática brasileira no que concerne ao *takeover* hostil e à adoção de mecanismos de defesa ainda ser recente.

Pode-se dizer que o perfil brasileiro é mais conservador no que se refere às práticas defensivas, a exemplo do modelo inglês e europeu, mas sem vedar de modo absoluto a sua utilização, desde que seja guiada pelo interesse da companhia. Ao permitir o uso de técnicas defensivas, o modelo brasileiro tangencia o sistema norte-americano.¹⁹⁵

Contribuindo ainda mais para esse perfil regulatório misto, nos últimos meses, tem sido discutida a criação de organismo privado para regular a prática das fusões e aquisições societárias, nos moldes do *Panel* inglês. São os investidores nacionais articulando-se na busca pela auto-regulação do setor e as vantagens que esse modelo pode oferecer.¹⁹⁶ Se

¹⁹⁴ *Brazilian poison pills: rare but legitimate*, in *International Financial Law Review* 36 (1990), p. 36.

¹⁹⁵ No mesmo sentido, J. P. B. NASCIMENTO, *Anotações sobre Medidas Defensivas à Tomada de Controle*, Dissertação de Mestrado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010, p. 252: “No Brasil, parece-nos que não nos filiaremos integralmente a nenhum dos modelos existentes, sob o entendimento de que o nosso ordenamento jurídico possui características próprias de combinação da tradição romano-germânica da *civil law*, que é a nascente do nosso Direito, com influências da tradição anglo-saxã da *common law*, sobretudo em nosso direito societário e do mercado de capitais”.

¹⁹⁶ Sobre, v. N. ROCCO, *País deve criar entidade para avaliar fusões*, 09.11.2010, disponível [on-line] in <http://economia.ig.com.br/mercados/capitais/pais+deve+criar+entidade+para+avaliar+fusoes/n1237822633148.html> [03.01.2011]; N. EIZIRIK, *Visão Brasileira Sobre Takeover Panel*, palestra proferida no 2º Seminário da AMEC em 09.12.09 (apresentação disponível [on-line] in <http://www.amecbrasil.org.br/mercadodecapitais/informativos/noticias/seminario-internacional-takeover-panel-2.html> [03.01.2011]; A. PULLINGER, *The UK Takeover Panel: a possible model for Brazil?*, Palestra proferida no 2º Seminário da AMEC em 09.12.09 (apresentação disponível [on-line] in <http://www.amecbrasil.org.br/mercadodecapitais/informativos/noticias/seminario-internacional-takeover-panel-2.html> [03.01.2011]).

aquela conclusão apresentada por J. ARMOUR e D. A. SKEEL JR.¹⁹⁷ estiver correta, ou seja, o que justificou a criação e o poder da auto-regulação implantada no Reino Unido foi a forte atuação dos acionistas institucionais, provavelmente em breve haverá notícias do já batizado Comitê de Aquisições e Fusões, haja vista a forte atuação dos acionistas institucionais no mercado brasileiro (a exemplo das caixas de previdência e fundos de investimento).

É nesse cenário que as medidas defensivas adotadas pelas companhias brasileiras, aqui denominadas de *poison pills*, devem ser avaliadas.

¹⁹⁷ V. parte final do item anterior, *supra*.

CAPÍTULO 3

POISON PILL: DO MODELO NORTE-AMERICANO AO BRASILEIRO

A denominada *poison pill*, cuja criação é atribuída a Martin Lipton¹⁹⁸, surgiu como um dos mecanismos mais eficientes de detenção das investidas hostis de tomada de controle. Na doutrina norte-americana, algumas espécies desse mecanismo de defesa são apontadas, fazendo com que a *poison pill* não seja apenas uma técnica defensiva, mas sim um conjunto delas.¹⁹⁹ Não é, entretanto, o único tipo de defesa de que lançam mão as companhias que são alvo de tomada de controle.

Com efeito, pode-se dizer que o número de instrumentos de defesa é diretamente proporcional à criatividade dos operadores de direito, que lidam diariamente no âmbito societário. Os mecanismos são tantos que qualquer enumeração seria inequivocamente incompleta.

¹⁹⁸ “Target managers fought back with a variety of defensive strategies, the most dramatic of which was the implementation of the poison pills pioneered by Marty Lipton of Wachtell, Lipton” (J. ARMOUR e D. A. SKEEL JR., *Who Writes the Rules...* cit. (nt. 120, *supra*), p. 1755); R. C. MICHELETTO, *The Poison Pill...* cit. (nt. 130, *supra*), p. 110, nt. 22. O próprio M. LIPTON atribui-se a paternidade da medida, cf. M. LIPTON e P. K. ROWE, *Pills, Polls...* cit. (nt. 145, *supra*), p. 14.

¹⁹⁹ Nesse sentido, J. VELASCO, *Just do it: an antidote to the poison pill*, in *Emory Law Journal* 52 (2003), p. 856 (“The term ‘poison pill’ does not refer to a single, uniform device. Rather, it refers to a family of devices that operate in a similar fashion”).

Este Capítulo, porém, cuida especificamente da *poison pill*, iniciando pela classificação dos mecanismos de defesa em geral e, em seguida, passando ao estudo das chamadas pílulas de veneno – tradução da expressão em inglês *poison pills*.

Contudo, desde logo se deve fazer a advertência que segue: com a recente redescoberta do tema pela doutrina brasileira, boa parte da doutrina e dos operadores do direito passou a referir-se às medidas *antitakeover* adotadas pelas companhias brasileiras, genericamente, como *poison pills*. A expressão já se popularizou, e na prática societária é utilizada para referir-se, sobretudo, às cláusulas que asseguram a dispersão acionária, muito freqüentes nos estatutos das companhias listadas no Novo Mercado da BM&F-Bovespa, e que serão tratadas mais adiante. Tais cláusulas, porém, não guardam muita semelhança com a *poison pill* norte-americana (aqui referida como clássica).

Em verdade, a *poison pill* é apenas uma das muitas técnicas de defesa utilizadas e conhecidas na experiência estrangeira – mormente norte-americana. Na doutrina norte-americana, é comum a utilização da expressão *shark repellents* ou *shark attack repellents* (repelentes de tubarão ou repelentes de ataque de tubarão) para se referir, genericamente, às medidas defensivas.²⁰⁰

Ao final, tratar-se-á da situação brasileira e das defesas aqui utilizadas, a que denominamos “*poison pill* à brasileira” ou, simplesmente, *poison pill* brasileira. Abordar-se-á, ainda, a pequena mas importante experiência que já foi vivenciada, além do atual estágio de regulação da matéria.

3.1. Classificação dos Mecanismos de Defesa

²⁰⁰ Nesse sentido, R. C. CLARK, *Corporate Law* cit. (nt. 133, *supra*), p. 574.

Apesar da variedade encontrada de mecanismos de defesa, o ponto em comum entre todos esses mecanismos é o objetivo de aumentar o custo da aquisição do controle, ou diminuir os benefícios esperados pelo adquirente, para com isso desestimular potenciais ofertantes da empreitada que é a tomada de controle. Dispendioso lembrar que, na experiência estrangeira, apenas cabe falar em medidas defensivas diante de oferta hostil, visto que na oferta amigável, negociada, não há qualquer hostilidade a ser combatida.

As medidas defensivas podem ser classificadas segundo dois critérios: (i) o temporal, pelo qual se dividem em defesas preventivas e defesas remediativas (ou *ex post*); e (ii) o da natureza jurídica, segundo o qual as defesas podem ser estruturais (ou legais), estatutárias e contratuais.

3.1.1. Defesas Preventivas e Remediativas

Com base em A. M. CORDEIRO²⁰¹, as técnicas defensivas podem ser divididas em dois grandes grupos, tendo em vista o momento em que são postas em prática: medidas defensivas preventivas (tomadas antes da ocorrência de oferta hostil) e medidas defensivas remediativas (realizadas após a existência de oferta hostil, ou seja, durante seu curso).²⁰²

As defesas preventivas são aquelas adotadas independentemente da existência atual de oferta hostil, e em geral são dispostas no próprio estatuto das companhias. Na literatura norte-americana, tais defesas são conhecidas como *shark repellents*. Em regra,

²⁰¹ *Da tomada de...* cit. (nt. 34, *supra*), p. 773.

²⁰² Essa mesma classificação também é proposta por R. C. CLARK (*Corporate Law* cit. (nt. 133, *supra*), pp. 571 e ss.).

estas medidas têm como efeito tornar a tomada do controle da sociedade pouco interessante para o tomador.

As defesas preventivas dividem-se em:

(i) Medidas organizatórias: consistem na articulação interna da sociedade de modo a torná-la pouco atraente ou penetrável a novas maiorias acionárias. O exemplo mais citado é o da administração escalonada (ou “staffização”, como prefere A. M. CORDEIRO), em que a eleição dos administradores dá-se de modo escalonado, de tal modo que a substituição da maioria dos administradores levaria várias eleições para acontecer. Esse esquema, para ser eficaz, deve ser reforçado com a impossibilidade de exoneração do administrador sem justa causa.

(ii) Limitações do direito de voto: tem por objetivo tornar pouco atraente a aquisição de grande bloco de ações visando ao controle, tendo em vista a imposição de algumas limitações, tais como elevados *quori* para deliberação de determinadas matérias, ou limitação do número de votos que cada acionista pode ter. Consistem, assim, em medidas como previsão de *quorum* qualificado para alteração estatutária ou, ainda, limitação do número de votos que cada acionista – ou grupo de acionistas – pode se valer em assembléia.

(iii) Esquemas financeiros: tem por objetivo tornar a tomada do controle pouco atraente financeiramente para o tomador. Exemplo dessa modalidade é a previsão de altas indenizações aos administradores no caso de término antecipado de sua gestão (os chamados pára-quedas dourados – *golden parachutes*). Tal medida pode levar à descapitalização da sociedade visada em caso de tomada de controle, tornando sua aquisição desinteressante.

(iv) Controle sobre as ações: consiste na utilização de mecanismos que garantam o controle sobre a alienação das ações, seja por meio da submissão da venda à sociedade-alvo, seja, no extremo, por meio da outorga, aos acionistas antigos, de direito de compra das ações adquiridas por terceiros por baixo valor.

A vantagem das medidas de defesa preventivas é que elas possuem eficácia contra qualquer adquirente, havendo *takeover* ou não. Porém, justamente pelo fato de consistirem em limitações ao livre tráfico das participações sociais, muitas vezes podem ter por consequência a diminuição do valor das ações no mercado.²⁰³

Já as defesas remediativas são aquelas postas em prática no curso da oferta hostil, ou seja, após a materialização da ameaça representada pela possibilidade de tomada de controle.

Algumas medidas preventivas vistas acima também poderão ser tomadas no decurso de uma oferta, a exemplo do pagamento de indenizações altíssimas aos administradores da sociedade visada, em caso de cessação de seus mandatos. Além delas, também é exemplo de defesa posta em prática no curso da oferta a venda dos principais ativos da companhia visada (*crown jewels*), esvaziando-a de suas riquezas, o que a torna alvo pouco atraente para o tomador.

3.1.2. Defesas Estruturais, Estatutárias e Contratuais

C. SALOMÃO FILHO²⁰⁴ propõe outra classificação das medidas defensivas: caso sejam decorrentes da própria legislação societária, são chamadas de técnicas estruturais; já se consistem na introdução de cláusulas específicas nos estatutos das companhias, são denominadas de técnicas estatutárias.

Para a doutrina²⁰⁵, exemplo de medida defensiva estrutural (ou legal) seria o artigo 254-A da Lei das Sociedades por Ações. Apesar de o

²⁰³ A. M. CORDEIRO, *Da tomada de...* cit. (nt. 34, *supra*), p. 775.

²⁰⁴ *O Novo Direito...* cit. (nt. 92, *supra*), p. 137.

²⁰⁵ Nesse sentido, E. SALOMÃO, *Brazilian poison...* cit. (nt. 194, *supra*), p. 37; M. CARVALHOSA, *As poison pills estatutárias na prática brasileira – alguns aspectos de*

objetivo desse dispositivo ser conferir aos acionistas minoritários participação no prêmio do controle, pode-se dizer que como efeito secundário a oferta obrigatória tem o condão de dificultar a transferência do controle, pois a torna mais onerosa.

M. CARVALHOSA²⁰⁶ acrescenta uma terceira classe de medidas defensivas, denominadas de defesas contratuais. Estas podem ser observadas a partir do artigo 118 da lei acionária, que cuida dos acordos de acionistas. O dispositivo permite aos acionistas firmarem acordos sobre direito de preferência para a aquisição das ações a ele vinculadas. Se os signatários do acordo detêm preferência na aquisição de tais ações em detrimento de terceiros, o efeito é dificultar a alienação do poder de controle.

Tendo em vista a versatilidade da *poison pill* clássica, que apresenta uma série de subespécies, é difícil a sua classificação unitária, *a priori*, sendo verdade que pode ser classificada ora como defesa preventiva, ora como defesa remediativa.²⁰⁷ Também pode ser enquadrada tanto como defesa estrutural (quando sua utilização é permitida por lei, pelos estatutos legais *antitakeover*), como estatutária ou mesmo contratual. Quanto à defesa utilizada pelas companhias brasileiras, tal se enquadra no tipo de medida defensiva estatutária, pois não decorre de previsão legal. É, portanto, mecanismo do tipo preventivo, previsto em sua forma final no estatuto da companhia, e gerando efeitos apenas após a tomada de controle.

sua legalidade, in *Direito Societário – Desafios Atuais*, coord. R. R. M. CASTRO e L. S. ARAGÃO, São Paulo, Quartier Latin, 2009, p. 23.

²⁰⁶ Na verdade, o autor refere-se a três tipos de *poison pills*, utilizando esta expressão em sentido amplo, para referir-se às medidas defensivas em geral. M. CARVALHOSA, *As poison pills...* cit. (nt. 205, *supra*), pp. 23-24.

²⁰⁷ “another species of share manipulation is the ‘poison pill’ plan (it might be adopted before or after a hostile tender offer is imminent, so it is not necessarily a post-offer tactic)” (R. C. CLARK, *Corporate Law* cit. (nt. 133, *supra*), p. 574).

3.2. Poison Pill Clássica

Neste tópico, a *poison pill* será tratada conforme foi originalmente desenhada na experiência norte-americana. Em seu sentido mais restrito, a *poison pill* consiste numa previsão estatutária, a ser colocada em prática pelos administradores da companhia visada quando do surgimento de oferta não amigável.

Em interessante analogia, C. KIRCHNER e R. W. PAINTER apontam que a *poison pill* funciona como arma de destruição em massa: é desenhada para não ser usada; sua mera existência já deve ser suficiente para desencorajar a prática da tomada de controle.²⁰⁸

Note-se que o principal manipulador da técnica é a administração da companhia que é alvo do *takeover*. É a administração que ministra sua utilização, assim como é ela que tem o poder de neutralizar o veneno da pílula, nos casos em que a oferta não é hostil e, portanto, tem seus termos amigavelmente negociados.

Essa atribuição dos administradores decorre da própria estrutura de capital das companhias norte-americanas. Nos Estados Unidos da América, a regra é a sociedade com capital autorizado, sendo que a competência originária para determinar a emissão de novos títulos é da administração da companhia.²⁰⁹ Ora, como o mecanismo da *poison pill* de ordinário envolve a emissão de ações, é natural que o principal manipulador da técnica seja a administração da companhia.

A *poison pill* clássica surgiu nos Estados Unidos da América, no início da década de 80, sendo um dos mecanismos de defesa mais notáveis na prática norte-americana. Em geral, seu veneno consiste na diluição da participação do adquirente, dificultando a obtenção do controle

²⁰⁸ *Takeover Defenses...* cit. (nt. 122, *supra*), p. 453, nt. 4.

²⁰⁹ Sobre o capital autorizado, competência da administração e divergências entre o modelo norte-americano e o seguido pela lei brasileira, v. J. A. T. GUERREIRO, *Regime Jurídico do Capital Autorizado*, São Paulo, Saraiva, 1984.

almejado e ocasionando o aumento dos custos envolvidos. Com isso, visa-se desincentivar a tomada de controle hostil.

Trata-se de um conjunto de medidas, referidas como “*shareholder rights plan*” (plano de direitos do acionista), postas em prática quando da ocorrência de evento tal como uma oferta hostil pelo controle da companhia, ou a aquisição de determinada porcentagem de ações. Lançada a pílula, ela garante aos acionistas direito de comprar ou subscrever ações adicionais da companhia visada – geralmente com um desconto substancial sobre o valor de mercado, ou até mesmo gratuitamente – ou vender suas ações à companhia-alvo a preços bastante atrativos.²¹⁰

M. LIPTON e P. K. ROWE²¹¹ indicam que a posteriormente denominada *poison pill* surgiu a partir de memorando por ele redigido (“*Warrant Dividend Plan*”), em 1982. A pecha de pílula de veneno, segundo o autor, foi atribuída por um banqueiro, ao comentar o uso da medida pela companhia Lenox Inc.

Com efeito, conforme nos dá notícia R. MICHELETTO,²¹² a *poison pill* fez sua aparição pública em 1983, quando a companhia Lenox Inc. colocou em prática seu plano de defesa, na época conhecido por “plano de dividendo preferencial” (“*preferred dividend plan*”) ou “plano de ações preferenciais” (“*preferred stock plan*”),²¹³ contra a tentativa de tomada de controle realizada por Brown Foreman.²¹⁴

Por essa técnica, os acionistas da companhia-alvo, com exceção do ofertante, receberiam, quando do lançamento de uma oferta hostil, ações preferenciais conversíveis como forma de dividendo. Caso a

²¹⁰ G. A. JARRELL, J. A. BRICKLEY e J. M. NETTER, *The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980*, in *Journal of Economic Perspectives* 2, n. 1 (1988), p. 63.

²¹¹ *Pills, Polls...* cit. (nt. 145, *supra*), pp. 14-15.

²¹² *The Poison Pill...* cit. (nt. 130, *supra*), p. 112 e nt. 32.

²¹³ R. C. CLARK refere-se a esse tipo de defesa como “*conversion rights version*” (versão direitos de conversão) – cf. *Corporate Law* cit. (nt. 133, *supra*), p. 574.

²¹⁴ Para um breve resumo do caso, v. P. J. L. SHIGUEMATSU, *Mecanismos de proteção e estratégias de defesa em tomadas hostis de controle*, in *Direito Societário – Desafios Atuais*, coord. R. R. M. CASTRO e L. S. ARAGÃO, São Paulo, Quartier Latin, 2009, pp. 403-404.

oferta fosse exitosa, num segundo estágio da transferência do controle (normalmente representado por uma incorporação), as ações preferenciais seriam convertidas em ações ordinárias votantes do capital social da sociedade incorporadora. Por conseguinte, os controladores da companhia ofertante experimentaríamos significativa diluição de suas participações – é essa consequência não desejada que teria o condão de afastar a tomada de controle hostil.²¹⁵

O problema dessa técnica, alega R. C. CLARK²¹⁶, é que a conversão dos títulos seria ineficaz no caso de o adquirente ser um indivíduo (pessoa física) ou uma sociedade que não seja anônima, pois esse tipo de adquirente não tem seu capital dividido em ações, o que impediria a conversão. Ademais, se o adquirente for companhia aberta com propriedade difusa, o plano não causaria o efeito desejado.

Nota-se assim que, num primeiro momento, o principal motivo para o desenvolvimento da *poison pill* foi defender os acionistas daquelas operações de aquisição de controle que se desenrolavam em duas etapas (“*two-tier takeover*”). Em tais operações, o ofertante realizava a aquisição de parcela das ações da companhia visada, suficiente para garantir-lhe o controle²¹⁷, e em seguida expulsava os demais acionistas, normalmente por meio da oferta de compra das demais ações da companhia, porém por valor inferior ao pago na primeira oferta (*squeeze-out*), ou por meio de incorporação da companhia-alvo, em relação de troca bastante prejudicial aos acionistas da sociedade adquirida.

²¹⁵ “Under this plan, the target corporation issues convertible preferred stock as a pro rata dividend to all holders of its common stock. This preferred dividend possesses special redemption and conversion features. (...) Moreover, in the event of a second step freeze out merger, the conversion privilege permits all preferred dividend holders, other than the raider, to convert that preferred stock into an equal amount of preferred stock on the raider. (...) Thus, the redemption and conversion privileges allow shareholders to decline tendering their shares yet still receive the tender offer price in cash, or its equivalent, if the tender offer succeeds (...)” (R. C. MICHELETTO, *The Poison Pill...* cit. (nt. 130, *supra*), pp. 112-113).

²¹⁶ *Corporate Law* cit. (nt. 133, *supra*), p. 574.

²¹⁷ Lembrando que a legislação norte-americana não determina qual o percentual mínimo a ser adquirido via oferta pública, nem prevê oferta obrigatória no caso de aquisição de determinado montante de ações ou de transferência do controle. Sobre, v. Capítulo 2, item 2.2., *supra*.

Depois dessa primeira espécie de *poison pill* utilizada, muitas outras surgiram. Abaixo, veremos as principais espécies mencionadas em doutrina, que seguiram à pílula do tipo *preferred dividend plan*.

Uma segunda variante de *poison pill* é referida em doutrina como “*redemption rights*” (direito de resgate). Por esse mecanismo, a companhia-alvo emite ações preferenciais resgatáveis pela companhia em condições bastante favoráveis aos seus titulares, no caso de ocorrer um *takeover* hostil. Normalmente, o preço a ser pago pelos títulos resgatáveis é baseado no maior valor pago pelo adquirente pelas ações da companhia visada. O veneno dessa técnica está em que o ofertante, se concluir a tomada de controle, adquirirá companhia cujos ativos estarão comprometidos no pagamento do resgate daqueles títulos.

R. CLARK aponta que o empecilho dessa técnica é o fato de que, se levada ao extremo, pode entrar em conflito com a legislação acerca da proteção dos credores da companhia.²¹⁸

Há ainda a modalidade *flip-over*, em que a companhia-alvo atribui aos seus acionistas o direito de adquirir ações do ofertante hostil, em instrumento similar ao bônus de subscrição brasileiro. Porém, o exercício desse direito fica condicionado à ocorrência de algum evento, como a tomada de controle hostil ou a aquisição de determinada porcentagem de ações (gatilho), quando seguidas de operação de incorporação ou fusão.

A técnica funciona em duas etapas: quando é lançada a oferta hostil, os títulos atribuídos aos acionistas da companhia-alvo podem ser destacados das ações e negociados separadamente, e tem o seu preço estabelecido em valor substancialmente maior que o valor corrente das ações da companhia-alvo. Nesse momento, porém, tais títulos ainda não podem ser exercidos, pois o direito que outorgam é condicional. Assim, somente será possível a aquisição de ações do ofertante quando à aquisição

²¹⁸ *Corporate Law* cit. (nt. 133, *supra*), p. 575.

seguir-se um segundo passo, como a fusão ou a incorporação da companhia-alvo pela adquirente.

Quando satisfeita a condição, o titular daquele direito poderá adquirir ações da companhia adquirente, normalmente contando com grande desconto no valor a ser pago (em regra, o desconto é de metade do preço, o que possibilita comprar duas ações pelo preço de uma). A consequência, mais uma vez, é a diluição da participação do adquirente.²¹⁹

O problema dessa técnica, conforme ressalta J. VELASCO, é que ela apenas é eficaz quando à aquisição hostil segue-se uma fusão ou incorporação. Do contrário, se o adquirente contentar-se apenas em ser o controlador da companhia-alvo, a pílula não tem qualquer efeito.²²⁰

É por conta disso que a pílula do tipo *flip-over* costuma vir acompanhada de outra previsão, pela qual, na ocorrência de oferta hostil, os títulos conferidos aos acionistas podem ser resgatados pela companhia-alvo pelo seu valor nominal, o qual usualmente é bastante superior ao valor de mercado das ações da companhia-alvo. Com isso, o mecanismo de defesa mescla as características da pílula *flip-over* com o *redemption rights*.

Pode-se citar, também, a modalidade *flip-in*, pela qual a companhia-alvo confere aos seus acionistas, com exceção do ofertante, a possibilidade de aquisição de ações de sua emissão, mantidas em tesouraria, por preço inferior ao negociado no mercado, ou permite a subscrição, por valor inferior ao de mercado, de ações a serem emitidas em aumento de capital. Com isso, objetiva-se dificultar a tomada de controle, ou pelo aumento do número de ações que o ofertante teria que adquirir, encarecendo a operação, ou pela diluição de sua participação, quando a técnica é efetivada após o encerramento da oferta.

A modalidade *flip-in* é a mais utilizada das pílulas, e usualmente permite a aquisição de ações da companhia-alvo pela metade do preço. O direito de aquisição é condicionalmente outorgado aos acionistas

²¹⁹ R. C. MICHELETTO, *The Poison Pill...* cit. (nt. 130, *supra*), pp. 114-116. V., também, R. C. CLARK, *Corporate Law* cit. (nt. 133, *supra*), p. 575.

²²⁰ *Just do it...* cit. (nt. 199, *supra*), p. 861.

da companhia-alvo, com exceção do ofertante hostil. A condição a que o direito está submetido é o lançamento de uma oferta considerada hostil.

Verificada a condição, o direito de aquisição pode ser destacado das ações e negociado separadamente, a exemplo do que ocorre com a pílula do tipo *flip-over*. Porém, diferentemente desta, na pílula do tipo *flip-in*, o direito de aquisição torna-se imediatamente exercível com o lançamento da oferta.

Outra variante da *poison pill* clássica é composta pelos chamados *back-end plans*. Por esse mecanismo, atribui-se aos acionistas o direito ao recebimento de um dividendo, que seria pago em dinheiro, ações ou outro valor mobiliário. O exercício do direito ao dividendo, porém, estaria condicionado à aquisição de montante de ações superior a percentual pré-definido.²²¹

Quando verificada a condição, os acionistas poderiam demandar o recebimento do dividendo. Com isso, a aquisição de ações acima de determinado percentual tornar-se-ia bastante onerosa, desincentivando pretensos adquirentes de tomar o controle da companhia de modo hostil.

Mesmo a pílula do tipo *back-end plans* possui algumas variantes²²², mas todas elas têm por objetivo atribuir aos acionistas da companhia-alvo, no evento de uma aquisição hostil, o recebimento do valor tido por justo pelas suas ações. A idéia central é a de que esse valor, que pode ser pago por meio de dinheiro ou debêntures, será sempre retirado da companhia-alvo e atribuído aos seus acionistas, com exceção do adquirente hostil.

É aí que reside o veneno da pílula: o *back-end plan* não causa a diluição da participação do adquirente hostil, porém sua repercussão econômica no patrimônio da companhia-alvo diminui substancialmente o retorno que o adquirente esperava ter com a aquisição. Esse tipo de pílula,

²²¹ P. J. L. SHIGUEMATSU, *Mecanismos...* cit. (nt. 214, *supra*), p. 406.

²²² É o caso da “*put pill*” e da “*value assurance pill*”, cf. J. VELASCO, *Just do it...* cit. (nt. 199, *supra*), p. 862.

porém, não goza da mesma popularidade que as provisões do tipo *flip-in* e *flip-over*. Ademais, sua eficácia e mesmo sua legalidade são questionáveis, conforme aponta J. VELASCO.²²³

Apesar das diversas variantes que a *poison pill* apresenta, todas elas apresentam dois pontos em comum²²⁴: (i) são postas em prática quando disparado o gatilho a que condicionadas, normalmente representado pela tomada de controle ou pela aquisição de determinada porcentagem de ações; (ii) podem ser neutralizadas a qualquer momento por ato da administração da companhia. Com isso, resta claro que o propósito da pílula não é apenas afastar a tomada de controle hostil (objetivo original da medida), mas também procurar melhores condições de venda, no caso em que a tomada de controle for inevitável.

Com efeito, ao possibilitar que a administração da companhia-alvo torne sem efeito a *poison pill*, transforma-se em amigáveis as ofertas outrora hostis. Com isso, a administração, agindo como fiduciária dos acionistas, poderia melhor negociar os termos da oferta, sempre na busca dos interesses dos acionistas. A *poison pill* serviria, desse modo, de instrumento de barganha nas mãos dos administradores.²²⁵

Note-se, assim, que o objetivo da *poison pill* não é evitar toda e qualquer tomada de controle (*takeover*), mas apenas aquela do tipo hostil. Por conta disso, não é formulada como barreira intransponível, mas sim como um funil, capaz de proporcionar à administração da companhia-alvo poderes para selecionar as ofertas, descartando aquelas que não atenderiam o interesse da companhia (como, por exemplo, a aquisição por sociedade concorrente, com o objetivo de desativar a companhia-alvo), e conseguindo

²²³ *Just do it...* cit. (nt. 199, *supra*), pp. 863-864.

²²⁴ Nesse sentido, J. P. B. NASCIMENTO, *Anotações sobre...* cit. (nt. 195, *supra*), p. 122.

²²⁵ Nesse sentido, M. LIPTON, *Takeover Bids in the Target's Boardroom*. in *Business Lawyer* 35 (1979), pp. 106 e ss., em especial p. 108 (“in about 95 percent of the cases where a company has been acquired after initially having resisted an unsolicited takeover bid, the shareholders have ended up with a higher price than the original offer”). Questionando o poder de barganha conferido pelos mecanismos de defesa, v. G. SUBRAMANIAN, *Bargaining in the Shadow of Takeover Defenses*, in *Yale Law Journal* 113 (2003), pp. 621-686.

melhores condições junto àquelas ofertas benéficas aos interesses comuns dos sócios.

A primeira vez que a *poison pill* foi submetida ao Judiciário norte-americano foi no caso *Moran v. Household International, Inc.*²²⁶, em que ficou decidida a validade e licitude do mecanismo, desde que sua utilização fosse guiada pelo parâmetro da *business judgment rule*, e a medida tomada fosse proporcional à ameaça.

Ademais, ficou decidido que o mecanismo não impede de modo absoluto a tomada de controle (o que seria prejudicial aos acionistas), ante a possibilidade de ser neutralizada pela administração.

Vale mencionar que, além das *poison pills*, muitas outras técnicas defensivas são utilizadas pelas companhias norte-americanas, na tentativa de impedir o êxito de uma oferta hostil ou, ao menos, de transformá-la em amigável. São exemplos de outras técnicas: administração escalonada²²⁷, cavaleiro branco²²⁸, pára-quedas dourados²²⁹, defesa *pac-man*²³⁰, *greenmail*²³¹, entre outras²³².

²²⁶ *Moran v. Household International, Inc.*, 500 A.2d 1346 (Del. 1985).

²²⁷ Também denominada *classified* ou *staggered boards*, essa estratégia consiste na previsão estatutária de escalonamento dos mandatos dos membros da administração da companhia. Por conta dos mandatos não unificados (escalonados), o eventual adquirente do controle da companhia fica impedido de substituir, de forma única e imediata, todos os membros da administração, o que só poderia ser levado a cabo ao final de alguns anos. No Brasil, entretanto, tal medida gozaria de pouca ou nenhuma eficácia, visto que, pela lei, os administradores podem ser destituídos *ad nutum* pela assembléia-geral.

²²⁸ Essa técnica de defesa consiste na existência – em regra, instigada pelos administradores da companhia-alvo – de oferta concorrente, realizada por outra companhia que é preferida pelos administradores da sociedade visada. Geralmente, a oferta concorrente é, em verdade, uma oferta amigável – daí porque escolhida pelos administradores. O novo ofertante é, então, o cavaleiro branco, em contraposição ao cavaleiro negro (*black knight*) – o autor da primeira oferta (hostil).

²²⁹ Os pára-quedas dourados (ou *golden parachute*) consistem na previsão de concessão de elevados pacotes remuneratórios aos administradores da companhia visada em caso de sucesso de oferta hostil ou de cessação do mandato. Diante de uma oferta hostil, a medida tem por finalidade onerar a eventual tomada de controle, tornando o negócio mais custoso e, por via de consequência, menos atrativo. Na experiência estrangeira, discute-se a viabilidade desse mecanismo, bem como sua real eficácia em evitar um *takeover*. Isso porque sua previsão pode funcionar como desincentivo aos administradores em resistir a uma oferta hostil, tendo em vista que o sucesso desta pode-lhes trazer vultoso benefício financeiro (recebimento dos pára-quedas dourados).

²³⁰ Essa medida defensiva representa verdadeiro contra-ataque por parte da companhia-alvo: consiste no lançamento, pela companhia visada, de oferta pública de aquisição das

Entretanto, a *poison pill*, em suas diversas modalidades, ainda é a estratégia mais famosa e mais largamente utilizada, razão pela qual está sempre no foco de acesos debates doutrinários.

3.3. *Experiência Brasileira*

No Brasil, a adoção do modelo clássico de *poison pill*, visto no item anterior, é questionável, conforme se passa a demonstrar.

A primeira objeção que se pode levantar é o fato de, na maior parte das vezes, o cerne do mecanismo estar relacionado principalmente à fixação do preço de emissão das ações em aumento de capital.²³³ Ora, conforme a Lei das Sociedades por Ações, assim como o Parecer de Orientação CVM nº 1, de 27 de Setembro de 1978, a fixação do valor da ação emitida deve sempre seguir os parâmetros disposto no artigo 170 da lei,²³⁴ o que virtualmente impossibilita a aquisição das ações com desconto.

ações do ofertante. O nome *Pac-Man Defense* refere-se a um popular jogo de vídeo-game da década de 80, em que o personagem inicialmente caçado vira o caçador. Apesar de atécnica, a expressão é bastante ilustrativa.

²³¹ A expressão é um neologismo advindo da junção do termo *blackmail* – que, em inglês, significa chantagem – com a expressão *green* – referência ao dólar, moeda norte-americana. Esta técnica também é conhecida por *bon voyage bonus* ou *goodbye kiss*. Consiste em evitar a tomada de controle pelo ofertante hostil por meio da compra, pela companhia-alvo, das ações que já tenham sido adquiridas pelo ofertante, por preço significativamente superior ao pago por ele. Em troca, o ofertante compromete-se a retirar a oferta ou a não continuar adquirindo ações daquela companhia. Nota-se assim que a oferta hostil de aquisição de ações visando à tomada de controle, nesse caso, funciona como forma de chantagear a administração da companhia-alvo, que se vê obrigada a pagar altas somas para evitar o *takeover*, adquirindo de volta as próprias ações.

²³² Sobre esses e outros mecanismos de defesa, e sua viabilidade no sistema brasileiro, v. J. P. B. NASCIMENTO, *Anotações sobre...* cit. (nt. 195, *supra*).

²³³ E. L. S. VAZ e J. P. B. NASCIMENTO, *Poderes da administração...* cit. (nt. 62, *supra*), p. 397.

²³⁴ Art. 170. Depois de realizados 3/4 (três quartos), no mínimo, do capital social, a companhia pode aumentá-lo mediante subscrição pública ou particular de ações.

Já a modalidade que garante aos acionistas da companhia-alvo o resgate de suas ações ou títulos por valor acentuadamente superior ao de mercado encontra uma série de obstáculos legais e regulamentares. É o caso, por exemplo, do artigo 2º, alínea *e*, da Instrução Normativa CVM nº 10, de 14 de fevereiro de 1980²³⁵, pelo qual é vedada a aquisição de ações pela própria companhia quando em curso uma oferta pública de aquisição de ações. Ora, tal previsão é suficiente para impedir a utilização dessa forma de *poison pill* pelas companhias brasileiras.

Além da instrução mencionada, a própria lei acionária admite o resgate de ações apenas em condições especiais, dispostas no artigo 44, §1º.

Mais que isso, a Lei das Sociedades por Ações também veda o tratamento desigual a acionistas pertencentes a uma mesma classe de ações, consoante o artigo 109, §1º.²³⁶ Em face desse dispositivo, não seria possível justificar a compra de ações a valores majorados de alguns acionistas, mas não de outros (no caso, do ofertante hostil). Nos Estados Unidos da América, desde o caso *Moran v. Household International, Inc.*, o Judiciário

§ 1º O preço de emissão deverá ser fixado, sem diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, ainda que tenham direito de preferência para subscrevê-las, tendo em vista, alternativa ou conjuntamente: [\(Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997\)](#)

I - a perspectiva de rentabilidade da companhia; [\(Incluído pela Lei nº 9.457, de 1997\)](#)

II - o valor do patrimônio líquido da ação; [\(Incluído pela Lei nº 9.457, de 1997\)](#)

III - a cotação de suas ações em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão organizado, admitido ágio ou deságio em função das condições do mercado. [\(Incluído pela Lei nº 9.457, de 1997\)](#)

(...)

§ 7º A proposta de aumento do capital deverá esclarecer qual o critério adotado, nos termos do § 1º deste artigo, justificando pormenorizadamente os aspectos econômicos que determinaram a sua escolha. [\(Incluído pela Lei nº 9.457, de 1997\)](#)

²³⁵ Art. 2º A aquisição, de modo direto ou indireto, de ações de emissão da companhia, para permanência em tesouraria ou cancelamento, é vedada quando: (...)

e) estiver em curso oferta pública de aquisição de suas ações.

²³⁶ Art. 109, § 1º As ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares.

já firmou o entendimento de que o tratamento diferenciado entre acionistas é admissível.²³⁷

Já C. SALOMÃO FILHO²³⁸, definindo a *poison pill* à luz dos institutos brasileiros, sustenta que a medida consiste na emissão de títulos com vencimento condicionado à alienação de controle, que podem ser tanto debêntures quanto bônus de subscrição, resgatáveis ou exercíveis, respectivamente, em condições bastante favoráveis ao seu titular, no caso do implemento daquela condição, com o claro propósito de diluir a participação do ofertante.

Ressalta que na prática estrangeira os títulos emitidos como forma de *poison pills*, de ordinário, possuem cláusula pela qual eles podem ser resgatados a qualquer tempo pela companhia, a seu critério. Essa previsão é necessária para evitar os efeitos da *poison pills* naqueles casos de alienação amigável de controle, permitindo à companhia esse tipo de negociação. Entretanto, para C. SALOMÃO FILHO, em face do direito brasileiro, a validade de tal cláusula seria duvidosa, tendo em vista que o Código Civil (artigo 122, 2ª parte)²³⁹ veda as condições puramente potestativas.²⁴⁰

Entretanto, no que tange às debêntures, o argumento, a nosso aviso, não procede. As debêntures, diversamente das ações, não são títulos de capital, mas sim de passivo exigível, razão pela qual admitem resgate antecipado. A própria Lei das Sociedades por Ações, em seu artigo 55, permite que a debênture seja tanto resgatada antecipadamente (*caput*), quanto adquirida pela própria companhia (§2º), além de permitir que o vencimento seja condicionado (§3º), conforme se vê abaixo²⁴¹:

²³⁷ J. ARMOUR e D. A. SKEEL JR., *Who Writes the Rules...* cit. (nt. 120, *supra*), pp. 1755-1756.

²³⁸ *O Novo Direito...* cit. (nt. 92, *supra*), p. 138.

²³⁹ Art. 122. São lícitas, em geral, todas as condições não contrárias à lei, à ordem pública ou aos bons costumes; entre as condições defesas se incluem as que privarem de todo efeito o negócio jurídico, ou o sujeitarem ao puro arbítrio de uma das partes.

²⁴⁰ *O Novo Direito...* cit. (nt. 92, *supra*), pp. 139.

²⁴¹ Em 30 de dezembro de 2010, a Medida Provisória 517 alterou a redação dos §§ 1º e 2º do artigo 55 da lei. Porém, uma vez que a medida ainda não foi convertida em lei,

Art. 55. A época do vencimento da debênture deverá constar da escritura de emissão e do certificado, podendo a companhia estipular amortizações parciais de cada série, criar fundos de amortização e reservar-se o direito de resgate antecipado, parcial ou total, dos títulos da mesma série.

§ 1º A amortização de debêntures da mesma série que não tenham vencimentos anuais distintos, assim como o resgate parcial, deverão ser feitos mediante sorteio ou, se as debêntures estiverem cotadas por preço inferior ao valor nominal, por compra em bolsa.

§ 2º É facultado à companhia adquirir debêntures de sua emissão, desde que por valor igual ou inferior ao nominal, devendo o fato constar do relatório da administração e das demonstrações financeiras.

§ 3º A companhia poderá emitir debêntures cujo vencimento somente ocorra nos casos de inadimplemento da obrigação de pagar juros e dissolução da companhia, ou de outras condições previstas no título. (destacamos)

optou-se por manter a redação anterior do dispositivo legal, mesmo porque a nova redação não invalida o argumento apresentado. Abaixo, a nova redação dos dispositivos mencionados:

Art. 55. (...) §1º A amortização de debêntures da mesma série que não tenham vencimentos anuais distintos, assim como o resgate parcial, deverão ser feitos mediante sorteio ou, se as debêntures estiverem cotadas por preço inferior ao valor nominal, por compra no mercado de valores mobiliários, observando as regras expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários. [\(Redação dada pela Medida Provisória nº 517, de 2010\)](#)

§2º É facultado à companhia adquirir debêntures de sua emissão, desde que observe as regras expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, devendo o fato constar do relatório da administração e das demonstrações financeiras. [\(Redação dada pela Medida Provisória nº 517, de 2010\)](#)

O autor, porém, aponta ainda mais um motivo pelo qual a adoção desse tipo de *poison pill* seria questionável: trata-se da comparação entre os efeitos da defesa utilizada – emissão de títulos cujo vencimento acarretaria grande prejuízo à companhia, vez que necessariamente seu resgate ou exercício dar-se-ia de modo favorável ao seu titular – e os efeitos de eventual alienação de controle.

Ora, enquanto o prejuízo que poderia ser causado por futuro adquirente do controle é potencial, o prejuízo causado pelo resgate ou exercício dos títulos emitidos é certo. No embate entre estas duas esferas, deve-se afastar o prejuízo certo (adoção da defesa), como forma de atender ao interesse social, sob pena de responsabilidade dos administradores, na forma do artigo 158, II.²⁴²

Em face do exposto, como saldo final, é lícito concluir que a *poison pill*, tal qual em seu modelo clássico, não pode ser validamente utilizada no Brasil.

Nem por isso, todavia, as companhias brasileiras deixaram de adotar técnicas defensivas. Tais técnicas, no entanto, embora sejam também apelidadas de *poison pill*, não guardam semelhança com as pílulas clássicas, vistas acima, exceto o fato de também serem postas em execução quando atingido um patamar fixo, determinado em cada caso (gatilho).²⁴³

E. SALOMÃO²⁴⁴ entende que a necessidade de adoção de medidas defensivas pelas companhias brasileiras, mormente na categoria técnicas estatutárias, estaria diretamente ligada ao fato de que as técnicas ditas estruturais, ou seja, aquelas decorrentes da legislação, não seriam suficientes a obstar ou desencorajar as investidas do interessado em tomar o controle de determinada sociedade.

²⁴² C. SALOMÃO FILHO, *O Novo Direito...* cit. (nt. 92, *supra*), p. 139.

²⁴³ A observação é de É. GORGA: “a única semelhança entre a **poison pill** brasileira e a americana é a existência de gatilho que delimita a porcentagem de aquisição de ações que dispara ambas as técnicas de defesa” (cf. *As poison pills americanas e as supostas poison pills brasileiras*, 24.08.2008, disponível [on-line] in http://www.migalhas.com.br/mostra_noticia.aspx?cod=67358 [03.01.2011], destaques no original).

²⁴⁴ E. SALOMÃO, *Brazilian poison...* cit. (nt. 194, *supra*), p. 37.

Com efeito, da análise do cenário legislativo brasileiro, poder-se-ia imaginar que a previsão de oferta pública de aquisição de ações obrigatória para o caso de alienação do controle de companhia aberta poderia servir de entrave à alienação do controle indesejada. Isso, porém, não é verdadeiro: tal oferta não serve de barreira à ocorrência de *takeover* hostil, visto que o interessado em tomar o controle pode fazê-lo – e provavelmente fará – por meio da oferta voluntária, o que afastaria a obrigatoriedade da oferta do artigo 254-A.

Assim, além de não haver entraves legais à ocorrência de um *takeover* hostil, haja vista que a previsão do artigo 254-A da Lei das Sociedades por Ações não se aplica em tais casos (afinal, trata-se de hipótese de aquisição originária do poder de controle), deve-se também rejeitar a inserção de restrições à circulação de ações nos estatutos das companhias abertas (que poderia também servir como mecanismo de contenção ao *takeover*), visto que tal expediente é permitido apenas para as companhias fechadas, por força do artigo 30 da lei²⁴⁵, sendo sua utilização ilegal nas companhias abertas.

A necessidade de adoção de técnicas defensivas por parte das companhias brasileiras, contudo, não tem o condão de *per se* legitimar a utilização de tais expedientes. É preciso averiguar se a legislação local permitiria o uso dessas técnicas.

Entretanto, a negativa absoluta da utilização de mecanismos de defesa também não é a escolha mais indicada. Como defende A. M. CORDEIRO²⁴⁶, ao ser de todo proibido o recurso às técnicas *antitakeover*, a melhor defesa contra a tomada hostil seria a retirada da sociedade do mercado de ações, com o fechamento do seu capital. Ora, essa não seria a

²⁴⁵ Art. 36. O estatuto da companhia fechada pode impor limitações à circulação das ações nominativas, contanto que regule minuciosamente tais limitações e não impeça a negociação, nem sujeite o acionista ao arbítrio dos órgãos de administração da companhia ou da maioria dos acionistas.

Parágrafo único. A limitação à circulação criada por alteração estatutária somente se aplicará às ações cujos titulares com ela expressamente concordarem, mediante pedido de averbação no livro de "Registro de Ações Nominativas".

²⁴⁶ A *OPA estatutária*... cit. (nt. 102, *supra*), p. 135.

melhor opção visto que, no extremo, o crescimento econômico ficaria comprometido e poderia causar o definhamento do próprio mercado acionário, por falta de matéria-prima (as ações).

É tendo essa idéia em vista que passamos à análise dos mecanismos de defesa adotados pelas companhias brasileiras.

3.3.1. Novo Mercado e Cláusulas Estatutárias (“Poison Pills à Brasileira”)

O Novo Mercado é um segmento especial de negociação de valores mobiliários na BM&F-Bovespa, ao lado dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa – Nível 1 e Nível 2.²⁴⁷ Possui regulamento próprio, que deve ser observado pelas companhias que aí decidam negociar seus títulos. A idéia é a busca por maior transparência e comprometimento com as boas práticas de governança corporativa.

Dentre os requisitos para que uma companhia entre no Novo Mercado, podemos citar (itens 2, 3, 4 e 8 do Regulamento de Listagem do Novo Mercado²⁴⁸): (i) em regra, possuir apenas ações ordinárias²⁴⁹; (ii)

²⁴⁷ No presente estudo, foram analisadas apenas as companhias listadas no Novo Mercado.

²⁴⁸ O Regulamento de Listagem do Novo Mercado pode ser acessado no *site* da BM&F-Bovespa (www.bmfbovespa.com.br), no link <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/mercados/download/RegulamentoNMercado.pdf> [03.01.2011].

²⁴⁹ Por via de exceção, admite-se a presença de ações preferenciais de classe especial, decorrentes de desestatização, denominadas na doutrina de *golden share*, cf. Item 3.1 (vi) do Regulamento de Listagem do Novo Mercado:

3.1. Autorização para Negociação no Novo Mercado. O Diretor Geral da BOVESPA poderá conceder autorização para negociação no Novo Mercado para a Companhia que preencher as seguintes condições mínimas: (...)

(vi) tenha seu capital social dividido exclusivamente em ações ordinárias, exceto em casos de desestatização, se se tratar de ações preferenciais de classe especial que tenham por fim garantir direitos políticos diferenciados, sejam intransferíveis e de propriedade do ente desestatizante, devendo referidos direitos ter sido objeto de análise prévia pela BOVESPA (...).

todos os acionistas devem ter o direito de saída conjunta nas mesmas condições dadas aos controladores quando da venda do controle da companhia (trata-se da previsão obrigatória de *tag along*); (iii) o conselho de administração deve ter, no mínimo, cinco membros com mandato unificado de até dois anos, e ao menos 20% dos membros devem ser independentes; (iv) necessidade de divulgação de demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais; (v) manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital social da companhia (*free float*).

É especialmente nas companhias que aderiram ao Novo Mercado que se vislumbra a adoção da *poison pill* à brasileira (aqui referidas como *poison pill* brasileira ou simplesmente *poison pill*, a menos que diversamente ressaltado). A justificativa para esse posicionamento das companhias estaria, a nosso aviso, em dois pilares do Novo Mercado: a exigência de que as companhias possuam e emitam apenas ações ordinárias (com a exceção das *golden share*) e a imposição de dispersão mínima de ações no mercado.

Esse ambiente favorece, a um só tempo, a dispersão acionária e o maior compartilhamento do poder de votar, visto que as companhias não possuem acionistas privados do direito de voto.

No Brasil, optou-se por adotar mecanismo de defesa diferente daquele utilizado pelas companhias norte-americanas. Ainda assim, por aqui, tal mecanismo é igualmente denominado *poison pill* (ou pílula de veneno). Analisando os estatutos de diversas companhias brasileiras listadas no Novo Mercado, É. GORGA²⁵⁰ aponta a existência fundamentalmente de dois tipos de mecanismo defensivo:

O primeiro deles, denominado “Tipo A”, determina que caso seja adquirido determinado percentual de ações da companhia, o adquirente deverá obrigatoriamente lançar oferta pública para adquirir as demais

²⁵⁰ É. GORGA, *Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries*, in *Northwestern Journal of International Law & Business* 29 (2009), pp. 480 e ss.

ações, por preço estatutariamente definido. O percentual a disparar a necessidade de oferta pública é denominado na prática forense de “gatilho”, e varia entre dez a trinta e cinco por cento.²⁵¹

Esse tipo aproxima-se muito da oferta obrigatória, prevista em lei (artigo 254-A), diferindo, porém, com relação ao evento que determina o seu lançamento: enquanto na oferta legal é a transferência onerosa do controle, na oferta estatutária é a aquisição de determinado percentual de ações, normalmente estatuído em percentual bastante baixo.

O segundo tipo de *poison pill* adotado no Brasil, referido como “Tipo B”, consiste na imposição ao acionista que já tiver adquirido determinado percentual de ações e desejar extrapolar esse limite do dever de comunicar sua intenção ao Diretor de Relação com Investidores e ao diretor da Bolsa de Valores responsável pelo pregão, para que seja organizada a aquisição das ações em leilão aberto, realizado na Bolsa de Valores, e do qual poderão participar também terceiros interessados. O percentual a ensejar esse dever varia de cinco a trinta por cento.

A maior parte das companhias que adotam mecanismos de defesa opta pelos do Tipo A, sendo que poucas companhias possuem previsão similar ao Tipo B, e algumas adotam ambos os tipos.

Dada a preferência das companhias pela *poison pill* do Tipo A, é sobre ela que nos debruçaremos na análise que segue.

Como visto, esse tipo de defesa consiste na obrigação de lançar oferta pública imposta àquele que adquirir ações da companhia-alvo acima de determinado percentual, denominado gatilho. Trata-se de mecanismo de defesa estatutário, visto que decorre de previsão clausular inserta no próprio estatuto da companhia-alvo.

A. M. CORDEIRO²⁵² denominou tal defesa de “OPA estatutária”, e aponta que essa defesa garante proteção contra as tomadas hostis mais

²⁵¹ Conferir Capítulo 4, item 4.3., e Tabelas 1 e 2, *infra*.

²⁵² A *OPA estatutária*... cit. (nt. 102, *supra*), pp.140-141.

insidiosas, que são aquelas em que o ofertante toma o controle adquirindo parcela minoritária do capital social (controle minoritário).

Em geral, a redação das pílulas de veneno brasileiras segue o modelo apresentado abaixo:

“Qualquer acionista que adquirir ou se tornar titular de ações de emissão da Companhia em quantidade igual ou superior a (...)% [gatilho] do total de ações de emissão da Companhia deverá, no prazo máximo de (...) dias a contar da data de aquisição ou do evento que resultou na titularidade de ações em quantidade igual ou superior a (...)% do total de ações de emissão da Companhia, realizar ou solicitar, conforme o caso, o registro de uma oferta pública de aquisição da totalidade das ações de emissão da Companhia, observando-se o disposto na regulamentação aplicável da CVM, o Regulamento de Listagem do Novo Mercado e as disposições deste Artigo.

O preço de aquisição na OPA de cada ação de emissão da Companhia não poderá ser inferior ao maior valor entre: (i) o valor econômico apurado em laudo de avaliação; (ii) X%²⁵³ do preço de emissão das ações em qualquer aumento de capital realizado mediante distribuição pública ocorrido no período de (...) meses que anteceder a data em que se tornar obrigatória a realização da OPA nos termos deste artigo, devidamente atualizado pelo índice (...) até o momento do pagamento; maior valor pago pelo adquirente por ação da companhia, no período de (...) meses anteriores à oferta; e (iii)

²⁵³ Sendo $X \geq 100\%$. Quando $X = 100\%$, é comum a previsão do pagamento do valor da ação acrescido de prêmio, representado por porcentagem sobre o valor indicado.

X% da cotação unitária média das ações de emissão da Companhia durante o período de (...) dias anterior à realização da oferta na bolsa de valores em que houver o maior volume de negociações das ações de emissão da Companhia.

A alteração que limite o direito dos acionistas à realização da oferta pública prevista neste Artigo ou a exclusão deste Artigo obrigará o(s) acionista(s) que tiver(em) votado a favor de tal alteração ou exclusão na deliberação em Assembléia Geral a realizar a oferta pública prevista neste artigo”.²⁵⁴

Nas duas primeiras partes do dispositivo, insere-se a previsão de oferta pública, nos moldes ali indicados, a ser realizada quando uma pessoa (física ou jurídica) ou grupo de pessoas adquira determinado percentual de ações de emissão da companhia-alvo. Sobre a última parte do dispositivo – cláusula acessória que tem o condão de transformar a previsão da *poison pill* em espécie de cláusula pétrea do estatuto social²⁵⁵ – falar-se-á mais adiante.

No momento, a questão é analisar qual a feição que a *poison pill* brasileira possui. Isso porque, do modo como é mais comumente desenhada nos estatutos, a cláusula de *poison pill* é mais do que uma mera previsão de *tag along* (a existência da qual, no Novo Mercado, é até uma exigência).

²⁵⁴ Adaptação do artigo 43 do Estatuto Social de Lojas Renner S.A., conforme atualizado até 30.03.2010, disponível [on-line] in http://siteempresas.bovespa.com.br/consbov/ArquivoComCabecalho.asp?motivo=&protocolo=267208&func_ao=visualizar&Site=C [03.01.2011].

²⁵⁵ A expressão “cláusula pétrea” vem do Direito Constitucional, em que serve para designar o núcleo duro da Constituição, o qual é imutável, não admitindo alteração pelo Poder Constituinte derivado. Na Constituição da República Federativa do Brasil, as cláusulas pétreas encontram-se elencadas no artigo 60, §4º. Apesar de a cláusula que dificulta a retirada da *poison pill* do estatuto não ter conteúdo constitucional, a prática forense convencionou chamá-la de cláusula pétrea, ante o efeito de imutabilidade que gera.

O *tag along*, ou direito de saída conjunta, nada mais é que a transposição da oferta pública obrigatória, prevista no artigo 254-A da lei acionária, para o campo estatutário, com algumas sensíveis alterações. No campo estatutário, por exemplo, o *tag along* pode prever a obrigatoriedade de estender a oferta de aquisição de ações para além dos acionistas com direito a voto, abrangendo também os acionistas titulares de ações preferenciais sem direito a voto.

Igualmente, pode prever que a oferta será correspondente a valor maior que o fixado na lei (atualmente, 80% do valor ofertado às ações do controlador). No caso das companhias listadas no Novo Mercado da BM&F-Bovespa, há a exigência de se proceder ao *tag along*, no caso de alienação do controle da companhia, mas o valor da oferta deverá ser, sempre, correspondente a 100% daquele ofertado às ações do bloco de controle, garantindo aos acionistas minoritários, assim, tratamento igualitário²⁵⁶.

De se lembrar, ainda, que o artigo 254-A da lei tem aplicação apenas quanto às companhias abertas. O *tag along*, por sua vez, pode ser previsto também no estatuto das companhias fechadas.

Ora, em vista das condições a que submetida a eficácia das *poison pills* – o chamado gatilho – esse tipo de previsão estatutária vai para além da mera garantia de *tag along*. Isso porque o gatilho escolhido pelas companhias traduz-se em percentual baixo, normalmente variando entre 10 e 35%, percentual esse que muitas vezes não é suficiente para adquirir o controle da companhia (pressuposto do *tag along*).

Diante da previsão legal (artigo 254-A) e da regulamentar, o primeiro óbice que se poderia levantar à *poison pill* brasileira (ou OPA estatutária) seria que a previsão estatutária estaria a alterar a previsão

²⁵⁶ Regulamento do Novo Mercado, item 8.1 - Contratação da Alienação de Controle da Companhia. A Alienação de Controle da Companhia, tanto por meio de uma única operação, como por meio de operações sucessivas, deverá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a efetivar oferta pública de aquisição das demais ações dos outros acionistas da Companhia, observando as condições e os prazos previstos na legislação vigente e neste Regulamento, de forma a lhes assegurar tratamento igualitário àquele dado ao Acionista Controlador Alienante.

imperativa da lei, visto que exige a realização de oferta pública mesmo quando não há a alienação do controle.

Esse óbice, entretanto, não prospera. Quando há a alienação de controle de forma onerosa, a oferta obrigatória deriva da lei ou, ainda, do Regulamento de Listagem do Novo Mercado. Quando não há a alienação do controle, nem a lei, nem o Regulamento prevêm o lançamento de oferta pública. Mas também não proíbem que essa seja instituída: trata-se, assim, de oferta pública facultativa, regida pela autonomia privada. Não há, portanto, derrogação de regra imperativa, mas apenas regulamentação, por particulares, de matéria relegada à autonomia privada.²⁵⁷

Pode-se alegar, ainda, que a *poison pill* limitaria a circulação das ações da companhia aberta, o que não é permitido pela lei (artigo 36, *a contrario*). Mais uma vez, o argumento não convence. A circulação das ações da companhia que tenha *poison pill* em seu estatuto não fica prejudicada. Pelo contrário, a idéia é aumentar a diluição do capital social e a liquidez das ações no mercado.²⁵⁸ A pílula apenas prevê que, se atingido determinado percentual de ações, o adquirente fica obrigado a lançar a oferta.

Afastados tais óbices, é seguro concluir que a adoção da *poison pill*, se consistente apenas na exigência de lançar oferta pública quando atingido determinado percentual de ações, está em consonância com o perfil legislativo brasileiro, inserta na autonomia privada.

Dado que o objetivo da *poison pill* é afastar a tomada de controle hostil (seja para preservar os melhores interesses da companhia e de seus acionistas, seja para a manutenção do atual bloco de controle), normalmente, a cláusula apresenta conseqüências não desejadas para

²⁵⁷ Cf. A. M. CORDEIRO, *A OPA estatutária...* cit. (nt. 102, *supra*), p. 141: “A *fortiori* podem os pactos sociais conter cláusula a esse propósito. Nenhuma regra imperativa é afastada: apenas se verifica uma estatuição privada em área que o Direito havia abandonado à autonomia privada”. (destaques no original)

²⁵⁸ “Ao incentivar – ainda que de modo limitado e indirecto – OPAs gerais acima dos 30 ou dos 35%, os estatutos societários que adotem a defesa aqui analisada [OPA estatutária] estão, de facto, a defender o mercado e a livre e efectiva transmissão das acções” (A. M. CORDEIRO, *A OPA estatutária...* cit. (nt. 102, *supra*), p. 144).

eventual adquirente do controle, como, por exemplo, a aquisição das demais ações da companhia por preço substancialmente acima do valor pago ao controlador ou, então, do valor de mercado. Esse é fundamentalmente o desenho da *poison pill* adotada no Brasil.

Sua força coercitiva decorre da previsão, no próprio estatuto da companhia, de sanções para o caso de seu descumprimento ou não observância. A sanção mais comum consiste na convocação de assembléia-geral extraordinária, em que o adquirente das ações fica impedido de votar (ante o conflito de interesses – artigo 115 da lei), para deliberar sobre a suspensão dos seus direitos de sócio, na forma do artigo 120 da Lei das Sociedades por Ações.²⁵⁹⁻²⁶⁰

Até esse ponto, não há qualquer elemento a indicar eventual ilicitude na pílula brasileira: a previsão de oferta pública de ações estatutária insere-se dentro da autonomia privada, e a sanção imposta pelo seu desatendimento encontra previsão legal expressa.

A partir deste ponto, o tema demanda aprofundamento, consistente na análise dos objetivos visados pela adoção da pílula.

Ao analisar o perfil das sociedades brasileiras listadas no Novo Mercado, percebemos que cerca de metade das companhias que possuem previsão estatutária de *poison pill* apresenta controle definido, ou seja, controle detido por pessoa ou grupo de pessoas com mais de 50% do capital votante. Nesse cenário, em que é virtualmente impossível a tomada de controle hostil, nota-se que o papel da *poison pill* não é o de evitar a tomada de controle e seus consectários.

Uma provável explicação é de que a *poison pill*, em tais casos, tem o papel fundamental de manter a dispersão acionária (que é exigida,

²⁵⁹ Art. 120. A assembléia-geral poderá suspender o exercício dos direitos do acionista que deixar de cumprir obrigação imposta pela lei ou pelo estatuto, cessando a suspensão logo que cumprida a obrigação.

²⁶⁰ Além desta, É. GORGA, em seu estudo, aponta um segundo tipo de penalidade utilizado pelas companhias brasileiras: trata-se da cláusula acessória denominada cláusula pétrea, e que será analisada ainda neste capítulo. Cf. *Changing the...* cit. (nt. 250, *supra*), pp. 482-483. V., ainda, Capítulo 4, *infra*.

aliás, no Novo Mercado – ao menos 25% das ações da companhia devem estar em circulação – *free float*).²⁶¹

Pode-se imaginar, ainda, que o objetivo da inserção de *poison pill* no estatuto de tais companhias teria por escopo criar terreno mais estável para que os atuais controladores majoritários, no futuro, abrissem mão de parcela de suas ações, sem, contudo, abrirem mão do controle (que poderia, inclusive, passar a ser minoritário). Essa evidência já foi apontada por L. A. BEBCHUK²⁶², ao analisar as razões que levam às companhias norte-americanas a adotarem medidas defensivas em seus estatutos.

Ainda assim, causa espécie o fato de haver tantas companhias com previsão de *poison pill* em seus estatutos, não obstante sejam controladas por acionistas que possuam mais da metade do capital votante. Qual seria a razão desse comportamento?

Em primeiro lugar, pode-se aventar que a idéia de incluir a pílula no estatuto da companhia decorria da necessidade de conferir aos investidores maior segurança, de modo a garantir-lhes o *tag along* no caso de alienação de controle. Porém, a primeira objeção que se pode levantar ao argumento é o fato de que a lei, no artigo 254-A, já possui essa previsão.

Mesmo assim, poder-se-ia imaginar que a intenção foi, então, assegurar aos acionistas minoritários o tratamento igualitário no caso de alienação, o que o artigo 254-A mencionado não faz. Contudo, mais uma vez, a explicação não convence: o Regulamento de Listagem do Novo Mercado da BM&F-Bovespa já possui previsão semelhante, impondo às companhias daquele seguimento que garantam o tratamento igualitário no caso de alienação de controle.

²⁶¹ Nesse sentido, P. J. L. SHIGUEMATSU, *Mecanismos...* cit. (nt. 214, *supra*), p. 399.

²⁶² “[U]nder the explanation based on encouraging *deconcentration of ownership*, antitakeover provisions serve the interests of shareholders when firms go public. In the absence of such arrangements, founders would be discouraged from subsequently reducing their holdings and relinquishing the lock on control that comes with concentrated ownership” (*Why firms adopt antitakeover arrangements*, in *University of Pennsylvania Law Review* 142 (2003), p. 715).

Aliás, recentemente, a BM&F-Bovespa propôs a alteração no Regulamento de Listagem do Novo Mercado para que a oferta pública fosse obrigatória sempre que houvesse o atingimento, por acionista ou grupo de acionistas, de participação relevante (entendida a participação a partir de 30% das ações), e não apenas quando transferido o controle. Tal proposta, porém, foi rejeitada por 60 das companhias listadas no Novo Mercado, não tendo sido aprovada.²⁶³

O interessante é notar a escolha do percentual da proposta – que é, aliás, o mesmo utilizado para a oferta obrigatória prevista no *City Code* inglês. Com a previsão de lançamento de oferta pública para a aquisição de 30% das ações, introduzir-se-ia, no âmbito regulamentar, previsão semelhante à das cláusulas estatutárias denominadas *poison pill*: já se disse que a diferença entre o *tag along* e a *poison pill* à brasileira seria que o primeiro é condicionado à venda do controle da companhia, enquanto a última entra em ação com a aquisição de simples parcela do capital votante, não exigindo a tomada do controle.

Ora, ao determinar a oferta a partir da aquisição de 30% das ações da companhia (considerada participação relevante), a previsão regulamentar não mais condicionaria a oferta à aquisição do controle, a exemplo do que faz a *poison pill*. A diferença seria apenas que muitas companhias, em seus estatutos, elegem como gatilho a disparar a oferta percentual ainda menor que 30% (o gatilho varia de 10% a 35%).

Entretanto, a negativa, pelas companhias, da alteração do Regulamento de Listagem quer indica que a intenção da *poison pill* não é apenas garantir o tratamento igualitário, pois se assim fosse, não haveria motivo razoável para rejeitar a proposta.

Há fortes evidências de que a inclusão do mecanismo de defesa no estatuto das companhias listadas no Novo Mercado seria a necessidade de assegurar porcentagem mínima de ações circulantes (*free float* de 25%).

²⁶³ Conforme o item 14.2. do Regulamento de Listagem, este somente pode ser alterado se a modificação for aprovada pela maioria simples das companhias listadas no Novo Mercado, desde que não haja a oposição expressa de mais de um terço das companhias participantes, além de a alteração ser aprovada pela CVM.

Tanto, que as *poison pill*, no Novo Mercado, passaram a ser chamadas de cláusula estatutária de proteção à dispersão acionária.

A explicação só faz sentido, porém, se o objetivo for o de fomentar a pulverização das ações no mercado, para além daquele mínimo exigido no Regulamento de Listagem. Isso porque, pela lei e pelo Regulamento, são consideradas em circulação todas as ações do capital da companhia aberta, excetuadas as de propriedade do acionista controlador, por pessoas a ele vinculadas, de diretores, de conselheiros de administração, as em tesouraria e as preferenciais de classe especial que tenham por fim garantir direitos políticos diferenciados, que sejam intransferíveis e de propriedade exclusiva do ente desestatizante (artigo 4º-A, §2º da Lei das Sociedades por Ações c.c. item 2.1 do Regulamento de Listagem).

Ou seja, basta que a soma das ações excluídas da noção de ações em circulação seja inferior a 75% para que o mínimo de *free float* exigido seja cumprido. Com isso, ainda que terceiro adquira as ações restantes, representativas de 25% do capital social, mas não se torne nem controlador, nem administrador, aquele mínimo continua garantido.

É nesse ponto, talvez, que reside o problema. Supondo uma sociedade controlada majoritariamente com 51% do capital social, e em que a somatória total de ações não consideradas em circulação seja de 70%. Nesse cenário, um adquirente de participação relevante de ações, digamos 25%, apesar de não conseguir tomar o controle, dificilmente não pleitearia um posto na administração da companhia, com isso retirando também suas ações de circulação. Se isso ocorrer, a somatória total de ações fora de circulação certamente seria igual ou superior a 76% (os 51% do controlador, somados aos 25% do novo adquirente-administrador, mais as ações detidas pelos demais administradores).

Nessa configuração, o argumento de assegurar a dispersão acionária mínima começa a fazer sentido.

A *poison pill*, desse modo, serviria de desestímulo ao potencial comprador, visto que para adquirir, digamos, 25% das ações da companhia,

ver-se-ia obrigado a lançar oferta para adquirir todo o restante, por preço sobremaneira elevado, o que encareceria demais o negócio.

Mas seria esse o único interesse atendido pelas *poison pills* brasileiras? Acredita-se que não. Se é verdade que tanto os administradores, quanto os acionistas, sobretudo o controlador, devem agir com o fito de atender o interesse da companhia, e este, como já se mencionou, segundo a teoria contratualista, poderia ser equiparado ao interesse comum dos acionistas, é tranquilo afirmar que a previsão da *poison pill* deve atender aos interesses dos acionistas. Mas quais acionistas?

No caso de alienação de controle ou de aquisição de ações acima do gatilho previsto na cláusula de *poison pill*, não se duvida que o interesse de todos os acionistas – minoritários e eventuais controladores – seria atendido, visto que todos receberiam preço equivalente por suas ações. Porém, no caso em que não ocorre nenhum desses eventos – nem aquisição acima do percentual que serve como gatilho, nem alienação de controle – sobretudo por conta da suposta proteção que a *poison pill* proporciona (ou seja, afastar eventuais adquirentes hostis), o interesse de quem é protegido?

Esse parece ser o ponto polêmico de tais cláusulas. Afastar eventuais ofertantes hostis parece beneficiar, em primeiro plano²⁶⁴, apenas aos administradores, no caso de controle gerencial (realidade ainda pequena nas companhias brasileiras) e aos controladores, sobretudo se minoritários, no caso de haver controle acionário (majoritário ou minoritário).

Em regra, a mudança de controle da companhia, sobretudo se tiver ocorrido de modo hostil, não é interessante para os administradores,

²⁶⁴ Diz-se em primeiro plano porque não se nega que a proteção contra ofertantes hostis pode beneficiar outros núcleos de interesses: se a intenção do ofertante hostil for dismantlar a companhia, para vender seus ativos mais valiosos, ou então pôr fim a uma concorrente, é inegável que os interesses dos acionistas minoritários, assim como dos trabalhadores e até mesmo do mercado em geral restará atingido, sendo portanto interessante repelir esse tipo de investida, o que pode ser alcançado com a previsão de *poison pill*.

visto que um novo controlador pode significar nova administração. Ou seja, os atuais administradores vêem na tomada de controle uma verdadeira ameaça aos seus postos de trabalho. Ainda mais diante da legislação brasileira, que permite a sua destituição *ad nutum*.

Aos controladores minoritários, afastar ofertantes *hostis* também é interessante, pois isso lhes assegura certa estabilidade no controle da companhia. Mais que isso: é justamente no caso de controle minoritário que se torna possível a tomada de controle, e quando essa ocorre ao arrepio do controlador minoritário, tem-se a chamada aquisição originária do controle da companhia, a qual não dá ensejo nem à oferta obrigatória do artigo 254-A da Lei das Sociedades por Ações, nem ao *tag along* obrigatório previsto no Regulamento de Listagem do Novo Mercado. Ou seja, o controle seria adquirido, e nem o controlador minoritário anterior, nem os demais acionistas, receberiam prêmio algum pelo controle perdido.

A *poison pill* pode ainda ser benéfica aos controladores majoritários, no caso de eles pretenderem abrir mão de parte de suas ações ao mercado, para aumentar a dispersão acionária, instituindo controle minoritário na companhia.

O mecanismo legal conferido pelo legislador para incentivar a dispersão acionária, sem desatender o interesse dos controladores, foi a possibilidade de emissão de ações preferenciais. Com efeito, ao permitir que até metade do capital social²⁶⁵ fosse representado por ações preferenciais sem direito a voto, a lei possibilitou que o controle majoritário da companhia fosse detido com pouco mais de um quarto do capital social. Todavia, como a emissão desse tipo de ação não é permitida no Novo Mercado, outra solução encontrada para incentivar aquela dispersão seria, justamente, a *poison pill*.

²⁶⁵ Lembre-se que, originariamente, o número total de ações preferenciais sem direito a voto admitido era de dois terços do capital social (redação original do artigo 15, §2º), o que permitiria a detenção de controle majoritário com pouco mais de um sexto do capital social.

Essa última explicação, de que a *poison pill* atenderia ao interesse do controlador, parece ser a mais convincente, sobretudo tendo em vista o cenário brasileiro: o corpo acionário brasileiro sempre se apresentou bastante concentrado, sendo essa ainda a regra na esmagadora maioria das companhias brasileiras (e até mesmo no Novo Mercado – até julho de 2010, 65 das 106 companhias listadas apresentavam controlador definido)²⁶⁶, o que demonstra o forte apego dos acionistas ao controle das companhias de que fazem parte.

Reforça essa evidência o fato de que no estatuto de algumas companhias, cujo controle é definido (ou seja, majoritário), a *poison pill* somente tem aplicação a partir do momento em que o controle da companhia passa a ser “difuso”²⁶⁷, conforme a definição constante do Regulamento de Listagem do Novo Mercado, isto é, o poder de controle detido por acionista ou grupo de acionistas com menos de 50% do capital votante.

Para M. CARVALHOSA²⁶⁸, contudo, o uso da *poison pill* como forma de manutenção do atual controle da companhia seria um desvirtuamento do instituto, que, nascido para proteger a companhia de ofertas hostis inesperadas e prejudiciais, dessa forma acaba por atender interesses outros (nomeadamente, dos acionistas controladores).

Com efeito, se é verdade que o uso das medidas defensivas como forma de entrincheirar os administradores é condenado na experiência estrangeira, a transposição desse raciocínio para o cenário brasileiro, em que o problema de agência estabelece-se primordialmente entre acionista controlador e não controlador, equivaleria a dizer que é igualmente condenável a utilização da *poison pill* como forma de “entrincheirar” o controlador.

²⁶⁶ Cf. Relatório divulgado pela BM&F-Bovespa, disponível [on-line] in <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/Clausulas-de-Protacao-Cias-Novo-Mercado.xls> [03.01.2011].

²⁶⁷ É o caso, por exemplo, das seguintes companhias: Helbor Empreendimentos S.A., Inpar S.A. e TPI – Triunfo Participações e Investimentos S.A.

²⁶⁸ M. CARVALHOSA, *As poison pills...* cit. (nt. 205, *supra*), p. 21.

Entretanto, a transposição de qualquer conclusão estrangeira ao cenário brasileiro deve ser feita com cuidado, ante as peculiaridades locais. Na busca de um mercado acionário disperso, o que contribuiria para sua maior liquidez, não seria fácil convencer os acionistas brasileiros a abrir mão daquele objeto de desejo, o controle. A doutrina aponta que o controlador pode deixar de abrir o capital da companhia, ainda que tal medida lhe seja benéfica, se isso custar-lhe o poder de comando.²⁶⁹

Assim é que mecanismos como a emissão de ações preferenciais sem direito de voto, ou como a recente *poison pill*, atuam no sentido de facilitar o processo de dispersão acionária, na medida em que permitem a manutenção do poder de controle com parcela reduzida do capital social.

Desse modo, a previsão de *poison pill* não parece, ao menos em princípio, ilegal ou passível de rechaça. É verdade que a sua previsão mostra um excesso de zelo das companhias brasileiras, que ainda não estão inseridas num contexto de mercado pelo controle acionário, como acontece em economias como a norte-americana e a inglesa.

Em tais economias, a quantidade de ofertas hostis fez com que os acionistas e as companhias se mobilizassem na busca de proteção. Nos Estados Unidos da América, a resposta veio com o *disclosure* e, em nível estadual, com a admissibilidade da utilização de mecanismos de defesa, que a criatividade forense não tardou a desenvolver. Já no Reino Unido, a resposta foi a previsão da oferta obrigatória imposta àquele que adquira 30% ou mais do capital votante da companhia.

²⁶⁹ Nesse sentido, E. S. MUNHOZ, *Desafios do direito societário brasileiro na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas diluído e concentrado*, in *Direito Societário – Desafios Atuais*, coord. R. R. M. CASTRO e L. S. ARAGÃO, São Paulo, Quartier Latin, 2009, p. 136; L. A. BEBCHUK, *A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control*, in *Harvard Law School – John M. Olin Center for Law, Economics, and Business Discussion Paper* n. 260, 1999, p. 30, disponível [online] in http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/260.pdf [03.01.2011].

Para C. K. ZANINI²⁷⁰, entretanto, o uso da *poison pill* como forma de manutenção do controle atual da companhia, mais do que um desvirtuamento, seria antijurídico.

Para o autor, a pílula teria por consequência conferir tratamento desigual entre acionistas da mesma classe, em afronta ao disposto no artigo 109, §1º, da lei.²⁷¹ Essa desigualdade decorreria do fato de que a presença da pílula impediria que qualquer outro acionista que não o controlador possuísse participação acionária acima do limite previsto como gatilho. Com isso, ficaria impedida também a formação de minorias expressivas, entendidas como aquelas capazes de utilizar dos mecanismos legais a elas conferidos.

Apesar da respeitável opinião do autor, capaz de apontar com crueza os aspectos menos benéficos da *poison pill*, com ele não concordamos integralmente. Embora seja verdade que a presença da pílula dificulta a aquisição, por um único acionista ou grupo de acionistas, de percentual acima do valor estipulado como gatilho, ela não impede a formação de grupos relevantes de acionistas, os quais podem ser alinhavados até mesmo por meio de acordo. Conforme já assinalado por J. A. T. GUERREIRO:

“há minorias e minorias, dispersas e pouco coesas umas, organizadas e arregimentadas outras, sendo que, no último caso, os instrumentos de aglutinação que a lei propõe (e aqui sempre me refiro à Lei 6.404) vão desde a criação de classes de ações ordinárias, com prerrogativas próprias (...) até a institucionalização de acordos de acionistas, destinados a regular a compra e venda

²⁷⁰ A *poison pill brasileira: desvirtuamento, antijuridicidade e ineficiência*, in *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneo*, coord. M. V. ADAMEK, São Paulo, Malheiros, 2011, pp. 256-257, em especial pp. 264-270.

²⁷¹ Art. 109, § 1º As ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares.

de ações, a preferência para adquiri-las e o direito de voto”.²⁷²

Com relação aos acionistas reunidos por meio de acordo, porém, vale ressaltar que os estatutos das companhias que adotam a *poison pill* normalmente trazem definição própria de “Acionista Adquirente”, para fins de enquadramento na pílula, que inclui não só o acionista isoladamente, mas também aqueles agrupados por meio de acordo de votos, especificamente.²⁷³ Assim, se da reunião dos acionistas signatários do acordo de votos resultar participação igual ou superior ao montante definido como gatilho, tais acionistas também precisarão lançar oferta pública, nos termos da pílula.

Apesar de causar estranheza pela sua rigidez, essa regra tem por finalidade evitar burlas à própria *poison pill*. Com efeito, se assim não fosse, seria simples escapar das obrigações impostas pela pílula: bastaria que o interessado em adquirir ações em montante superior ao do gatilho recorresse ao uso de “testas de ferro”, todos arregimentados por meio de acordo de voto, mas cada qual isoladamente sendo titular de quantidade de ações inferior ao gatilho da pílula.

Ora, se o objetivo da *poison pill* é evitar a tomada de controle indesejada, sem negociação e sem divisão do prêmio pelo controle entre todos os acionistas²⁷⁴, admitir a situação acima descrita seria tornar a pílula sem efeito.

²⁷² *Direito das Minorias na Sociedade Anônima*, in *Revista de Direito Mercantil* 63 (1986), p. 107.

²⁷³ Redação comum nos estatutos das companhias que adotam a *poison pill* é a seguinte: “Acionista Adquirente” significa qualquer pessoa (incluindo, exemplificativamente, qualquer pessoa natural ou jurídica, fundo de investimento, condomínio, carteira de títulos, universalidade de direitos, ou outra forma de organização, residente, com domicílio ou com sede no Brasil ou no exterior), ou grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto com o Acionista Adquirente e/ou que atue representando o mesmo interesse do Acionista Adquirente, que venha a subscrever e/ou adquirir ações da Companhia. (Redação retirada do Estatuto de M. Dias Branco S.A. Indústria e Comércio de Alimentos)

²⁷⁴ Nunca é demais recordar a observação já mencionada de A. M. CORDEIRO, de que a tomada de controle por meio da aquisição de parcela minoritária do capital social é uma das formas mais insidiosas de *takeover* (cf. *A OPA estatutária...* cit. (nt. 102, *supra*), pp.140-141).

Essa a razão de estender-se a obrigação de realizar oferta pública também aos acionistas que, aglutinados em acordo de voto, conjuntamente, venham a adquirir ou deter percentual igual ou superior ao do gatilho.

Isso, contudo, não invalida o argumento aqui apresentado (de que, ainda com a pílula, é possível a formação de minorias expressivas). Isso porque a idéia do agrupamento é arregimentar acionistas em número suficiente para o exercício de direitos conferidos pela lei – tais como solicitar o procedimento de voto múltiplo ou requisitar informações à administração – e não formar um bloco para votar concertadamente.

Note-se, porém, que a lei não exige forma escrita para o acordo de acionistas, de modo que mesmo o acordo verbal de votos configuraria acordo de voto. O que se defende aqui, entretanto, não é a aglutinação de acionistas para votarem em conjunto, mas tão-somente para poderem se valer dos expedientes legais a eles atribuídos.

O agrupamento de acionistas para pleitear o procedimento de voto múltiplo, por exemplo, não pode ser entendido como acordo de votos. Em primeiro lugar, porque voto aí não há, mas apenas a solicitação de um procedimento previsto na lei. Em segundo lugar, entender que mero agrupamento de acionistas, por si só, já desencadearia a oferta pública da pílula, mais que draconiano, seria sim ilícito, visto que nesse caso o estatuto estaria criando obstáculos ao exercício de direitos legalmente previstos.

É regra basilar de hermenêutica jurídica aquela segundo a qual o intérprete deve sempre buscar o sentido que confira ao texto utilidade, preferindo a interpretação de que resulte sentido lícito à outra, cujo sentido pode ser considerado ilícito.

Mais: toda regra que traz em si uma restrição de direitos deve ser interpretada estritamente.²⁷⁵ Ora, as disposições estatutárias dizem

²⁷⁵ C. MAXIMILIANO, *Hermenêutica e Aplicação do Direito*, 19ª ed., Rio de Janeiro, Forense, 2010, pp. 134-135 e pp. 183 e ss.

claramente que configura “Acionista Adquirente” o agrupamento selado por meio de acordo de votos. Qualquer outro tipo de agrupamento, portanto, está fora da definição.

Assim como no caso de controle majoritário não é possível a alienação do poder de controle sem o devido rateio do prêmio entre todos os acionistas, a pílula visa a trazer a mesma regra de tratamento no caso de alienação de participações expressivas, sobretudo num contexto de controle minoritário (ou difuso, como prefere a nomenclatura do Novo Mercado).

Vale ressaltar ainda que o menor gatilho utilizado pelas *poison pills* brasileiras está no patamar de 10%. Ou seja, é a aquisição de ações em patamar igual ou acima desse percentual que enseja a realização de oferta pública.

A Lei das Sociedades por Ações prevê uma série de prerrogativas e direitos aos acionistas detentores de determinado percentual de ações, tais como convocar assembleia-geral, eleger membro do conselho fiscal, solicitar informações aos administradores etc. Com menos de 10% das ações votantes, é possível gozar de várias dessas prerrogativas, mas não de todas, como é o caso, por exemplo, do previsto no artigo 141, §4º, I, pelo qual é dado aos acionistas detentores de mais de 15% do capital votante eleger membro e suplente do conselho de administração, ou do previsto no *caput* do artigo 141, pelo qual acionistas representantes de 10% do capital social votante podem solicitar o procedimento de voto múltiplo.²⁷⁶⁻²⁷⁷

²⁷⁶ § 4º Terão direito de eleger e destituir um membro e seu suplente do conselho de administração, em votação em separado na assembleia-geral, excluído o acionista controlador, a maioria dos titulares, respectivamente: [\(Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001\)](#)

I - de ações de emissão de companhia aberta com direito a voto, que representem, pelo menos, 15% (quinze por cento) do total das ações com direito a voto; e [\(Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001\)](#)

²⁷⁷ Art. 141. Na eleição dos conselheiros, é facultado aos acionistas que representem, no mínimo, 0,1 (um décimo) do capital social com direito a voto, esteja ou não previsto no estatuto, requerer a adoção do processo de voto múltiplo, atribuindo-se a cada ação tantos votos quantos sejam os membros do conselho, e reconhecido ao acionista o direito de cumular os votos num só candidato ou distribuí-los entre vários.

A escolha de gatilho em percentual baixo, entretanto, não invalida o argumento apresentado. Podemos apresentar duas objeções à idéia de que a *poison pill* brasileira impede a formação de minorias relevantes.

A primeira delas é fática: a maior parte das companhias brasileiras que adotam a pílula opta por gatilho superior a 10%, sendo a média 20%, de modo que a formação de minorias expressivas não fica prejudicada. Aliás, de se ressaltar que apenas três companhias, das 112 listadas atualmente no Novo Mercado da BM&F-Bovespa, estipulam gatilho nesse patamar.²⁷⁸

A segunda objeção é jurídica: deve-se notar que os direitos conferidos pelo artigo 141 (*caput* e §4º, I) são outorgados não a um acionista isolado, mas ao conjunto de acionistas que, juntos, detenham o percentual do capital social votante exigido. Logo, continua valendo o argumento apresentado acima de que as possíveis limitações impostas pela *poison pill* podem ser contornadas por meio do agrupamento dos acionistas minoritários.

Já É. GORGA aponta que a adoção de *poison pill* em companhias com controlador definido (majoritário) parece ser fruto da má orientação dos controladores sobre os efeitos da pílula.²⁷⁹

Acreditamos que o objetivo seja, em verdade, estabilizar o controle no caso de ocorrer a saída do controle majoritário para minoritário e, como apontado linhas acima, não vemos isso como prejudicial. De fato, numa companhia com controle majoritário, não é necessário o recurso às defesas contra oferta hostil de tomada de controle, haja vista que a tentativa de *takeover* seria barrada pela simples negativa do controlador em aceitar a oferta.

Essa constatação parece ser o fundamento da afirmação de É. GORGA. Isso e o fato de que a presença da *poison pill*, em tais casos,

²⁷⁸ Cf. Tabela 1, no Capítulo 4.

²⁷⁹ *Changing the...* cit. (nt. 250, *supra*), pp.481-482.

poderia interferir com interesses particulares do próprio controlador, que teria dificuldade em negociar o controle, quando isso fosse de seu interesse.

Com efeito, ao tornar a tomada de controle mais onerosa, ainda que o ofertante amigavelmente negociasse a aquisição do poder de comando da companhia com o seu controlador majoritário, não conseguiria escapar da oferta prevista na *poison pill*. Ao menos, em princípio.

Se for da vontade do controlador a alienação, ele poderia convocar assembléia-geral extraordinária para reformar o estatuto da companhia, retirando a pílula. Estaria, entretanto, impedido de votar, haja vista a existência de conflito de interesses. A alteração estatutária somente seria levada a cabo pelo voto dos demais acionistas, todos orientados pelo interesse social, conforme a lei.

Em princípio, a alienação do controle, nesses moldes, não prejudicaria os demais acionistas, minoritários, visto que, quer pela lei (artigo 254-A), quer pelo Regulamento de Listagem do Novo Mercado, eles participariam do prêmio do controle, sendo que no último caso (Novo Mercado) participariam em igualdade de condições com o controlador. De todo modo, a decisão final sobre a remoção da pílula estaria nas mãos dos acionistas minoritários.

Já no caso de controle minoritário, a pílula pode sim servir de estabilização do poder de controle. Isso, porém, é um efeito secundário. O efeito principal da pílula é proteger os acionistas de tomada de controle indesejada, ou mesmo evitar que o controle seja adquirido sem que tenha havido pagamento de qualquer contrapartida aos demais acionistas.

Nesse cenário, do mesmo modo, a pílula não impede o *takeover*. Se a tomada do controle for do interesse dos acionistas representantes da maior parte do capital social, igualmente poderão convocar assembléia para a retirada da *poison pill* do estatuto. Ressalte-se, aliás, que a retirada da pílula pode acontecer até mesmo ao arrepio da vontade de eventual controlador minoritário, visto que este não possui a

maior parte do capital social, não conseguindo, sozinho, barrar a remoção da pílula.

Por outro lado, se a tomada do controle não for do interesse da maioria, ainda que seja do interesse do controlador minoritário, a pílula não será removida, de modo que o ofertante será levado ou a desistir da empreitada, ou a arcar com os custos decorrentes da *poison pill*. Dos dois modos, garante-se o atendimento do interesse da companhia, este sempre entendido segundo a ótica contratualista.

O que não se pode admitir é que a *poison pill* leve ao engessamento da atividade empresarial, impedindo a ocorrência de negócios muitas vezes interessantes e até mesmo necessários às companhias. Nesse ponto, concordamos com M. CARVALHOSA.²⁸⁰

Isso, todavia, é o que tem acontecido, mas não por conta da pílula em si, mas sim por causa da cláusula acessória normalmente a ela aposta, e que costuma ser equivocadamente referida como cláusula pétreia.

Exemplificativamente, em dezembro de 2008, a Positivo Informática S.A. recebeu proposta de aquisição de ações formulada por Lenovo (fabricante de microcomputadores chinesa), oferecendo R\$18,00 por ação,²⁸¹ quando estas estavam sendo negociadas na BM&F-Bovespa por R\$5,00. Porém, a Positivo Informática possuía em seu estatuto a *poison pill*, prevendo que aquele que adquirisse mais de 10% de suas ações deveria lançar oferta aos demais acionistas, pelo valor correspondente à cotação máxima atingida nos últimos 24 meses, o que equivaleria, na época, à R\$47,15. A Lenovo não estava disposta a arcar com tamanha despesa, e esperava que os controladores da companhia-alvo eliminassem a *poison pill* de seu estatuto. O problema, contudo, é que o estatuto da Positivo Informática S.A. possuía a previsão de que a remoção da *poison pill*

²⁸⁰ M. CARVALHOSA, *As poison pills...* cit. (nt. 205, *supra*), p. 21.

²⁸¹ Cf. Fato Relevante divulgado por Positivo Informática S.A. em 17 de dezembro de 2008, disponível [on-line] in www.cvm.gov.br.

somente seria possível se realizada a oferta nela prevista. O negócio, então, não foi concluído.²⁸²

Situação similar foi vivenciada por Klabin Segall. Seu estatuto, além de prever a pílula de veneno estipulando gatilho de 15%, possuía previsão que tornava a pílula espécie de cláusula pética: por tal dispositivo, no caso de votação para remover a *poison pill*, os acionistas que votassem a favor da exclusão ficariam obrigados a lançar oferta pública para adquirir 100% das ações da companhia, pelo preço nela definido.

Klabin Segall tentou vender 15% de suas ações à gestora de recursos Polo Capital. Esta, porém, já possuía ações da Klabin, de modo que se adquirisse os 15% ofertados, dispararia o gatilho da *poison pill* prevista no estatuto. A solução encontrada foi a Polo Capital desfazer-se de seus papéis, antes de proceder à nova aquisição.²⁸³

Vê-se, assim, que a situação fica ainda mais grave nos casos, comuns entre as companhias brasileiras, em que a *poison pill* é consignada como verdadeira cláusula pética no estatuto social, de modo que não podem ser demovidas, ainda que os acionistas, em sua maioria, assim queiram. A cláusula pética funciona como um desestímulo à retirada da *poison pill*, diante da previsão que contém: prevê que, havendo a alteração ou a exclusão da pílula, o acionista que tiver votado favoravelmente fica obrigado a lançar a oferta de aquisição de ações prevista na cláusula de *poison pill* aos demais acionistas.

Tal mecanismo, apesar de não vedar absolutamente a retirada da *poison pill*, torna esse recurso proibitivo, ante o elevado ônus que impõe aos acionistas: a realização da oferta pública. A previsão somente seria neutralizada no caso de votação unânime pela exclusão da pílula, pois assim todos os acionistas seriam ofertantes, não restando ações para

²⁸² Notícia de E. TAVARES, *Um antídoto para as pílulas de veneno*, in *Revista Exame*, 10.11.2009, disponível [on-line] in <http://exame.abril.com.br/seu-dinheiro/noticias/antidoto-pilulas-veneno-511074> [03.01.2011].

²⁸³ Retirado da notícia de G. FOGAÇA, *Um veneno para os negócios?*, in *Revista Exame*, 01.10.2009, disponível [on-line] in <http://app.exame.abril.com.br/revista-exame/edicoes/0953/financas/noticias/veneno-negocios-501968?page=1> [03.01.2011].

aderirem à oferta. Isso equivale a dizer que, por via indireta, estabelece-se *quorum* qualificado, acima do legal, para a alteração estatutária. Em verdade, mais do que *quorum* qualificado, demanda-se a unanimidade, em clara violação à Lei das Sociedades por Ações.

A lei acionária admite a elevação do *quorum* legal apenas para as companhias fechadas. É o que se depreende do artigo 129, *caput* e §1º²⁸⁴, reforçado pelo disposto no artigo 136 da lei²⁸⁵.

Em face disso, é forçoso reconhecer a ilicitude da cláusula que torna a *poison pill* praticamente imutável, seja pelo seu teor prejudicial a companhia, que se vê muitas vezes privada de realizar negócios benéficos ao seu interesse, seja pela violação direta de dispositivos da Lei das Sociedades por Ações.

Esse potencial prejudicial da *poison pill* foi especialmente notado com a crise de 2008, quando o mercado experimentou acentuada diminuição de liquidez, além do aumento do custo do capital. Com isso, a saída para as companhias necessitadas de capital seria a busca por novos investidores. Porém, a presença de *poison pill* nos estatutos de muitas das companhias listadas fechou as portas para essa alternativa, visto que os potenciais investidores sentiram-se desmotivados a investir em tais companhias, ante as restrições impostas pela pílula.²⁸⁶

Ora, nem mesmo nos Estados Unidos da América, em que os mecanismos de defesa contra a tomada de controle são largamente

²⁸⁴ Art. 129. As deliberações da assembléia-geral, ressalvadas as exceções previstas em lei, serão tomadas por maioria absoluta de votos, não se computando os votos em branco.

§ 1º O estatuto da companhia fechada pode aumentar o quorum exigido para certas deliberações, desde que especifique as matérias. (...)

²⁸⁵ Art. 136. É necessária a aprovação de acionistas que representem metade, no mínimo, das ações com direito a voto, se maior *quorum* não for exigido pelo estatuto da companhia cujas ações não estejam admitidas à negociação em bolsa ou no mercado de balcão, para deliberação sobre: (...).

²⁸⁶ Sobre, v. J. L. S. FREIRE e A. C. S. FREIRE, *Livres das poison pills*, in *Revista Capital Aberto* 64, ano 6 (2008), disponível [on-line] in http://www.capitalaberto.com.br/ler_artigo.php?pag=2&i=2298&sec=56 [03.01.2011].

admitidos e utilizados, admite-se que a técnica defensiva impeça absolutamente a ocorrência do *takeover*.²⁸⁷

Foi nesse momento que muitas das companhias abertas brasileiras começaram a rever a inclusão de *poison pill* em seus estatutos, optando por retirá-las ou, ao menos, por flexibilizar o seu uso.

Em face de todo o exposto, defendemos que a utilização da *poison pill* à brasileira não está, em princípio, vedada pela legislação nacional. A pílula não engessa o andamento social, pois não impede em caráter absoluto a tomada de controle, apenas a torna mais dificultosa. Como defendido por A. M. CORDEIRO, a OPA estatutária não veda a tomada de controle, mas sim impede a mais valia representada pela aquisição da companhia por parcela de seu valor,²⁸⁸ como ocorreria caso fosse possível adquirir o controle da sociedade com menos da metade do capital social votante (controle minoritário), sem precisar estender a oferta aos demais acionistas.

Não obstante o entendimento acima esposado, sustentamos que a previsão estatutária do que se convencionou denominar cláusula pétrea é ilegal. Isso porque, além de retirar dos acionistas, reunidos em assembleia-geral (considerado órgão soberano da companhia)²⁸⁹, a decisão sobre a manutenção da pílula de veneno no estatuto da companhia, violando dispositivos da Lei das Sociedades por Ações, impede a realização de negócios benéficos e em sintonia com o interesse da companhia. Essa é também a conclusão de M. CARVALHOSA.²⁹⁰

²⁸⁷ Conforme ficou decidido na decisão da apelação, julgada pela Suprema Corte de Delaware em 1985, no caso *Moran v. Household International, Inc.* (500 A.2d 1346 – Del. 1985).

²⁸⁸ *A OPA estatutária...* cit. (nt. 102, *supra*), p. 141.

²⁸⁹ F. K. COMPARATO, *O poder de Controle...* cit. (nt. 2, *supra*), p. 17.

²⁹⁰ “As *poison pills* são cláusulas estatutárias de relativa ou completa ilegalidade. São ilegais a partir do momento em que adquirem feições de cláusulas ‘pétricas’, quando, na verdade, trata-se de normas jurídicas de caráter parassocial. Nesse sentido, as cláusulas de *poison pills*, quando têm o caráter de perpetuidade, a partir de seu aspecto punitivo da obrigatoriedade de realização de oferta pública por parte do acionista que votar no sentido de alterá-la ou excluí-la do estatuto social, demonstram claramente a intenção ilegítima e antijurídica de perpetuar a administração da companhia, ainda que esta seja

Corroborando com essa conclusão, há o Parecer de Orientação da CVM nº 36, de 23 de junho de 2009, do qual se falará em seguida, além da recentemente aprovada alteração no Regulamento de Listagem do Novo Mercado, que veda esse tipo de previsão (v. item 3.3.2, *infra*).

A ilegalidade da cláusula pétreia contribui ainda mais para o caráter não absoluto da *poison pill* brasileira. Ao ser permitida a retirada da *poison pill* pelos acionistas da companhia-alvo, garante-se a possibilidade de celebra o de negócios amigáveis e benéficos   companhia.

  verdade que a forma mais eficiente de se obter o mesmo resultado seria a própria cláusula de *poison pill* prever o seu afastamento episódico, quando assim fosse decidido quer pelos acionistas, reunidos em assembleia, quer pelos administradores, em delibera o do conselho de administra o.

Aliás, a interven o dos administradores parece boa soluço para o eficaz desempenho da pílula.

Não     toa que o conselho de administra o   órgão obrigatório na companhia aberta: sua existência, além de ser indício de que o legislador procurou prestigiar o órgão nas companhias abertas, decorre da necessidade de haver representantes dos acionistas congregados em órgão colegiado para tomar decisões de forma mais célere e informada. De fato, essa preocupa o estava presente na elabora o do projeto de lei que culminou na atual Lei das Sociedades por A es, como se l  em sua Exposi o de Motivos.²⁹¹

Ora, se toda decisão negocial da companhia dependesse da convoca o de assembleia-geral para delibera o, ainda mais em companhias abertas, cujo pressuposto   a existência de grande corpo

eleita por um controlador minoritário” (cf. *As poison pills...* cit. (nt. 205, *supra*), p. 29).

²⁹¹ A obrigatoriedade do conselho de administra o nas companhias abertas justifica-se “porque o Conselho de Administra o   mais representativo da Assembleia Geral, pois nele tem assento assegurado representantes da minoria” (Exposi o de Motivos n  196, de 24 de Junho de 1976, do Ministério da Fazenda).

acionário, disperso e espalhado por várias localidades, o andamento social restaria comprometido.

Assim como a democracia indireta determina a eleição de representantes do povo para a gestão da coisa comum, a sociedade anônima é composta por órgão representativo dos acionistas, que diretamente elegem seus representantes no conselho de administração.²⁹²

O conselho de administração surge da necessidade de um corpo intermediário de poder nas médias e grandes empresas. Medeia a assembléia-geral, composta apenas por acionistas, e a diretoria, órgão executivo.

Conforme aumentou a complexidade das medidas tomadas pela sociedade, houve maior transferência de poderes da assembléia-geral para o conselho, relativizando aquela idéia de que a assembléia-geral é o órgão soberano da sociedade (apesar de essa idéia ainda estar fortemente presente na lei acionária). O caráter colegiado do conselho de administração, aliás, tem como função a proteção dos acionistas, que perderam parte do poder que possuíam na assembléia para o conselho.

Assim é que a própria lei transfere ou permite a transferência de competências originariamente atribuídas à assembléia-geral para o conselho de administração, naquelas companhias em que o órgão existe. É o caso emblemático da eleição dos diretores (artigo 142, II) e da possibilidade de emissão de ações ou bônus de subscrição (artigo 142, VII), nas companhias com capital autorizado (em que a existência do conselho de administração também é obrigatória).²⁹³

²⁹² F. K. COMPARATO, *O poder de Controle...* cit. (nt. 2, *supra*), pp. 16 e ss.

²⁹³ Citem-se ainda os recém-alterados §§1º e 2º do artigo 59 da Lei das Sociedades por Ações: Art. 59. A deliberação sobre emissão de debêntures é da competência privativa da assembléia-geral, que deverá fixar, observado o que a respeito dispuser o estatuto: (...)

§ 1º Na companhia aberta, o conselho de administração poderá deliberar sobre a emissão de debêntures não conversíveis em ações, independentemente de disposição estatutária, e a assembléia geral pode delegar ao conselho de administração a deliberação sobre as condições de que tratam os incisos VI a VIII do **caput** e sobre a oportunidade da emissão. [\(Redação dada pela Medida Provisória nº 517, de 30 de dezembro de 2010\)](#)

Nesse passo, cumpre ressaltar que a competência para afastar a oferta pública prevista estatutariamente na forma de *poison pill* não é originária do conselho de administração. À administração da companhia competem, em princípio, apenas os atos de gestão ordinária, representada pela fórmula “orientação geral dos negócios da companhia” (artigo 142, I).

Assim, a competência para afastar ou suprimir obrigação estatutariamente prevista compete originariamente aos acionistas, reunidos em assembléia-geral.

Essa atribuição encontra fundamento legal na competência para a reforma estatutária, conferida aos acionistas. Ora, se é permitido aos acionistas reformar o estatuto, suprimindo ou criando cláusulas das quais decorram obrigações, com muito mais razão é dado aos mesmos acionistas a possibilidade de simplesmente afastar a obrigação estatutariamente imposta.²⁹⁴ É mera aplicação da regra de hermenêutica segundo a qual quem pode o mais, pode o menos (*in eo quod plus est semper inest et minus*).²⁹⁵

A competência para a *reforma* do estatuto é privativa da assembléia-geral (artigo 122, I). Não comporta, pois, delegação, nem pode ser afastada pela vontade das partes (norma de ordem pública).

Já o afastamento episódico de obrigações apenas estatutariamente previstas não implica a reforma estatutária, nem desatende a nenhum preceito de ordem pública. Isso porque a obrigação assim prevista é fruto da vontade dos acionistas consignada no estatuto social.

Se, em princípio, a competência para afastar esse tipo de obrigação é dos acionistas (responsáveis pela inserção da obrigação no estatuto), nada impede que os próprios acionistas deleguem-na a outro órgão, como é o caso do conselho de administração.

§ 2º O estatuto da companhia aberta poderá autorizar o conselho de administração a deliberar sobre a emissão de debêntures conversíveis em ações, especificando o limite do aumento de capital decorrente da conversão das debêntures, em valor do capital social ou em número de ações, e as espécies e classes das ações que poderão ser emitidas. ([Redação dada pela Medida Provisória nº 517, de 30 de dezembro de 2010](#))

²⁹⁴ Note-se que estamos aqui no campo afeto à autonomia privada, em que as regras são dispositivas.

²⁹⁵ Sobre, v. C. MAXIMILIANO, *Hermenêutica...* cit. (nt. 275, *supra*), pp. 200-201.

Veja-se que, mesmo admitindo essa delegação, não se retira dos acionistas a palavra final sobre o sucesso da oferta de aquisição de ações a eles apresentadas. Afinal, são os acionistas os destinatários dela, pois são eles os titulares das ações visadas. Ademais, a eles sempre continuará a pertencer a competência – privativa – para a reforma do estatuto.

Entretanto, apenas pequena parcela das companhias brasileiras com *poison pill* prevê a intervenção do conselho de administração no processo da oferta pública. E mesmo assim, a atribuição que conferem ao conselho não é a de neutralizar a pílula, mas sim de avaliar a oferta realizada pelo adquirente por imposição da pílula. É o caso do Estatuto Social da BM&F-Bovespa e da CETIP S.A., por exemplo.

Como única exceção, o estatuto da Brasil Insurance Participações e Administração S.A. prevê expressamente, em seu artigo 38, §13, a possibilidade de o conselho de administração dispensar o adquirente de realizar a oferta pública. Interessante notar que a companhia citada abriu seu capital recentemente, no fim de outubro de 2010. Talvez esse seja um indicativo da mudança do perfil das defesas adotadas pelas companhias brasileiras.

Outra parcela reduzida das companhias listadas no Novo Mercado prevê expressamente a possibilidade de os acionistas deliberarem a exclusão da pílula, como é o caso de BR Properties S.A. e de Bematech S.A., sendo que alguns estatutos prevêem *quorum* qualificado para a alteração da cláusula, como é o caso, por exemplo, da Cia. Hering (dois terços).²⁹⁶

Quanto à última modalidade de cláusula, apesar de não impedir a alteração estatutária, entendemos que igualmente viola a lei, pois impõe *quorum* qualificado para a alteração estatutária, superior ao legal (que é de maioria absoluta, cf. artigo 129 da lei), o que não é permitido pela Lei das

²⁹⁶ No total, 12 companhias possuem esse tipo de dispositivo. Sobre os dados apontados, remete-se às Tabelas 1 e 2, no Capítulo 4, *infra*.

Sociedades Anônimas. É, portanto, ilegal, a exemplo do que foi dito quanto à previsão de cláusula pétrea (*supra*).

3.3.2. Parecer de Orientação da CVM nº 36/2009

A febre das *poison pills* deu-se entre 2004 e 2007, anos em que o Brasil teve grande atividade na Bolsa de Valores, impulsionada pelas IPOs. Com a crise que assolou as maiores economias do mundo – e seus reflexos no mercado nacional – entre 2008 e 2009, as companhias adeptas das *poison pills* começaram a questionar a oportunidade de sua adoção, visto que, como estavam postas (verdadeiras cláusulas pétreas), impediam a entrada de bons investidores no capital da companhia, engessando os negócios num momento crucial como o de crise.

Em meio à tempestade, em boa hora, foi lançado o Parecer de Orientação nº 36, de 23 de junho de 2009 (doravante, apenas Parecer 36/2009), o que permitiu àquelas companhias reverem sua estratégia. Com efeito, algumas companhias realizaram alterações estatutárias, umas retirando a previsão de *poison pills* de seus estatutos,²⁹⁷ e outras, a exemplo da Natura, apenas amenizando os seus efeitos (retirada do prêmio e aumento da percentagem de gatilho).²⁹⁸

O estopim para que a CVM tomasse posicionamento com relação ao tema surgiu justamente da controversa cláusula pétrea

²⁹⁷ Foi o que fez a GVT, cujos acionistas votaram pela retirada da pílula. Sobre, C. BIANCONI, *Acionistas da GVT aprovam retirada de 'poison pill' do estatuto*, in *O Estado de S. Paulo*, 03.11.2009, disponível [on-line] in <http://www.estadao.com.br/noticias/tecnologia,acionistas-da-gvt-aprovam-retirada-de-poison-pill-do-estatuto,460429,0.htm%20%22poison%20pill> [03.01.2011].

²⁹⁸ Sobre, M. GAMEZ, *Ora, Pílulas!*, in *Revista Dinheiro* 614, 15.07.2009, disponível [on-line] in http://www.istoedinheiro.com.br/noticias/1710_ORA+PILULAS [03.01.2011].

mencionada no tópico anterior, sendo ela o objeto central do Parecer 36/2009.

Após a realização de Audiência Pública (nº 03/2009), realizada entre os dias 18 de abril e 18 de maio de 2009, a CVM estabeleceu, no referido documento, que “não aplicará penalidades, em processos administrativos sancionadores, aos acionistas que, nos termos da legislação em vigor, votarem pela supressão ou alteração da cláusula de proteção à dispersão acionária, ainda que não realizem a oferta pública prevista na disposição acessória”,²⁹⁹ visto que tal disposição acessória, no entendimento da autarquia, não seria compatível com diversos princípios e normas da legislação societária vigente.

Abaixo, analisar-se-ão os argumentos que foram levados em conta pela CVM para chegar à conclusão consignada no Parecer 36/2009³⁰⁰.

Em primeiro lugar, o Colegiado da CVM entendeu que a cláusula pétreia violaria o disposto no artigo 121 da Lei das Sociedades por Ações³⁰¹, visto que impõe pesado ônus aos acionistas que decidirem votar pela exclusão da cláusula.

O ponto desse argumento está no fato de que o ônus decorrente da alteração da cláusula de *poison pill* acaba por cercear o próprio direito de voto do acionista, o qual, receoso de ter que arcar com aquele ônus, acaba votando contrariamente à remoção da pílula, nitidamente agindo segundo seu interesse (ou temor) particular, e não conforme o interesse da companhia, como manda o artigo 115 da lei³⁰². Ora, se a assembléia-geral tem poderes para decidir sobre *todos* os negócios da companhia, o cerceamento da vontade do acionista acaba por afetar a própria soberania da assembléia.

²⁹⁹ Texto do próprio Parecer de Orientação da CVM nº 36, de 23 de junho de 2009.

³⁰⁰ Os argumentos aqui colacionados foram retirados do Processo RJ2009/3362, que pode ser consultado em www.cvm.gov.br.

³⁰¹ Art. 121. A assembléia-geral, convocada e instalada de acordo com a lei e o estatuto, tem poderes para decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento.

³⁰² Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia (...).

J. P. B. NASCIMENTO³⁰³ critica o argumento, visto entender que a cláusula pétrea atinge, na verdade, o direito de voto do acionista, e não a assembleia-geral. Concordamos com o ponto levantado, porém não vemos conflito entre os dois posicionamentos, mas antes uma complementaridade. A assembleia-geral é o palco próprio para a expressão do direito de voto dos acionistas. Qualquer medida que afete o último trará inexoravelmente consequências para a assembleia-geral.

Vale lembrar que a assembleia-geral é órgão colegiado da companhia, composto pelos seus acionistas. Segundo a teoria organicista, sua vontade não é a vontade dos sócios, mas sim resulta da congregação das vontades individualmente expressas por eles por meio do voto, sempre tendo em vista o interesse da companhia. Visto assim, o voto é o instrumento próprio pelo qual é formada a vontade soberana da assembleia-geral.³⁰⁴

O segundo ponto levantado pelo Colegiado da CVM é o de que a cláusula pétrea também estaria em rota de colisão com o artigo 122, I, da lei acionária.³⁰⁵ Isso porque o fato de a cláusula pétrea tornar a *poison pill* praticamente imutável suprime a competência privativa legalmente atribuída à assembleia-geral de reformar o estatuto da companhia, sempre que o interesse social assim demandar.

Assim, continua a CVM, o efeito da cláusula pétrea é demandar a unanimidade para a retirada ou alteração da cláusula de *poison pill*. Conforme já defendemos no item anterior, essa consequência da cláusula pétrea conflita com o artigo 129, §1º, da Lei das Sociedades Anônimas, o qual, interpretado *a contrario*, veda à companhia aberta a majoração dos *quori* legais.

³⁰³ *Anotações sobre...* cit. (nt. 195, *supra*), p. 144.

³⁰⁴ Sobre o ato colegial v. P. R. C. SOUZA, *Ato Coletivo, Ato Colegial, Ato Complexo, Instituição*, in *Direito Societário Contemporâneo*, v. I, coord. E. V. A. N. FRANÇA, São Paulo, Quartier Latin, 2009, pp. 27-40.

³⁰⁵ Art. 122. Compete privativamente à assembleia-geral:

I - reformar o estatuto social; (...)

Por fim, o Colegiado da CVM aponta que, no extremo, a cláusula pétrea pode levar à violação do artigo 115 da lei. Este dispositivo determina que o acionista deve exercer o direito de voto no interesse da companhia. Como já indicado, o acionista, diante da ameaça de ter que realizar uma oferta pública bastante onerosa, acaba por votar segundo seus interesses pessoais (interesse em não ter que realizar a oferta), e não consoante o interesse social.

Do nosso ponto de vista, os argumentos alinhavados pela CVM são bastante consistentes, e não poderiam levar à outra conclusão que não a tomada pela autarquia. Vale destacar que a CVM é tribunal administrativo, e não judicial, de modo que não possui competência para deliberar sobre a nulidade das cláusulas pétreas. Seu posicionamento, entretanto, deixa clara sua convicção na ilicitude de tais previsões.

O Parecer 36/2009, porém, tem sido alvo de críticas³⁰⁶, não pelo seu conteúdo em si, mas pela pequena extensão que avançou no tema das medidas defensivas adotadas pelas companhias brasileiras.

Como deixa entrever o relatório dos debates encetados durante a audiência pública, a expectativa era de que a CVM deveria ter se pronunciado também sobre as *poison pills* brasileiras, o que não ocorreu.

De todo modo, é inegável o alívio que o Parecer 36/2009 trouxe para a comunidade dos acionistas e para o mercado de capitais, em geral. Após a divulgação do posicionamento da CVM sobre o tema, os acionistas podem deliberar com mais conforto sobre a alteração ou supressão das pílulas de veneno.

A BM&F-Bovespa, seguindo o movimento avalizado pelo Parecer 36/2009, e em resposta aos anseios do mercado, propôs alteração em seu Regulamento de Listagem, na qual se veda a inclusão das chamadas cláusulas pétreas nos estatutos das companhias listadas no Novo Mercado, como um dos pré-requisitos para a autorização de negociação no Novo Mercado (atual item 3 do Regulamento).

³⁰⁶ Cf. P. B. NASCIMENTO, *Anotações sobre...* cit. (nt. 195, *supra*), p. 142.

Tal alteração já foi aprovada pelas companhias listadas no seguimento. Para se adequar à realidade atual das companhias, a proposta de alteração incluiu o acréscimo do item 15.5 ao regulamento, prevendo a possibilidade de manutenção das cláusulas pétreas, mas também admitindo a possibilidade de alteração estatutária quando visar à exclusão das referidas cláusulas.

A expectativa era de que as modificações no Regulamento de Listagem aprovadas entrassem em vigor até o final de 2010, após aprovadas pelo conselho de administração da BM&F-Bovespa e pela CVM.³⁰⁷

3.3.3. *Casos de Oferta Hostil no Cenário Brasileiro*

O tema relativo à oferta hostil e à tomada de controle ganhou grande notoriedade na comunidade jurídica brasileira a partir da tentativa da companhia Sadia S.A. de adquirir o controle de sua então concorrente, Perdigão Agroindustrial S.A. Não obstante, essa não foi a primeira vez que uma companhia brasileira tentou tomar o controle de outra sociedade, apesar de serem raros os casos de oferta hostil no cenário nacional.

Conforme nos dá notícia M. CARVALHOSA³⁰⁸, o primeiro caso de oferta hostil de aquisição de controle, no Brasil, ocorreu em outubro de 1971, em Porto Alegre (RS), quando Macrosul S.A. tentou tomar o controle de Sulbanco (Banco Industrial e Comercial do Sul S.A.). A tentativa ocorreu num momento em que havia grande incentivo governamental à formação de conglomerados financeiros, o que contava, inclusive, com o suporte financeiro do Banco Central. A investida, porém, não logrou êxito,

³⁰⁷ Conforme notícia veiculada no site da BM&F-Bovespa, disponível [on-line] in <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/100909NotA.asp> [03.01.2011].

³⁰⁸ M. CARVALHOSA, *The Brazilian...* cit. (nt. 188, *supra*), pp. 103-104.

mas a controvérsia sobre a legalidade da oferta foi o ponto de partida para as discussões sobre a regulação da matéria no Direito Brasileiro.

M. CARVALHOSA, à época consultor jurídico da então Bolsa de Valores de São Paulo (atual BM&F-Bovespa), opinou pela ilegalidade da operação, conforme notícia F. K. COMPARATO. Este, entretanto, entendeu pela licitude da oferta, apoiado no postulado da legalidade, pelo qual ninguém será obrigado a fazer ou deixar de fazer algo senão em virtude de lei.³⁰⁹

No geral, todavia, o ponto central das discussões girava em torno do fato de que, normalmente, dada a falta de previsão legal, o prêmio oferecido pelo adquirente do controle era percebido tão-somente pelos acionistas controladores, restando alijados da operação – e de suas vantagens – os acionistas minoritários. A discussão culminou com a publicação de nova Lei das Sociedades por Ações, a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, vigente até hoje.

Em seu âmbito, o novel diploma trouxe a previsão da oferta pública de aquisição de ações obrigatória, em seu artigo 254 original, pelo qual toda vez em que houvesse a alienação onerosa do controle de companhia aberta, o adquirente seria obrigado a realizar oferta pública de aquisição das ações dos demais acionistas (minoritários), pelo preço pago pelas ações do acionista controlador.³¹⁰

Um segundo caso relatado na doutrina, esse já sob a égide da atual Lei das Sociedades por Ações, diz respeito à tentativa da Companhia Força e Luz Cataguazes-Leopoldina de adquirir o controle da Companhia Mineira de Eletricidade, intento que foi impedido pela intervenção da CEMIG (Centrais Elétricas de Minas Gerais S.A.).³¹¹

³⁰⁹ F. K. COMPARATO, *Novas formas jurídicas...* cit. (nt. 8, *supra*), p. 138.

³¹⁰ Deve-se ressaltar que a oferta pública obrigatória seria dirigida apenas aos acionistas minoritários detentores de ações com direito a voto, excluídas, portanto, as ações preferenciais não votantes.

³¹¹ Sobre o caso, v. L. L. CANTIDIANO, *A Aquisição do Controle Acionário da Cia. Mineira de Eletricidade – Um Caso Polêmico*, in *Direito Societário e Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, Renovar, 1996, pp. 63-73, bem como a Deliberação da CVM nº 2/78, de 10 de novembro de 1978, de onde foram retirados os dados trazidos abaixo.

Em 11 de outubro de 1978, a Companhia Força e Luz Cataguazes-Leopoldina (ofertante) lançou oferta pública de aquisição de controle da Companhia Mineira de Eletricidade (companhia-alvo), nos moldes da lei, oferecendo Cr\$1,67 por ação. No decurso da oferta, a CEMIG, companhia de economia mista, lançou oferta concorrente para a aquisição do controle da companhia-alvo, porém sem respeitar os requisitos legais exigidos. Ofertou o preço de Cr\$1,78 por ação.

Note-se que não haveria qualquer impedimento que a CEMIG negociasse a aquisição do controle da companhia-alvo fora do mercado de ações. O problema não foi a intenção de adquirir o controle, mas sim o veículo utilizado para tanto. Ao desrespeitar as regras legais, sua oferta era inválida, mas devido a demora da CVM em repudiá-la, sua permanência acabou por frustrar a oferta válida da Cataguazes-Leopoldina, visto que os acionistas da Companhia Mineira de Eletricidade a ela não aderiram, ante a perspectiva de receber maior valor por suas ações com a oferta da CEMIG.

Cataguazes-Leopoldina, então, melhorou sua oferta, conforme lhe permite a lei, dispondo-se a pagar Cr\$1,80 por ação, em novembro daquele ano. A CEMIG, a seu turno, realizou nova oferta, desta vez observando os requisitos legais, pela qual se comprometia a pagar Cr\$1,92 por ação em fevereiro do ano seguinte.

O ponto, entretanto, é que o maior lapso temporal que a CEMIG quis utilizar para fazer o pagamento das ações (ao invés de pagar em novembro, como ofertou sua concorrente, propôs-se a pagar apenas em fevereiro), causava uma verdadeira depreciação daquele valor. Com efeito, conforme relatado por L. L. CANTIDIANO, o presidente da Cataguazes-Leopoldina veio a público esclarecer que, em novembro, a oferta de sua companhia era mais vantajosa que a apresentada pela CEMIG, visto que em fevereiro do ano seguinte, o valor de Cr\$1,80 então ofertado representaria Cr\$1,94, sendo superior, portanto, à oferta da CEMIG. Por conta disso, a Cataguazes-Leopoldina melhorou novamente sua oferta, igualando o prazo de pagamento ao de sua concorrente (fevereiro) e oferecendo Cr\$1,94 por ação.

Logo após, a CEMIG aumentou sua oferta para Cr\$ 2,02 por ação, superando o valor ofertado pela concorrente. Quando a Cataguazes-Leopoldina pretendia aumentar sua proposta, foi barrada pela CVM, sob o entendimento de que, pela lei, é dado aos ofertantes melhorar sua proposta apenas uma vez. Com isso, a Cataguazes-Leopoldina foi excluída da aquisição do controle da Companhia Mineira de Eletricidade.

Essa posição da CVM mereceu críticas³¹², sobretudo porque acabou por prejudicar não só o ofertante inicial, como também os acionistas da companhia-alvo. De fato, se não tivesse interferido e a competição continuasse até que um dos ofertantes desistisse, certamente o preço a ser recebido pelos acionistas da companhia-alvo seria maior.

Assinale-se que se o caso tivesse ocorrido recentemente, o seu desfecho provavelmente seria diferente. A posição atual, inclusive consignada no artigo 13, §3º, da Instrução Normativa da CVM nº 361, de 5 de março de 2002³¹³, é de que, em havendo ofertas concorrentes, os ofertantes podem melhorar suas ofertas tantas vezes quanto julgarem conveniente.

Com tão poucas tentativas de tomada de controle no mercado acionário brasileiro, não é de se estranhar o adormecimento do tema na doutrina pátria, bem como a demora que se observou até que as primeiras companhias começassem a dispor de medidas defensivas em seus estatutos.³¹⁴

Recentemente, o mercado brasileiro presenciou outro caso de oferta hostil: trata-se da tentativa frustrada da Sadia S.A. em tomar de controle de sua então concorrente, Perdigão Agroindustrial S.A. O

³¹² Sobre, v. L. L. CANTIDIANO, *A Aquisição do...* cit. (nt. 311, *supra*), pp. 66-69.

³¹³ Art. 13, §3º Uma vez lançada uma OPA concorrente, será lícito tanto ao ofertante inicial quanto ao ofertante concorrente aumentarem o preço de suas ofertas tantas vezes quantas julgarem conveniente, desde que de tal aumento dêem notícia pública, com o mesmo destaque da oferta.

³¹⁴ Na década de 80, há referência, ainda, à ocorrência de outra oferta hostil, essa finalizada com êxito, que resultou na compra da Cimento Aratu pela Votorantim, cf. C. CORREA e T. LETHBRIDGE, *Por que o negócio do ano não saiu*, in *Revista Exame*, 28.07.2006, disponível [on-line] in <http://exame.abril.com.br/revista-exame/edicoes/0873/negocios/noticias/por-que-o-negocio-do-ano-nao-saiu-m0084382> [03.01.2011].

interessante desse caso, além de toda a atenção e repercussão que causou, é o fato de que a tentativa de *takeover* lidou com um elemento a mais: a previsão de *poison pill* contida no estatuto da companhia-alvo.

Em 2006, a Sadia lançou oferta pública de aquisição de controle dirigida aos acionistas da Perdigão (companhia-alvo), oferecendo o valor de R\$27,88 por ação. Os administradores da Perdigão, todavia, entenderam que o valor ofertado estava significativamente abaixo do valor de mercado da companhia, não correspondendo, assim, às expectativas de seus acionistas.

Os principais acionistas da companhia visada, então, articularam-se para resistir à tomada de controle e, juntos detentores de mais da metade do capital social, rejeitaram a proposta apresentada pela Sadia, conforme a Perdigão noticiou à CVM em Fato Relevante publicado no dia 18 de julho de 2006.

A Sadia, em consequência, reformulou sua proposta inicial, passando a ofertar o valor de R\$29,00 por ação. Em princípio, esse valor estaria abaixo do mínimo legalmente exigido para aumentar a proposta, que é de 5% (conforme artigo 261, §1º da lei acionária).³¹⁵ A proposta novamente foi rejeitada por acionistas representantes de mais da metade do capital social, o que fez com que a oferta da Sadia perdesse sua eficácia, tendo a administração da ofertante optado por revogá-la definitivamente.

Nota-se, assim, que o insucesso da investida da Sadia deveu-se antes à articulação dos acionistas, que não entenderam interessante a proposta formulada, do que à cláusula de *poison pill* prevista no estatuto da Perdigão, até porque, desde o início, a Sadia já havia se comprometido a atender às exigências impostas pela *poison pill*, abaixo apontadas.

³¹⁵ Nesse sentido, J. P. B. NASCIMENTO, *Anotações sobre...* cit. (nt. 195, *supra*), p. 35. Contra, sustentando a não aplicabilidade do artigo 261, §1º, no presente caso, v. L. L. CANTIDIANO, *Análise do caso Sadia...* cit. (nt. 23, *supra*), pp. 239-241.

O Estatuto Social da Perdigão³¹⁶ possuía cláusulas que previam a necessidade de apresentação de oferta pública aos seus acionistas nas hipóteses de (i) alienação de seu controle acionário (“*tag along*”), caso em que os acionistas não controladores teriam direito a receber o mesmo valor pago pelas ações do bloco de controle, em conformidade com o Regulamento de Listagem do Novo Mercado; (ii) cessão onerosa de direitos de subscrição de ações ou outros títulos conversíveis em ações que possam resultar na alienação do controle da companhia, ou em caso de alienação indireta do controle; (iii) acionista vir a adquirir ou se tornar titular de ações da companhia em montante igual ou superior a 20%; (iv) ficar deliberado o cancelamento do seu registro de companhia aberta, caso em que a oferta deverá ser realizada pelo acionista controlador ou pela própria companhia; (v) ficar deliberada a saída da companhia do Novo Mercado da Bovespa.

Como a oferta da Sadia enquadrava-se em várias destas hipóteses a ensejar a realização de oferta pública, a companhia interessada fez constar no Edital de sua oferta as condições necessárias para o atendimento de todas as exigências previstas no estatuto social da Perdigão. De fato, em sua proposta, a Sadia pretendia adquirir 50% do capital social da Perdigão mais uma ação (= maioria absoluta), além de realizar reorganização societária entre si e a companhia-alvo, pelo que a Perdigão seria retirada do Novo Mercado.

A conclusão a ser tirada desse caso é a de que a *poison pill* não cumpriu o seu papel, pois sua previsão não foi suficiente para afastar ofertas de aquisição de controle. Não fosse a resistência dos acionistas, devidamente informados pela administração, e provavelmente a oferta teria logrado êxito. Aliás, essa conclusão nada tem de absurda, visto que alguns anos depois, mais precisamente em 18 de maio de 2009, os acionistas das duas companhias assinaram acordo de fusão, criando uma nova sociedade, denominada BRF – Brasil Foods S.A.

³¹⁶ Dados retirados de L. L. CANTIDIANO, *Análise do caso Sadia...* cit. (nt. 23, *supra*), pp. 221-245.

Em 2009, mais uma tentativa de tomada de controle veio à baila, trazendo igualmente questões controversas. Dessa vez, o caso envolve três companhias: Telefônica (por meio da TELESP – Telecomunicações de São Paulo S.A.), Vivendi e GVT (Holding) S.A., a última sendo o alvo da aquisição.³¹⁷

A GVT é companhia brasileira com atuação na área de telecomunicações. Estava listada no Novo Mercado, e possuía *poison pill* em seu estatuto. Interessante notar que a companhia era controlada, minoritariamente, por três acionistas (Swarth Investments L.L.C., Swarth Investments Holdings L.L.C. e Global Village Telecom (Holland) B.V.)³¹⁸ que, agrupados, detinham cerca de 30% das ações votantes, estando as demais ações dispersas no mercado.

A Vivendi, grupo francês com atuação na área de telefonia, visando abrir operação no mercado brasileiro, manifestou interesse em adquirir o controle da GVT, por R\$42,00 a ação. Em 8 de setembro de 2009, Vivendi e os acionistas controladores da GVT firmaram contrato possibilitando à Vivendi lançar oferta pública de aquisição amigável, para a aquisição de até 100% das ações da companhia. Porém, antes mesmo de formalizar a proposta de oferta, a Telefônica – grupo espanhol já atuante no mercado de telecomunicação brasileiro, e com interesse na companhia visada – adiantou-se e, por intermédio da TELESP, comunicou o mercado, por meio de Fato Relevante, que lançaria oferta pública de aquisição de ações da GVT, por R\$48,00 a ação, posteriormente elevando sua própria proposta para R\$50,50, consoante admitido pelo artigo 261, §1º, da lei.³¹⁹

Essa reação da Telefônica animou o mercado, que vislumbrava uma disputa pelo controle da GVT, sobretudo porque ambas as companhias

³¹⁷ Os dados aqui trazidos têm por base as informações disponíveis até dezembro de 2010, data da última decisão publicada pela CVM sobre o caso (Reg. nº 7295/10, publicada em 9 de dezembro de 2010).

³¹⁸ Cf. Fato Relevante divulgado pela GVT à CVM em 13 de novembro de 2009, disponível [*on-line*] in www.cvm.gov.br.

³¹⁹ Dados retirados do Edital de Oferta Pública de Aquisição de Ações Ordinárias da GVT (Holding) S.A., publicado em 26 de março de 2010, disponível [*on-line*] in http://www.cvm.gov.br/dados/LaudEditOpa/RJ-2009-11570/20100329_EDITAL_DE_OFERTA_P%C3%9ABLICA.pdf [11.12.2010].

já haviam mostrado interesse em melhorar suas ofertas. Todavia, ao contrário de lançar oferta pública concorrente, a Vivendi optou por negociar privadamente a aquisição do controle da GVT com os então controladores.

Assim, pouco depois que a Anatel (Agência Nacional de Telecomunicações) aprovou a alienação do controle da GVT (impondo algumas restrições caso a compradora fosse a Telefônica), a Vivendi ganha a disputa pela aquisição da brasileira GVT, pagando R\$56,00 reais por ação. O negócio foi finalizado em 13 de novembro de 2009, conforme Fato Relevante divulgado no mesmo dia informando a aquisição.

Na negociação, Vivendi adquiriu 39,7% do capital votante e opções de compra de ação representando 19,6% do capital votante. No total, após exercidas as opções, Vivendi passaria a ter 57,5% do capital votante da companhia. Por conta disso, no Fato Relevante divulgado por GVT, em 13 de novembro de 2009, Vivendi se comprometeu a lançar oferta pública pelo valor de 100% do valor ofertado pelas ações do controle, em observância ao artigo 254-A da Lei das Sociedades por Ações.

Advirta-se que a necessidade de realizar a oferta obrigatória decorre do fato de que a Vivendi, ao contrário da Telefônica, negociou previamente a compra da GVT junto aos seus acionistas, realizando a aquisição onerosa do controle já existente (aquisição derivada).

Dada as circunstâncias em que o negócio entre Vivendi e GVT se deu, foi instaurado processo administrativo sancionador no âmbito da CVM.³²⁰⁻³²¹

³²⁰ Processo Administrativo Sancionador RJ2010/2419, instaurado pela Superintendência de Relações com Empresas – SEP para apurar responsabilidades por eventuais irregularidades ocorridas no contexto da aquisição do controle da GVT (Holding) S.A., no qual foi aceita a celebração de termo de compromisso, cf. Reg. nº 7295/10, divulgada em 9 de dezembro de 2010.

³²¹ A. ALERIGI JR., *Telefônica pede à CVM informações de apuração da compra da GVT*, in *O Estado de S. Paulo*, 21.12.2009, disponível [on-line] in <http://www.estadao.com.br/noticias/tecnologia,telefonica-pede-a-cvm-informacoes-de-apuracao-da-compra-da-gvt,485457,0.htm> [03.01.2011]. V., também, *Caso GVT expôs diversas brechas nas normas atuais*, in *Valor Econômico*, 24.03.2010, disponível [on-line] in <http://www.valoronline.com.br/impreso/investimentos/119/113498/caso-gvt-expos-diversas-brechas-nas-normas-atuais> [03.01.2011].

Apesar da peculiaridade do caso, é interessante notar que, mais uma vez, a *poison pill* não impediu a tomada do controle, mas dessa vez por razões diversas das apresentadas no caso da Sadia e Perdigão. Tanto a Telefônica, quanto a Vivendi propuseram como pré-requisito para suas ofertas a retirada do estatuto da GVT da cláusula de *poison pill*. O fato de os controladores, ainda que minoritários, estarem desejosos de abrir mão do controle, tendo inclusive negociado-o privadamente com a Vivendi, facilitou o cumprimento desse requisito, e a pílula de veneno foi retirada do estatuto da companhia, em 3 de novembro de 2009.³²²

Estas, em síntese, as experiências que o mercado brasileiro já vivenciou sobre ofertas hostis. Entretanto, em nenhum momento a questão da validade da cláusula de *poison pill* foi posta à prova. Com exceção da análise feita pela CVM quando da elaboração do Parecer 36/2009, que se cingiu às denominadas cláusulas pétreas, a oferta pública estatutária, nos moldes como presente nos estatutos das companhias brasileiras, ainda não foi objeto do crivo regulatório, nem do judicial.

O mais próximo que se chegou desse ponto, conforme aponta J. P. B. NASCIMENTO³²³, foi o caso da aquisição do controle da Arcelor S.A. pela indiana Mittal Steel Company N. V.³²⁴ Essa aquisição não ocorreu no mercado brasileiro, mas aqui irradiou efeitos, visto que a companhia-alvo (Arcelor) possuía participação acionária em algumas sociedades brasileiras.

Uma dessas companhias, a Arcelor Brasil S.A., possuía em seu estatuto a obrigação de lançar oferta pública no caso de aquisição de seu controle, ainda que indiretamente. Até aí, essa previsão poderia representar simples direito de saída conjunta (*tag along*), prática comum e aceita no mercado brasileiro.

³²² Conforme noticiado por C. BIANCONI, *Acionistas da GVT...* cit. (nt. 297, *supra*). Sobre, v. Edital de Oferta Pública de Aquisição de Ações Ordinárias da GVT (Holding) S.A., publicado em 26 de março de 2010, disponível [on-line] in http://www.cvm.gov.br/dados/LaudEditOpa/RJ-2009-11570/20100329_EDITAL_DE_OFERTA_P%C3%9ABLICA.pdf [11.12.2010].

³²³ J. P. B. NASCIMENTO, *Anotações sobre...* cit. (nt. 195, *supra*), pp. 138-139.

³²⁴ Os dados mencionados relativos ao caso refletem a última decisão da CVM até a data do fechamento desta dissertação (janeiro de 2011). Sobre, v. Processo Administrativo CVM RJ 2007/1996, disponível [on-line] in www.cvm.gov.br.

Porém, dois pontos do caso chamaram a atenção. O primeiro deles foi o reconhecimento da não incidência da oferta pública obrigatória prevista no artigo 254-A da lei acionária brasileira, visto não ter havido a alienação onerosa do controle, já que este foi adquirido, no exterior, por meio de oferta pública de aquisição de ações.³²⁵ A aquisição foi, portanto, originária. Tanto, que a CVM não determinou a oferta pública obrigatória no caso da Acesita S.A., outra companhia aberta brasileira controlada indiretamente pela Arcelor S.A.³²⁶

No caso da Arcelor Brasil, exigiu-se a realização de oferta pública não por conta da lei, mas sim da previsão estatutária acima mencionada. E aqui se encontra o segundo ponto de destaque do caso: o fato de o controle acionário da companhia-alvo, então controladora da Arcelor Brasil, ter sido tomado com a aquisição de menos da metade do capital social.

Apesar do esforço argumentativo de que a alienação de menos que a maioria absoluta das ações votantes não caracterizaria alienação de

³²⁵ Nesse sentido, vale a transcrição de parte do voto do Presidente Marcelo Fernandes Trindade: “**Aquisição originária de controle e oferta pública por aquisição indireta.** Mas a Instrução 361/02 não previu a ocorrência de um caso como o discutido neste processo, qual seja, o de que a realização da oferta pode decorrer não de uma *alienação* de controle mas da sua *aquisição* por meio de uma oferta pública hostil. Essa hipótese, de oferta decorrente de aquisição, e não de alienação do controle, não está prevista na lei brasileira, como foi longamente exposto no voto do Diretor Relator Wladimir Castelo Branco, quando da decisão sobre a obrigação de realização da oferta de que aqui se trata. A aquisição originária do controle até então disperso entre milhares de acionistas não faz incidir a regra do art. 254-A. Tal oferta só ocorre, como no caso concreto, porque o estatuto da companhia controlada expressamente assim o estabelece.” (Processo Administrativo CVM RJ 2007/1996, Reg. nº 5443/2007, voto de Marcelo Fernandez Trindade, proferido em 21 de março de 2007)

³²⁶ Cf. voto de Wladimir Castelo Branco Castro, proferido em 25 de setembro de 2006, no Processo Administrativo CVM RJ 2006/6209, Reg. nº 5256/2006: “Em 1º.08.2006, a SEP e a SRE comunicaram seu entendimento de que a Mittal Steel, ‘*adquirente do poder de controle indireto da Arcelor Brasil, tem o dever legal de cumprir a obrigação estatutariamente prevista de realização de OPA para os acionistas minoritários da Companhia*’. Essa opinião estava baseada em parecer da Procuradoria Federal Especializada – PFE (MEMO/PFE-CVM/Nº 1004/06, de 31.08.2006) que entendia que a OPA decorreria do art. 10 do estatuto social da Arcelor Brasil (e não do art. 254-A da Lei 6.404/76). Tratando-se de compromisso decorrente de cláusula estatutária, a Procuradoria entende que a Oferta não é exigível no caso de Acesita S.A., cujo estatuto não contém tal disposição”. V., ainda, V. H. M. FRANCO, *Considerações sobre as ofertas públicas para aquisição de ações (OPAs) – estado atual da questão*, in *Revista de Direito Mercantil* 144 (2006), p. 27.

controle *a priori* (posicionamento já adotado pela CVM³²⁷), a autarquia reconheceu a transferência do controle, e determinou a realização da oferta pública, em respeito às disposições estatutárias.³²⁸

Nos votos proferidos, reconheceu-se expressamente que a lei brasileira não contempla a hipótese de oferta obrigatória no caso de aquisição originária de controle, nem direta, nem indiretamente.³²⁹

Esse posicionamento da CVM deixa entrever sua predisposição em respeitar a oferta pública prevista estatutariamente. Porém, repita-se, não há ainda posicionamento expresso da CVM sobre o assunto, sendo temerário afirmar rigorosamente qual o entendimento por ela perfilhado.

De todo modo, seguindo a linha de A. M. CORDEIRO, tem-se que a oferta estatutária não se inclui na categoria de oferta pública obrigatória, no sentido legal do termo. Sua observância obrigatória decorre não da lei, mas da autonomia privada das partes. É, portanto, oferta facultativa. Por conta disso, no âmbito regulatório estatal, a oferta deve ser tratada como qualquer outra oferta facultativa.³³⁰

Quanto às sanções impostas no estatuto pela inobservância de suas regras, elas não possuem relevância mobiliária, para aquele autor.

³²⁷ Voto do Relator Pedro Oliva Marcilio de Sousa proferido em 11 de abril de 2006, no Reg. Col. 4788/2005: “em uma companhia com ampla dispersão ou que tenha um acionista, titular de mais de 50% das ações, que seja omissor nas votações e orientações da companhia, eventual acionista que consiga preponderar sempre, não está sujeito aos deveres e responsabilidades do acionista controlador, uma vez que prepondera por questões fáticas das assembleias não preenchendo o requisito da alínea "a" do art. 116, embora preencha o da alínea "b". Esse acionista seria considerado, para determinação de sua responsabilidade, como um acionista normal (sujeito, portanto, ao regime do art. 115)”.

³²⁸ Sobre o caso, v. Processo Administrativo CVM RJ 2007/1996, Reg. nº 5443/2007, disponível [on-line] in www.cvm.gov.br, e V. H. M. FRANCO, *Considerações sobre...* cit. (nt. 326, *supra*), pp. 26-27.

³²⁹ Conforme voto de Marcelo Fernandez Trindade, citado na nt. 325, *supra*.

³³⁰ “Do ponto de vista da Administração mobiliária, a OPA estatutária é uma OPA facultativa, isto é: uma OPA que não é imposta por lei. Assim, a CMVM irá tratar o ofertante como um interessado numa OPA geral não obrigatória. O facto de ele agir nos termos dum contrato-promessa, dum mandato, dum contrato a favor de terceiro ou dos estatutos duma sociedade é, salvo preceito expresso em contrário, *res inter alios acta*. Tal ocorrência não provoca a aplicação de quaisquer regras legais diferentes das convocadas por uma OPA facultativa; tão-pouco afasta alguma ou algumas delas” (cf. *A OPA estatutária...* cit. (nt. 102, *supra*), pp. 141-142 – destaques no original).

Assim, são questões *interna corporis*, tal como a inibição do direito de voto. Em sendo lícitas, nada impede a previsão de sanções para o descumprimento da oferta, como é o caso da suspensão dos direitos de sócio, nos casos previstos no artigo 120 da Lei das Sociedades por Ações. Quaisquer outras questões devem ser tratadas no âmbito judicial.³³¹

³³¹ “A inobservância das regras estatutárias que imponham OPAs gerais não tem relevância mobiliária. As sanções que daí advenham são do foro interior da sociedade: inibições de voto ou cláusulas penais. A lei permite umas e outras, nada vedando a sua associação à inobservância de determinado processo aquisitivo. Quaisquer dúvidas ou litígios subseqüentes deverão ser dirimidos perante os tribunais comuns” (A. M. CORDEIRO, *A OPA estatutária...* cit. (nt. 102, *supra*), p. 142).

CAPÍTULO 4

A *POISON PILL* À BRASILEIRA EM NÚMEROS

Neste capítulo final, apresentar-se-ão os dados relativos à utilização da *poison pill* à brasileira pelas companhias listadas no Novo Mercado da BM&F-Bovespa.

Tais dados, relativos à posição acionária da companhia, à presença da pílula, de cláusula pétrea, bem como à possibilidade de remoção da pílula ou afastamento da oferta pública por ela determinada foram colhidos no segundo semestre de 2010, e retirados das seguintes fontes: estatutos sociais das companhias, página virtual da BM&F-Bovespa, bem como de pesquisa já formulada pela própria BM&F-Bovespa³³² sobre o perfil de controle das companhias e a adoção da *poison pill*.

O estudo levantado pela BM&F-Bovespa, que leva em consideração apenas as companhias listadas no Novo Mercado em 6 de julho de 2010, serviu de base à nossa pesquisa, sendo que os dados presentes na Tabela 1 relativos à posição acionária (primeira coluna) foram integralmente dele retirados e mantidos. Os demais dados, alguns baseados no relatório divulgado pela BM&F-Bovespa, foram atualizados, e outros

³³² Relatório divulgado pela BM&F-Bovespa, disponível [on-line] in <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/Clausulas-de-Protacao-Cias-Novo-Mercado.xls> [03.01.2011].

dados foram introduzidos (como o percentual do gatilho, penalidades previstas e a possibilidade de remoção da pílula ou afastamento da oferta).

Na Tabela 2, trouxemos os dados relativos àquelas companhias que migraram para o Novo Mercado no segundo semestre do ano de 2010, após, portanto, a realização do estudo formulado pela BM&F-Bovespa.

Vale mencionar, ainda, que estudo semelhante foi realizado por É. GORGA³³³, no período entre 2006 e 2007, e cujos resultados já foram publicados. É desse estudo que se retirou a nomenclatura atribuída às penalidades comumente utilizadas em conjunto com a pílula, as quais já foram tratadas no Capítulo 3, item 3.3.1., *supra*.

Assim, a penalidade do Tipo 1 refere-se àquela em que o não cumprimento da oferta pública prevista na pílula enseja a realização de assembléia-geral, na qual os acionistas, com base no artigo 120 da Lei das Sociedades por Ações, deliberam sobre a suspensão dos direitos de sócio do acionista-adquirente responsável pela formulação da oferta. Nessa assembléia, o acionista-adquirente não poderá votar, em observância ao artigo 115 da lei acionária.

Já a penalidade do Tipo 2 refere-se à denominada cláusula pétreia, que consiste em disposição acessória à *poison pill* pela qual se dificulta a sua remoção. Por essa penalidade, os acionistas que votarem favoravelmente à alteração ou exclusão da *poison pill* ficam obrigados a lançar oferta pública para a aquisição das demais ações da companhia, nos moldes definidos na própria pílula.

Foram analisadas 113 companhias, das quais, atualmente, 112 estão listadas no Novo Mercado. No relatório original da BM&F-Bovespa, que apresenta 106 companhias, consta a sociedade Açúcar Guarani S.A., cujo registro de companhia aberta foi cancelado em 13 de agosto de 2010, mas seus dados foram mantidos, riscados, para manter a referência ao relatório mencionado.

³³³ É. GORGA, *Changing the...* cit. (nt. 250, *supra*), pp. 439-554.

4.1. Controle Definido e Poison Pill

Das 112 companhias listadas no seguimento, ao menos 66 estão submetidas a controle definido³³⁴, do tipo majoritário, ou seja, aquele exercido por acionista ou grupo de acionistas que, em conjunto, possuem mais da metade do capital social votante. Trata-se, como se vê, da maior parte das companhias listadas no Novo Mercado, representando quase 60% do setor.

Dentre essas 66 companhias, 29 possuem previsão estatutária de *poison pill*, número expressivo, diante da inviabilidade prática que o controle majoritário representa ao *takeover* hostil. O estatuto de algumas dessas sociedades, entretanto, prevê que a pílula apenas se torna aplicável no caso de haver controle difuso. É o caso, por exemplo, de Helbor Empreendimentos S.A., Inpar S.A. e TPI – Triunfo Participações e Investimentos S.A.

O Regulamento de Listagem do Novo Mercado traz a definição de controle difuso³³⁵, que é seguida pelos estatutos das companhias aí listadas. Trata-se daquele controle detido com menos da metade do capital social votante ou por grupo de acionistas não organizados em acordo de voto, que não esteja submetido a controle comum, nem represente interesse comum.

A previsão estatutária de que a pílula apenas passa a valer quando o controle for do tipo difuso vai ao encontro daquela observação

³³⁴ Diz-se “ao menos” visto que não foi possível obter dados de duas companhias, que abriram o capital recentemente e, portanto, ainda não entregaram relatório de Informações Anuais à CVM. São elas: Brasil Insurance Participações e Administração S.A (registro concedido em 28.10.2010) e Raia S.A. (registro concedido em 16.12.2010).

³³⁵ O item 2.1. do Regulamento define: Controle Difuso significa o Poder de Controle exercido por acionista detentor de menos de 50% (cinquenta por cento) do capital social, assim como por grupo de acionistas que não seja signatário de acordo de votos e que não esteja sob controle comum e nem atue representando um interesse comum.

formulada no Capítulo 3 (item 3.3.1., *supra*) de que a pílula assim utilizada serve de incentivo ao aumento da dispersão acionária, possibilitando ao hoje controlador majoritário passar a deter o controle da companhia com menos da metade do capital social votante.

Entre as demais companhias, que não possuem controle definido (46 companhias), 29 possuem *poison pill*.

4.2. Poison Pill e Penalidades

A força coercitiva da *poison pill* é atribuída pelas penalidades estatutariamente estabelecidas para o caso de seu descumprimento.

Nos estatutos das companhias brasileiras que adotam a pílula, há dois tipos de penalidade comumente utilizados: a previsão de suspensão de direitos de sócio do acionista que não cumprir o previsto na cláusula de *poison pill* (penalidade do Tipo 1) e a disposição acessória denominada cláusula pétrea, cujo objetivo é dificultar a alteração ou remoção da pílula (penalidade do Tipo 2).

No total, entre companhias com controle definido e não definido, 58 possuem *poison pill* em seus estatutos, o que representa pouco mais da metade das companhias listadas no Novo Mercado. Todas as 58 companhias apresentam a penalidade do Tipo 1.

Já a penalidade do Tipo 2 (cláusula pétrea) é adotada por 25 companhias, mesmo após a divulgação do Parecer de Orientação da CVM nº 36, de 23 de junho de 2009. Dessas, 13 companhias possuem controle definido.

As companhias com penalidade do Tipo 2 representam menos da metade daquelas que possuem *poison pill*, mas ainda assim estão em número considerável. Interessante anotar, porém, que dentre os estatutos

das sete companhias recém-ingressadas no Novo Mercado (Tabela 2), nenhum possui a cláusula pétrea, sendo que 4 das sete companhias adotam a pílula.

4.3. Gatilho

Outro ponto relevante a ser mencionado é o percentual escolhido como gatilho pelas diversas companhias que adotam a pílula. O gatilho consiste no percentual máximo que pode ser adquirido ou titulado pelos acionistas sem a necessidade de realizar a oferta pública prevista na pílula. A detenção de ações em número igual ou superior ao definido como gatilho enseja a realização da oferta.

Nas companhias analisadas, o gatilho varia de 10 a 35%, sendo a média 20%. Destaque-se que apenas 3 companhias³³⁶ adotam o gatilho de 10%, considerado bastante baixo.

4.4. Remoção da Pílula ou Dispensa da Oferta Pública

As companhias que apresentam a penalidade do Tipo 2, por razão de incompatibilidade, não possuem dispositivo expresse que permita a exclusão da pílula ou o afastamento da oferta.

Das 33 companhias com *poison pill* sem a previsão de cláusula pétrea, 12 possuem a previsão expressa de que os acionistas, reunidos em

³³⁶ São elas: M. Dias Branco S.A. Indústria e Comércio de Alimentos, Positivo Informática S.A. e São Martinho S.A. (Tabela 1).

assembleia-geral, podem deliberar a exclusão ou dispensa da oferta pública, se isso for do interesse da companhia.

Claro está que naquelas companhias que não possuem nem a previsão de cláusula pétrea, nem disposição expressa permitindo a remoção da pílula ou a dispensa da oferta, tal manobra está permitida, tendo em vista que a assembleia-geral tem competência para reformar o estatuto social, consoante o artigo 122, I, da Lei das Sociedades por Ações.

Mesmo nas companhias em cujo estatuto está presente a cláusula pétrea, após a divulgação do Parecer de Orientação da CVM nº 36, de 23 de junho de 2009, reforçada pela reforma do Regulamento de Listagem do Novo Mercado³³⁷, é possível a remoção da *poison pill*.

Entretanto, a questão mais polêmica, a nosso ver, refere-se à previsão de *quorum* qualificado para a remoção da pílula, como é o caso da Cia. Hering, cujo estatuto determina que a remoção da pílula depende do voto concorde de dois terços do capital votante.

Entendemos que esse tipo de previsão é ilegal, diante da previsão do artigo 129 da Lei das Sociedades por Ações, cuja interpretação resulta na impossibilidade de os estatutos das companhias abertas majorarem os *quori* legalmente previstos.

4.5. Tabelas

Abaixo, colacionamos as duas tabelas formuladas com os dados acima apresentados.

³³⁷ Sobre, v. Capítulo 3, item 3.3.2., *supra*.

Tabela 1

Companhias listadas no Novo Mercado da BM&FBOVESPA em 06/07/2010	Existência de Acionista Controlador titular de mais de 50% do capital votante ³³⁸		Cláusula de Proteção da Dispersão Acionária na forma de OPA (*)	Gatilho	Existência de "cláusula pétrea"	Penalidades	Previsão expressa que os acionistas podem afastar a pílula
	Sim / Não	Posição acionária em:					
AMERICAN BANKNOTE S.A.*	Não	30/12/09	Sim	20%	Sim	Tipo 1 e 2	N/A
ALIANSCCE SHOPPING CENTERS S.A.	Sim	12/11/09	Sim	30%	Não	Tipo 1	Sim (art. 37, §11)
AMIL PARTICIPACOES S.A.	Sim	31/05/09	Não	-	N/A	-	-
B2W - COMPANHIA GLOBAL DO VAREJO	Sim	13/05/09	Sim	20%	Não	Tipo 1	Não
BEMATECH S.A.	Não	30/09/09	Sim	25%	Não	Tipo 1	Sim (art. 10, §10)
BHG S.A. - BRAZIL HOSPITALITY GROUP	Sim	30/04/09	Sim	35%	Sim	Tipo 1 e 2	N/A
BMFBOVESPA S.A. BOLSA VALORES MERC FUT	Não	30/11/09	Sim	15%	Não	Tipo 1	Não
BRASIL BROKERS PARTICIPACOES S.A.	Não	16/06/09	Sim	20%	Não	Tipo 1	Não
BR MALLS PARTICIPACOES S.A.	Não	29/07/09	Não	-	N/A	-	-
BR PROPERTIES S.A.	Não	06/10/09	Sim	20%	Não	Tipo 1	Sim (art. 26, §4º)
BCO BRASIL S.A.	Sim	31/03/09	Não	-	N/A	-	-
BRASILAGRO - CIA BRAS DE PROP AGRICOLAS	Não	21/10/09	Sim	20%	Sim	Tipo 1 e 2	N/A

³³⁸ A primeira coluna, relativa à existência de acionista controlador com mais de 50% do capital votante, bem como as notas e referência nela inseridas, encontram-se na versão original do Relatório formulado pela BM&F-Bovespa, disponível [on-line] em <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/Clausulas-de-Protecao-Cias-Novo-Mercado.xls> [03.01.2011].

Companhias listadas no Novo Mercado da BM&FBOVESPA em 06/07/2010	Existência de Acionista Controlador titular de mais de 50% do capital votante		Claúsula de Proteção da Dispersão Acionária na forma de OPA (*)	Gatilho	Existência de "cláusula pétrea"	Penalidades	Previsão expressa que os acionistas podem afastar a pílula
	Razão Social	Sim / Não	Posição acionária em:	Sim / Não	%	Sim / Não	Tipo 1 e/ou 2
BRF - BRASIL FOODS S.A.	Não	30/04/09	Sim	20%	Sim	Tipo 1 e 2	N/A
BROOKFIELD INCORPORAÇÕES S.A.	Sim	10/11/09	Não	-	N/A	-	-
CAMARGO CORREA DESENV. IMOBILIARIO S.A.	Sim	31/03/09	Não	-	N/A	-	-
CIA CONCESSOES RODOVIARIAS	Sim	23/11/09	Não	-	N/A	-	-
CETIP S.A. - BALCÃO ORGANIZADO DE ATIVOS E DERIV.	Não	05/10/09	Sim	15%	Não	Tipo 1	Não
CIA HERING	Não	15/12/09	Sim	20%	Não	Tipo 1	Sim (art. 38, §11)
CIELO S.A.	Sim	06/07/09	Não	-	N/A	-	-
CIA SANEAMENTO DE MINAS GERAIS-COPASA MG	Sim	18/06/09	Não	-	N/A	-	-
COSAN S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	Sim	29/03/10	Não	-	N/A	-	-
CPFL ENERGIA S.A.	Sim	23/04/09	Não	-	N/A	-	-
CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS S.A.	Não	13/11/09	Não	-	N/A	-	-
CREMER S.A.	Não	04/05/09	Não	-	N/A	-	-
CSU CARDSYSTEM S.A.	Sim	03/09/09	Não	-	N/A	-	-
CYRELA COMMERCIAL PROPERT S.A. EMPR PART	Não	08/10/09	Sim	15%	Sim	Tipo 1 e 2	Não
CYRELA BRAZIL REALTY S.A.EMPREENDE E PART	Não	07/12/09	Não	-	N/A	-	-
DIAGNOSTICOS DA AMERICA S.A.	Não	15/12/09	Sim	15%	Sim	Tipo 1 e 2	N/A
DIRECIONAL ENGENHARIA S.A.	Sim	04/12/09	Não	-	N/A	-	-
DROGASIL S.A.	Não	13/04/09	Não	-	N/A	-	-

Companhias listadas no Novo Mercado da BM&FBOVESPA em 06/07/2010	Existência de Acionista Controlador titular de mais de 50% do capital votante		Claúsula de Proteção da Dispersão Acionária na forma de OPA (*)	Gatilho	Existência de "cláusula pétrea"	Penalidades	Previsão expressa que os acionistas podem afastar a pílula
	Razão Social	Sim / Não	Posição acionária em:	Sim / Não	%	Sim / Não	Tipo 1 e/ou 2
DURATEX S.A.	Não	18/12/09	Não	-	N/A	-	-
BRASIL ECODIESEL IND COM BIO. OL. VEG. S.A.	Não	27/08/09	Sim	30%	Sim	Tipo 1 e 2	N/A
ECORODOVIAS INFRAESTRUTURA E LOGÍSTICA S.A.	Sim	30/06/04	Não	-	N/A	-	-
EMBRAER-EMPRESA BRAS DE AERONAUTICA S.A.	Não	29/04/09	Sim	35%	Não	Tipo 1	Não
EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A.	Sim	30/06/09	Não	-	N/A	-	-
EQUATORIAL ENERGIA S.A.	Sim	20/03/09	Não	-	N/A	-	-
ESTACIO PARTICIPACOES S.A.	Sim	21/12/09	Sim	20%	N/A	Tipo 1	Sim (art. 37, §4º)
ETERNIT S.A.	Não	15/01/10	Não	-	N/A	-	-
EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A.	Não	30/06/10	Não	-	N/A	-	-
EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPACOES S.A.	Sim	04/09/09	Sim	15%	Sim	Tipo 1 e 2	N/A
FERTILIZANTES HERINGER S.A.	Sim	31/12/09	Sim	20%	Sim	Tipo 1 e 2	N/A
FIBRIA CELULOSE S.A.	Não	30/05/09	Sim	25%	Não	Tipo 1	Não
FLEURY S.A.	Sim	04/01/10	Não	-	N/A	-	-
GAFISA S.A.	Não	22/02/10	Não	-	N/A	-	-
GENERAL SHOPPING BRASIL S.A.	Sim	20/04/09	Sim	15%	Sim	Tipo 1 e 2	N/A
GRENDENE S.A.	Sim	21/09/09	Não	-	N/A	-	-
ACUCAR GUARANI S.A.**	Sim	31/07/09	Não	-	N/A	-	-
HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A.	Sim	30/06/09	Sim	20%	Sim	Tipo 1 e 2	N/A
HYPERMARCAS S.A.	Sim	30/12/09	Não	-	N/A	-	-

Companhias listadas no Novo Mercado da BM&FBOVESPA em 06/07/2010	Existência de Acionista Controlador titular de mais de 50% do capital votante		Claúsula de Proteção da Dispersão Acionária na forma de OPA (*)	Gatilho	Existência de "cláusula pétrea"	Penalidades	Previsão expressa que os acionistas podem afastar a pílula
	Razão Social	Sim / Não	Posição acionária em:	Sim / Não	%	Sim / Não	Tipo 1 e/ou 2
IDEIASNET S.A.	Não	06/10/08	Não	-	N/A	-	-
IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S.A.	Sim	19/11/09	Não	-	N/A	-	-
INDUSTRIAS ROMI S.A.	Não	07/04/09	Sim	15%	Sim	Tipo1 e 2	N/A
INPAR S.A.	Sim	30/11/09	Sim	20%	Sim	Tipo 1 e 2	N/A
IOCHPE MAXION S.A.	Sim	23/03/09	Sim	15%	Sim	Tipo 1 e 2	N/A
JBS S.A.	Sim	31/12/09	Sim	20%	Não	Tipo 1	Não
JHSF PARTICIPACOES S.A.	Sim	22/10/09	Sim	15%	Não	Tipo 1	Não
JÚLIO SIMÕES LOGÍSTICA S.A.	Sim ¹	19/04/10	Sim	15%	Não	Tipo 1	Não
RESTOQUE COMÉRCIO E CONFECÇÕES DE ROUPAS S.A.***	Não	30/04/09	Não	-	N/A	-	-
LIGHT S.A.	Sim	14/08/09	Não	-	N/A	-	-
LLX LOGISTICA S.A.	Sim	30/10/09	Não	-	N/A	-	-
LOCALIZA RENT A CAR S.A.	Não	08/04/08	Não	-	N/A	-	-
LOG-IN LOGISTICA INTERMODAL S.A.	Não	30/04/09	Sim	35%	Sim	Tipo 1 e 2	N/A
MARISA LOJAS S.A.	Sim	28/06/10	Sim	15%	Não	Tipo 1	Não
LOJAS RENNER S.A.	Não	15/04/09	Sim	20%	Sim	Tipo 1 e 2	N/A
LPS BRASIL - CONSULTORIA DE IMOVEIS S.A.	Não	23/09/09	Sim	20%	Sim	Tipo 1 e 2	N/A
LUPATECH S.A.	Não	30/04/09	Sim	20%	Não	Tipo 1	Não
M.DIAS BRANCO S.A. IND COM DE ALIMENTOS	Sim	14/12/09	Sim	10%	Não	Tipo 1	Não
MAGNESITA REFRACTORIOS S.A.	Sim	30/10/09	Não	-	N/A	-	-

Companhias listadas no Novo Mercado da BM&FBOVESPA em 06/07/2010	Existência de Acionista Controlador titular de mais de 50% do capital votante		Cláusula de Proteção da Dispersão Acionária na forma de OPA (*)	Gatilho	Existência de "cláusula pétrea"	Penalidades	Previsão expressa que os acionistas podem afastar a pílula
	Razão Social	Sim / Não					
MARFRIG ALIMENTOS S/A	Não	03/12/09	Não	-	N/A	-	-
METALFRIO SOLUTIONS S.A.	Não	30/11/09	Não	-	N/A	-	-
MILLS ESTRUTURAS E SERVIÇOS DE ENGENHARIA S.A.	Sim ²	14/04/10	Sim	20%	Não	Tipo 1	Sim (art. 34, §4º)
MINERVA S.A.	Sim	30/04/09	Sim	20%	Não	Tipo 1	Sim (art. 47, §8º)
MMX MINERACAO E METALICOS S.A.	Sim	01/09/09	Não	-	N/A	-	-
MPX ENERGIA S.A.	Sim	31/12/09	Não	-	N/A	-	-
MRV ENGENHARIA E PARTICIPACOES S.A.	Não	21/12/09	Não	-	N/A	-	-
MULTIPLUS S.A.	Sim ³	03/02/10	Não	-	N/A	-	-
NATURA COSMETICOS S.A.	Sim	05/08/09	Sim	25%	Não	tipo 1	Sim (art. 33, par. 4)
ODONTOPREV S.A.	Sim	23/12/09	Sim	15%	Sim	tipo 1 e 2	N/A
OGX PETROLEO E GAS PARTICIPACOES S.A.	Sim	23/09/09	Não	-	N/A	-	-
OBRASCON HUARTE LAIN BRASIL S.A.	Sim	16/04/09	Sim	20%	Não	tipo 1	Não
OSX BRASIL S.A.	Sim	03/09/07	Não	-	N/A	-	-
PDG REALTY S.A. EMPREEND E PARTICIPACOES	Não	30/11/09	Não	-	N/A	-	-
PORTO SEGURO S.A.	Sim	30/11/09	Não	-	N/A	-	-
PORTOBELLO S.A.	Não	24/04/09	Sim	30%	Não	tipo 1	Não
POSITIVO INFORMATICA S.A.	Sim	28/04/09	Sim	10%	Sim	Tipo 1 e 2	N/A
PROFARMA DISTRIB PROD FARMACEUTICOS S.A.	Sim	01/10/09	Sim	20%	Sim	tipo 1 e 2	N/A

Companhias listadas no Novo Mercado da BM&FBOVESPA em 06/07/2010	Existência de Acionista Controlador titular de mais de 50% do capital votante		Claúsula de Proteção da Dispersão Acionária na forma de OPA (*)	Gatilho	Existência de "cláusula pétrea"	Penalidades	Previsão expressa que os acionistas podem afastar a pílula
	Razão Social	Sim / Não	Posição acionária em:	Sim / Não	%	Sim / Não	Tipo 1 e/ou 2
CIA PROVIDENCIA INDUSTRIA E COMERCIO	Sim	30/04/09	Não	-	N/A	-	-
REDECARD S.A.	Sim	01/04/09	Sim	26%	Não	tipo 1	Não
RENAR MACAS S.A.	Sim	12/08/09	Não	-	N/A	-	-
RODOBENS NEGOCIOS IMOBILIARIOS S.A.	Não	05/11/09	Sim	15%	Sim	tipo 1 e 2	N/A
ROSSI RESIDENCIAL S.A.	Não	14/10/09	Sim	15%	Não	tipo 1	Sim (art. 43, §9º)
CIA SANEAMENTO BASICO EST SAO PAULO	Sim	29/04/09	Não	-	N/A	-	-
SAO CARLOS EMPREEND E PARTICIPACOES S.A.	Não	30/04/09	Sim	25%	Não	tipo 1	Não
SAO MARTINHO S.A.	Sim	30/07/09	Sim	10%	Não	tipo 1	Não
SLC AGRICOLA S.A.	Sim	06/04/09	Sim	20%	Não	tipo 1	Sim (art. 50, §8º)
SPRINGS GLOBAL PARTICIPACOES S.A.	Sim	30/04/09	Sim	20%	Não	tipo 1	Não
TARPON INVESTIMENTOS S.A.	Sim	19/03/10	Não	-	N/A	-	-
TECNISA S.A.	Sim	03/12/09	Sim	20%	Sim	Tipo 1 e 2	N/A
TEGMA GESTAO LOGISTICA S.A.	Sim	30/04/09	Não	-	N/A	-	-
TEMPO PARTICIPACOES S.A.	Não	30/04/09	Sim	20%	Não	tipo 1	Não
TIVIT TERC. DE PROC., SERV. E TEC. S.A.	Sim	04/09/09	Não	-	N/A	-	-
TOTVS S.A.	Não	30/06/09	Sim	20%	Sim	tipo 1 e 2	N/A
TRACTEBEL ENERGIA S.A.	Sim	06/05/09	Não	-	N/A	-	-
TRISUL S.A.	Sim	27/05/09	Sim	15%	Sim	tipo 1 e 2	N/A

Companhias listadas no Novo Mercado da BM&FBOVESPA em 06/07/2010	Existência de Acionista Controlador titular de mais de 50% do capital votante		Claúsula de Proteção da Dispersão Acionária na forma de OPA (*)	Gatilho	Existência de "cláusula pétrea"	Penalidades	Previsão expressa que os acionistas podem afastar a pílula
	Razão Social	Sim / Não	Posição acionária em:	Sim / Não	%	Sim / Não	Tipo 1 e/ou 2
IPI - TRIUNFO PARTICIP. E INVEST. S.A.	Sim	20/04/09	Sim	20%	Sim	tipo 1 e 2	N/A
WEG S.A.	Sim	06/04/09	Não	-	N/A	-	-

(*) *Oferta pública de aquisição de ações.*

FONTE: Informações Anuais - IAN, Prospectos de Distribuição Pública e Estatutos Sociais.

N/A - Não aplicável.

¹ Após a conclusão da Oferta Pública Inicial de ações (IPO), sem considerar o exercício da Opção de Ações Suplementares.

² Após a conclusão da Oferta Pública Inicial de ações (IPO), sem considerar o exercício da Opção de Lote Suplementar e a aquisição de Ações no Âmbito da Oferta Prioritária.

³ Após a conclusão da Oferta Pública Inicial de ações (IPO), considerando-se o exercício total da Opção do Lote Suplementar.

* A AbNote agora é Valid Soluções e Serviços de Segurança em Meios de Pagamento e Identificação S.A.

** A Açúcar Guarani S.A. teve seu registro de companhia aberta cancelada em 13.08.2010.

*** A Restoque agora é Le Lis Blanc Deux Comércio e Confecções de Roupas S.A.

Tabela 2

Companhias listadas no Novo Mercado da BM&FBOVESPA após 06/07/2010	Existência de Acionista Controlador titular de mais de 50% do capital votante ¹		Cláusula de Proteção da Dispersão Acionária na forma de OPA (*)	Existência de "cláusula pétrea"	Gatilho	Penalidades	Previsão expressa que os acionistas podem afastar a pílula
	Sim / Não	Posição acionária em:					
ANHANGUERA EDUCACIONAL PARTICIPACOES S.A	Não	7/12/2010	Sim	Não	15%	tipo 1	Não
BRASIL INSURANCE PARTICIPAÇÕES E ADMINISTRAÇÃO S.A	N/D	-	Sim	Não	20%	tipo 1	Não
HRT PARTICIPAÇÕES EM PETRÓLEO S.A.	Não	28/12/2010	Sim	Não	20%	tipo 1	Sim (art. 47, §4º)
PORTX OPERAÇÕES PORTUÁRIAS S.A.	Não	19/11/2010	Não	N/A	-	-	-
RAIA S.A.	N/D	-	Sim	Não	20%	tipo 1	Sim (art. 31, §4º)
REDEDOR ENERGIA S.A	Sim	22/12/2010	Não	N/A	-	-	
TEREOS INTERNACIONAL S.A.	Sim	4/10/2010	Não	N/A	-	-	-

(*) *Oferta pública de aquisição de ações.*

FONTE: Site da BM&F-Bovespa, Site da CVM e Estatutos Sociais

N/D: não disponível

¹ Informação disponível no site da BM&F-Bovespa, em que consta que acionistas detentores de mais de 5% das ações ordinárias, ainda que reunidos, não possuem mais de 50% do capital votante.

CONCLUSÃO

Ao longo deste trabalho, buscou-se trazer e examinar os principais elementos envolvidos na tomada de controle de companhia aberta, tais como seus instrumentos (em especial a oferta pública de aquisição de ações), seus diferentes modos de regulação e, sobretudo, a existência de técnicas de defesa normalmente utilizadas para obstar a tomada de controle indesejada.

Após esse longo percurso, chegou-se ao tema central da dissertação, que consiste justamente na análise da técnica defensiva mais largamente utilizada pelas companhias brasileiras, referida no mercado como cláusula de proteção à dispersão acionária, e pela doutrina já apelidada de *poison pill*.

A intenção precípua do trabalho, além de trazer elementos importantes para os debates acerca do tomada de controle, foi confrontar a validade do mecanismo de defesa aqui adotado com a legislação e regulação em vigor.

As denominadas *poison pills* brasileiras, e as disposições acessórias normalmente a elas justapostas, têm sido alvo de acesos debates, não só acadêmicos, como também no âmbito dos profissionais atuantes no mercado e até mesmo no campo regulatório, como se pode ver nas

discussões que precederam a publicação do Parecer de Orientação da CVM nº 36, de 23 de junho de 2009.

A doutrina nacional apenas recentemente começou a se preocupar de forma mais acentuada com o tema, sendo a produção nacional ainda pequena, embora de grande importância. Daí a necessidade de se socorrer da experiência estrangeira no que toca ao assunto.

O motivo da falta de doutrina nacional especializada deve-se à própria estrutura do mercado de capitais brasileiro, que apenas na última década começou a caminhar na direção da dispersão acionária. Até o momento, o perfil das companhias abertas brasileiras ainda é o concentrado, caracterizado pela presença de acionista controlador definido, detentor de mais da metade do capital social. Mas avanços em direção a um mercado acionário mais disperso já podem ser sentidos.

Assim, trouxemos os dois principais modelos regulatórios no que se refere à tomada de controle, nem tanto para enquadrar o perfil brasileiro em um deles – missão que seria bastante difícil, como se pontuou – mas sim na intenção de mostrar as possíveis alternativas no trato do assunto, a que, acredita-se, os legisladores e reguladores devem ficar atentos.

O influxo tanto do modelo norte-americano, quanto do modelo europeu é forte na legislação brasileira. Citem-se, a título de exemplo, os deveres “fiduciários”³³⁹ impostos aos administradores, a exemplo do que ocorre nos Estados Unidos da América. Há ainda a oferta pública obrigatória, prevista pela legislação brasileira, assim como na europeia. A oferta obrigatória é, aliás, um dos principais pontos de divergência entre o modelo norte-americano e o europeu.

Mas há pequena diferença entre a oferta obrigatória determinada pela Diretiva Europeia sobre *Takeovers* e a prevista na lei brasileira – e é aqui que se encontra o ponto fértil para o surgimento da *poison pill* brasileira: enquanto na Europa a oferta deve ser lançada sempre

³³⁹ Em verdade, não são fiduciários, mas sim legais, pois decorrem da lei.

que ocorra a *aquisição* de percentual pré-definido de ações no mercado, no Brasil, a oferta é válida apenas para os casos de *alienação* onerosa do controle da companhia aberta.

Com isso, nos casos de aquisição originária de controle, não se impõe a realização de oferta pública prevista no artigo 254-A da lei. O dispositivo, como já se pontuou, é insuficiente como medida defensiva. É justamente nessa lacuna que se visualizou a necessidade da adoção de mecanismos de defesas pelas companhias brasileiras (cf. Capítulo 3, item 3.3., *supra*).

Assim é que vem à tona a *poison pill* à brasileira, a qual prevê a necessidade de lançar oferta pública também naqueles casos de aquisição de ações acima de determinado percentual.

Após confrontar os argumentos tanto favoráveis, quanto contrários à pílula brasileira, concluiu-se pela sua licitude, entendendo seu fundamento na autonomia privada, a exemplo de A. M. CORDEIRO (cf. Capítulo 3, item 3.3.1., *supra*). A oferta pública assim prevista não é obrigatória, à luz da lei. Sua obrigatoriedade decorre dos dispositivos estatutários que a regulamenta, frutos da autonomia privada dos acionistas, consignada no estatuto social.

Frisou-se que essa licitude, contudo, não se estende a outras disposições comumente traçadas junto às *poison pill*, como é o caso das cláusulas pétreas e da previsão de *quorum* de deliberação qualificado para a remoção ou alteração da pílula.

Com isso, defende-se a licitude da pílula, desde que seja possível a sua remoção ou afastamento episódico, para permitir à companhia a realização de negócios do seu interesse.

Diante dessas conclusões, e dos dados levantados junto às companhias listadas no Novo Mercado, trazidos para ilustrar a análise realizada, espera-se contribuir e incentivar o estudo das medidas defensivas contra a tomada de controle da companhia aberta, não só da *poison pill* à

brasileira, como também de outras técnicas que porventura possam ser aqui validamente utilizadas.

BIBLIOGRAFIA

- ALERIGI JR., Alberto, *Telefónica pede à CVM informações de apuração da compra da GVT*, in *O Estado de S. Paulo*, 21.12.2009, disponível [on-line] in <http://www.estadao.com.br/noticias/tecnologia,telefonica-pede-a-cvm-informacoes-de-apuracao-da-compra-da-gvt,485457,0.htm> [03.01.2011]
- ARMOUR, John, SKEEL JR., David A., *Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? – The Peculiar Divergence of U.S. and U.K. Takeover Regulation*, in *The Georgetown Law Journal* 95 (2006/2007), pp. 1727-1794.
- ASCARELLI, Tullio, *Problemi Giuridici*, t. I, Milão, Giuffrè, 1959
- ASCARELLI, Tullio, *Saggi di Diritto Commerciale*, Milão, Giuffrè, 1955,
- AZEVEDO, Antonio Junqueira, *Negócio Jurídico – Existência, Validade e Eficácia*, 4^a ed., São Paulo, Saraiva, 2002
- AZEVEDO, Antonio Junqueira, *Negócio Jurídico e Declaração Negocial: Noções Gerais e Formação da Declaração Negocial*, tese de titularidade apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 1986
- BAINBRIDGE, Stephen M., *Unocal at 20: Director Primacy in Corporate Takeovers*, in *Delaware Journal of Corporation Law* 31 (2005), pp. 3-90
- BARCLAY, Christopher, *Defensive Strategies to Hostile Takeover Attempts: The Impact of Norlin Corp. v. Rooney Pace, Inc.*, in *Northern Kentucky Law Review* 13 (1986-1987), pp. 69-95

- BEBCHUK, Lucian A., *The Case for Facilitating Competing Tender Offers: A Reply and Extension*, in *Foundations of Corporate Law*, org. R. ROMANO, Nova Iorque, Foundation Press, 1993, pp. 265-267.
- , *Letting Shareholders Set the Rules*, in *Harvard Law Review* 119 (2006), pp. 1784-1813
- , *A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control*, in *Harvard Law School – John M. Olin Center for Law, Economics, and Business Discussion Paper* n. 260, 1999, disponível [on-line] in http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/260.pdf [03.01.2011].
- , *Why firms adopt antitakeover arrangements*, in *University of Pennsylvania Law Review* 142 (2003), pp. 71-753
- , COHEN, Alma, *The costs of entrenched boards*, in *Journal of Financial Economics* 78 (2005), pp. 409-433
- , FERRELL, Allen, *A new approach to takeover law and regulatory competition*, in *Virginia Law Review* 87 (2001), pp. 111-164
- , COATES IV, John C., SUBRAMANIAN, Guhan, *The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence & Policy*, in *Stanford Law Review* 54 (2002), pp.887-951.
- BERLE Jr., Adolf A., MEANS, Gardiner C., *The Modern Corporation and Private Property*, Nova Iorque, Macmillan, 1940
- BIANCONI, Cesar, *Acionistas da GVT aprovam retirada de 'poison pill' do estatuto*, in *O Estado de S. Paulo*, 03.11.2009, disponível [on-line] in <http://www.estadao.com.br/noticias/tecnologia,acionistas-da-gvt-aprovam-retirada-de-poison-pill-do-estatuto,460429,0.htm%20%22poison%20pill> [03.01.2011]
- BOITEUX, Fernando Netto, *Oferta pública de aquisição de controle de companhia aberta*, in *Revista Forense* 301 (1988), pp. 53-72

- BRICKLEY, James A., JARRELL, Gregg A., NETTER, Jeffrey M., *The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980*, in *Journal of Economic Perspectives* 2, n. 1 (1988), pp. 49-68
- BULHÕES PEDREIRA, José Luiz, LAMY FILHO, Alfredo, *A Lei das S.A.*, v. II, 2ª ed., Rio de Janeiro, Renovar, 1996
- CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio, *Conselho de Administração e Diretoria – Deveres e Responsabilidade*, in *Direito das Companhias*, v. I, coord A. LAMY FILHO e J. L. BULHÕES PEDREIRA, Rio de Janeiro, Forense, 2009
- CANTIDIANO, Luiz Leonardo, *Alienação e Aquisição de Controle*, in *Revista de Direito Mercantil* 59 (1985), pp. 56-67
- _____, *Análise do caso Sadia x Perdigão: uma tentativa de “take over”*, in *Sociedade Anônima – 30 anos da Lei 6.404/76*, coord. R. R. M. CASTRO e L. S. ARAGÃO, São Paulo, Quartier Latin, 2007, pp. 221-245
- _____, *A Aquisição do Controle Acionário da Cia. Mineira de Eletricidade – Um Caso Polêmico*, in *Direito Societário e Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, Renovar, 1996, pp. 63-73.
- CARVALHOSA, Modesto, *The Brazilian Experience with Respect to Tender Offers*, in *Journal of Comparative Corporate Law and Securities Regulation* 3 (1981), pp. 103-113
- _____, *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, v. 4º, t. II, 2ª ed., São Paulo, Saraiva, 2003
- _____, *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, v. 4º, t. II, 3ª ed., São Paulo, Saraiva, 2009
- _____, *Oferta Pública de Aquisição de Ações*, Rio de Janeiro, IBEMEC, 1979
- _____, *As poison pills estatutárias na prática brasileira – alguns aspectos de sua legalidade*, in *Direito Societário – Desafios Atuais*,

- coord. R. R. M. CASTRO e L. S. ARAGÃO, São Paulo, Quartier Latin, 2009, pp. 19-29
- CINTRA, Maria Lúcia Borges de Araújo, *Oferta pública de compra de ações*, in *Revista de Direito Mercantil* 130 (1974), pp. 141-146
- CLARK, Robert Charles, *Corporate Law*, Boston/Toronto, Little, Brown and Company, 1986
- CLARKE, Blanaid, *Articles 9 and 11 of the Takeover Directive (2004/25) and the market for corporate control*, in *Journal of Business Law*, junho de 2006, pp. 355-374
- , *The Takeover Directive: Is a Little Regulation Better Than No Regulation?*, in *European Law Journal* 15, n. 2 (2009), pp. 174-197
- , *Takeover Regulation: Through the Regulatory Looking Glass - CLPE Research Paper 18/2007*, in *Comparative Research in Law & Political Economy*, v. 3, n. 5 (2007), disponível [on-line] in <http://ssrn.com/abstractid=1002675> [03.01.2011]
- COATES IV, John C., *Explaining Variations in Takeover Defenses: Blame the Lawyers*, in *California Law Review* 89 (2001), pp. 1301-1421
- , BEBCHUK, Lucian A., SUBRAMANIAN, Guhan, *The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence & Policy*, in *Stanford Law Review* 54 (2002), pp.887-951.
- COHEN, Alma, BEBCHUK, Lucian A., *The costs of entrenched boards*, in *Journal of Financial Economics* 78 (2005), pp. 409-433
- COFFEE JR., John, *The rise of dispersed ownership: the role of law in the separation of ownership and control*, in *Columbia Law and Economics Working Paper* n. 182 (2001), disponível [on-line] in http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=254097 [03.01.2011]
- COMPARATO, Fábio Konder, *Aspectos jurídicos da macro-empresa*, São Paulo, Revista dos Tribunais, 1970
- , *Novas formas jurídicas de concentração empresarial*, in *Revista de Direito Mercantil* 5 (1972), pp. 133-142

- _____, *O poder de Controle na Sociedade Anônima*, 3ª ed., Rio de Janeiro, Forense, 1983
- _____, SALOMÃO FILHO, Calixto, *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, 4ª ed., Rio de Janeiro, Forense, 2005
- COOKE, Vinyard V., *Does the European Community have a fatal attraction for hostile takeovers? A comparison of the European Commission's Proposed Directive on Takeover Bids and the United States Experience*, in *Washington and Lee Law Review* 47 (1990), pp. 663-695
- CORDEIRO, António Menezes, *Ofertas públicas de aquisição*, in *Revista da Ordem dos Advogados* 56 (1996), pp. 499-533
- _____, *A OPA estatutária como defesa contra tomadas hostis*, in *Revista da Ordem dos Advogados* 58, t. I (1998), pp. 133-145.
- _____, *A 13ª Directriz do Direito das Sociedades (ofertas públicas de aquisição)*, in *Revista da Ordem dos Advogados*, v. 64, t. I/II (2004), pp. 97-111.
- _____, *Da tomada de sociedades (takeover): efectivação, valoração e técnicas de defesa*, in *Revista da Ordem dos Advogados* 54 (1994), pp. 761-777
- CORREA, Cristiane, LETHBRIDGE, Tiago, *Por que o negócio do ano não saiu*, in *Revista Exame*, 28.07.2006, disponível [on-line] in <http://exame.abril.com.br/revista-exame/edicoes/0873/negocios/noticias/por-que-o-negocio-do-ano-nao-saiu-m0084382> [03.01.2011]
- EASTERBROOK, Frank H., FISCHER, Daniel R., *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Harvard University Press, 1996
- _____, _____, *Management's Fiduciary Duty and Takeover Defenses – The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, in *Foundations of Corporate Law*, org. R. ROMANO, Nova Iorque, Foundation Press, 1993, pp. 258-262

- _____, _____, *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, in *Harvard Law Review* 94, n. 6 (1981), pp. 1161-1204
- EIZIRIK, Nelson, *O mito do "controle gerencial" – alguns dados empíricos*, in *RDM* 66 (1987), pp. 103-106
- _____, *Propriedade e controle na companhia aberta – uma análise teórica*, in *Revista de Direito Mercantil* 54 (1984), pp. 90-104.
- _____, *Visão Brasileira Sobre Takeover Panel*, palestra proferida no 2º Seminário da AMEC em 09.12.09 (apresentação disponível [online] in <http://www.amecbrasil.org.br/mercadodecapitais/informativos/noticias/seminario-internacional-takeover-panel-2.html>)
- FAMA, Eugene F., *Agency Problems and the Theory of the Firm*, in *The Journal of Political Economy* 88, n. 2 (1980), pp. 288-307
- FERRELL, Allen, BEBCHUK, Lucian A., *A new approach to takeover law and regulatory competition*, in *Virginia Law Review* 87 (2001), pp. 111-164
- FISCHEL, Daniel R., EASTERBROOK, Frank H., *Management's Fiduciary Duty and Takeover Defenses – The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, in *Foundations of Corporate Law*, org. R. ROMANO, Nova Iorque, Foundation Press, 1993, pp. 258-262
- _____, _____, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Harvard University Press, 1996
- _____, _____, *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, in *Harvard Law Review* 94, n. 6 (1981), pp. 1161-1204
- FOGAÇA, Guilherme, *Um veneno para os negócios?*, in *Revista Exame*, 01.10.2009, disponível [online] in <http://app.exame.abril.com.br/revista-exame/edicoes/0953/financas/noticias/veneno-negocios-501968?page=1> [03.01.2011]

- FRANCO, Vera Helena de Mello, *Considerações sobre as ofertas públicas para aquisição de ações (OPAs) – estado atual da questão*, in *Revista de Direito Mercantil* 144 (2006), pp. 16-57
- FREIRE, José Luis de Salles, FREIRE, Ana Carolina de Salles, *Livres das poison pills*, in *Revista Capital Aberto* 64, ano 6 (2008), disponível [on-line] in http://www.capitalaberto.com.br/ler_artigo.php?pag=2&i=2298&sec=56 [03.01.2011]
- GAMEZ, Milton, *Ora, Pílulas!*, in *Revista Dinheiro* 614, 15.07.2009, disponível [on-line] in http://www.istoedinheiro.com.br/noticias/1710_ORA+PILULAS [03.01.2011]
- GILSON, Ronald J., *Lipton and Rowe's Apologia for Delaware: A Short Reply*, in *Delaware Journal of Corporate Law* 27 (2002), pp. 37-52
- , *Seeking Competitive Bids Versus Pure Passivity in Tender Offer Defense*, in *Foundations of Corporate Law*, org. R. ROMANO, Nova Iorque, Foundation Press, 1993, pp. 262-265
- , *Unocal Fifteen Years Later (and what we can do about it)*, in *Delaware Journal of Corporate Law* 26 (2001), pp. 491-513
- GORGA, Érica, *As poison pills americanas e as supostas poison pills brasileiras*, 24.08.2008, disponível [on-line] in http://www.migalhas.com.br/mostra_noticia.aspx?cod=67358 [03.01.2011]
- , *Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries*, in *Northwestern Journal of International Law & Business* 29 (2009), pp. 439-554.
- GUERREIRO, José Alexandre Tavares, *Alienação de Controle de Companhia Aberta: O Papel das Instituições Financeiras*, in *Revista de Direito Mercantil* 30 (1978), pp. 115-119
- , *Direito das Minorias na Sociedade Anônima*, in *Revista de Direito Mercantil* 63 (1986), pp. 106-111

- _____, *Regime Jurídico do Capital Autorizado*, São Paulo, Saraiva, 1984
- _____, *Sociedade anônima: poder e dominação*, in *Revista de Direito Mercantil* 53 (1984), pp. 72-80
- _____, *Sociologia do Poder na Sociedade Anônima*, in *Revista de Direito Mercantil* 77 (1990), pp. 50-56
- _____, TEIXEIRA, Egberto Lacerda, *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*, v. II, São Paulo, Bushatsky, 1979
- HUDSON, Robert A., *The Use of Shark Repellent Charter Provisions to Forestall Hostile Takeover Bids*, in *Michigan Bar Journal* 62 (1983), pp. 522-556.
- JAEGER, Pier Giusto, *L'interesse sociale*, Milano, Giuffrè, 1963
- _____, *L'interesse sociale rivisitato (quarent'anni dopo)*, in *Giurisprudenza Commerciale*, n. XXVII, parte I, fasc. 1 (2000), Milão, pp. 795-812
- JARRELL, Gregg A., BRICKLEY, James A., NETTER, Jeffry M., *The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980*, in *Journal of Economic Perspectives* 2, n. 1 (1988), pp. 49-68
- KARPOFF, Jonathan M., MALATESTA, Paul H., *The Wealth Effects of Second-Generation State Takeover Legislation*, in *Foundations of Corporate Law*, org. R. ROMANO, Nova Iorque, Foundation Press, 1993, pp. 272-278
- JENSEN, M. C., *Takeovers: Their Causes and Consequences*, in *Journal of Economic Perspectives* 2, n. 1 (1988), pp. 21-48, disponível [online] in <http://ssrn.com/abstract=173455> [03.01.2011]
- _____, MECKLING, W. H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics* 3, n. 4 (1976), pp. 305-360, disponível [online] in <http://ssrn.com/abstract=94043> [03.01.2011]

- JOSUÁ, Adriana, *Governança corporativa e teoria da agência*, Dissertação de Mestrado defendida na Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005
- KIRCHNER, Christian, PAINTER, Richard W., *Takeover Defenses Under Delaware Law, the Proposed Thirteenth EU Directive and the New German Takeover Law: Comparison and Recommendations for Reform*, in *The American Journal of Comparative Law* L, n. 3 (2002), pp. 451-476
- LAMY FILHO, Alfredo, BULHÕES PEDREIRA, José Luiz, *A Lei das S.A.*, v. II, 2ª ed., Rio de Janeiro, Renovar, 1996
- LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Conflito de interesses e vedação de voto nas assembleias das sociedades anônimas*, in *Revista de Direito Mercantil* 92 (1993), pp. 107-110.
- LETHBRIDGE, Tiago, CORREA, Cristiane, *Por que o negócio do ano não saiu*, in *Revista Exame*, 28.07.2006, disponível [on-line] in <http://exame.abril.com.br/revista-exame/edicoes/0873/negocios/noticias/por-que-o-negocio-do-ano-nao-saiu-m0084382> [03.01.2011]
- LIPTON, Martin, *Takeover Bids in the Target's Boardroom*. in *Business Lawyer* 35 (1979), pp. 101-134
- , ROWE, Paul K., *Pills, Polls and Professors: A Reply to Professor Gilson*, in *Delaware Journal of Corporate Law* 27 (2002), pp. 1-55
- LOPES, Ana Frazão de Azevedo, *As ofertas públicas voluntárias para a aquisição do controle*, in *Revista de Direito Empresarial* 6 (2006), pp. 163-186
- MALATESTA, Paul H., KARPOFF, Jonathan M., *The Wealth Effects of Second-Generation State Takeover Legislation*, in *Foundations of Corporate Law*, org. R. ROMANO, Nova Iorque, Foundation Press, 1993, pp. 272-278

- MANNE, Henry G., *Mergers and the Market for Corporate Control*, in *Foundations of Corporate Law*, org. R. ROMANO, Nova Iorque, Foundation Press, 1993, pp. 223-225.
- MARCHI, Eduardo C. Silveira, *Guia de Metodologia Jurídica (Teses, Monografias e Artigos)*, Itália, Edizioni del Grifo, 2002.
- MARTINS, Fran, *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, v. III, 2ª ed., Rio de Janeiro, Forense, 1985
- MAXIMILIANO, Carlos, *Hermenêutica e Aplicação do Direito*, 19ª ed., Rio de Janeiro, Forense, 2010
- MEANS, Gardiner C., BERLE Jr., Adolf A., *The Modern Corporation and Private Property*, Nova Iorque, Macmillan, 1940
- MELLO, Celso Antonio Bandeira de, *Curso de Direito Administrativo*, 25ª ed., São Paulo, Malheiros
- MECKLING, W. H., JENSEN, M. C., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics* 3, n. 4 (1976), pp. 305-360, disponível [online] in <http://ssrn.com/abstract=94043> [03.01.2011]
- MENDONÇA, Jorge Ribeiro, *A Tomada de Sociedade através de Oferta Pública de Aquisição*, in *Revista da Faculdade de Direito de Lisboa* XLV, n. 1 e 2 (2004), pp. 47-81
- MICHELETTO, Robert C., *The Poison Pill: A Panacea for the Hostile Corporate Takeover*, in *The John Marshall Law Review* 21 (1987-1988), pp. 107-134
- MIRANDA, Francisco Cavalcanti Pontes de, *Tratado de Direito Privado*, t. V, Rio de Janeiro, Borsoi, 1955
- MORAES, Luiza Rangel de, *A pulverização do controle de companhias abertas*, in *Revista de Direito Bancário* 32 (2006), pp. 49-84.
- MUNHOZ, Eduardo Secchi, *Desafios do direito societário brasileiro na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas diluído e concentrado*, in *Direito Societário – Desafios Atuais*, coord. R. R.

- M. CASTRO e L. S. ARAGÃO, São Paulo, Quartier Latin, 2009, pp. 119-155
- NACHBAR, Kenneth J., *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc. - The Requirement of a Level Playing Field in Contested Mergers, and its Effect on Lock-Ups and Other Bidding Deterrents*, in *Delaware Journal of Corporate Law* 12 (1987), pp. 473-495
- NASCIMENTO, João Pedro B. do, *Anotações sobre Medidas Defensivas à Tomada de Controle*, Dissertação de Mestrado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010
- , VAZ, Ernesto Luís Silva, *Poderes da administração na oferta hostil de aquisição de controle no direito comparado (medidas defensivas e poison pills)*, in *Direito Societário Contemporâneo*, v. I, coord. E. V. A. N. FRANÇA, São Paulo, Quartier Latin, 2009, pp. 387-421
- NETTER, Jeffry M., JARRELL, Gregg A., BRICKLEY, James A., *The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980*, in *Journal of Economic Perspectives* 2, n. 1 (1988), pp. 49-68
- OIOLI, Erik Frederico, *Oferta Pública de Aquisição do Controle de Companhias Abertas*, Dissertação de Mestrado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2008
- PAINTER, Richard W., KIRCHNER, Christian, *Takeover Defenses Under Delaware Law, the Proposed Thirteenth EU Directive and the New German Takeover Law: Comparison and Recommendations for Reform*, in *The American Journal of Comparative Law* L, n. 3 (2002), pp. 451-476
- PEDREIRA, José Luiz Bulhões, LAMY FILHO, Alfredo, *A Lei das S.A.*, v. II, 2ª ed., Rio de Janeiro, Renovar, 1996
- PELA, Juliana Krueger, *As Golden Shares no Direito Brasileiro*, Tese de Doutorado defendida na Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2007

- PEREIRA, Guilherme Döring Cunha, *Alienação do Poder de Controle*, São Paulo, Saraiva, 1995
- PINTO, Arthur R., *The Internationalization of the Hostile Takeover Market: Its Implications for Choice of Law in Corporate and Securities Law*, in *Brooklin Journal of. Internacional Law* 16 (1990), pp. 55-88.
- PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti, *Tratado de Direito Privado*, t. V, Rio de Janeiro, Borsoi, 1955
- PRADO, Roberta Nioac, *Oferta Pública de Ações Obrigatórias nas S.A.: Tag Along*, São Paulo, Quartier Latin, 2005
- PULLINGER, Anthony, *The UK Takeover Panel: a possible model for Brazil?*, Palestra proferida no 2º Seminário da AMEC em 09.12.09 (apresentação disponível [on-line] in <http://www.amecbrasil.org.br/mercadodecapitais/informativos/noticias/seminario-internacional-takeover-panel-2.html> [03.01.2011])
- RATHENAU, Walther, *La realtà della società per azioni – riflessione suggerite dall'esperienza degli affari*, in *Rivista della Società*, n. V, fasc. 4-5 (1960), Milão, pp. 912-947
- RIBAS, Gustavo Santamaria Carvalhal, *Das aquisições hostis na prática norte-americana e a perspectiva brasileira*, in *Revista de Direito Mercantil* 141 (2006), pp. 122-129
- RICHTER JÚNIOR, Mário Stella, SALOMÃO FILHO, Calixto, *Interesse Social e Poderes dos Administradores na Alienação de Controle*, in *Revista de Direito Mercantil* 89 (1993), pp. 65-78.
- ROCHA, Keyler Carvalho, SEGATTO-MENDES, Andréa Paula, e *Contribuições da teoria de agência ao estudo dos processos de cooperação tecnológica universidade-empresa*, in *Revista de Administração* 40 (2005), pp. 172-183

- ROMANO, Roberta, *A Guide to Takeovers: Theory, Evidence, and Regulation*, in *The Yale Journal on Regulation* 9 (1992), pp. 119-180
- , *The Future of Hostile Takeovers: Legislation and Public Opinion*, in *Foundations of Corporate Law*, org. R. ROMANO, Nova Iorque, Foundation Press, 1993, pp. 278-292
- ROWE, Paul K., LIPTON, Martin, *Pills, Polls and Professors: A Reply to Professor Gilson*, in *Delaware Journal of Corporate Law* 27 (2002), pp. 1-55
- SALOMÃO FILHO, Calixto, *O Novo Direito Societário*, 2ª ed., São Paulo, Malheiros, 2002
- , *O Novo Direito Societário*, 3ª ed., São Paulo, Malheiros, 2006
- , COMPARATO, Fábio Konder, *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, 4ª ed., Rio de Janeiro, Forense, 2005
- , RICHTER JÚNIOR, Mário Stella, *Interesse Social e Poderes dos Administradores na Alienação de Controle*, in *Revista de Direito Mercantil* 89 (1993), pp. 65-78
- SALOMÃO, Eduardo, *Brazilian poison pills: rare but legitimate*, in *International Financial Law Review* 36 (1990), pp. 36-38
- SEGATTO-MENDES, Andréa Paula, e ROCHA, Keyler Carvalho, *Contribuições da teoria de agência ao estudo dos processos de cooperação tecnológica universidade-empresa*, in *Revista de Administração* 40 (2005), pp. 172-183
- SHIGUEMATSU, Plínio José Lopes, *Mecanismos de proteção e estratégias de defesa em tomadas hostis de controle*, in *Direito Societário – Desafios Atuais*, coord. R. R. M. CASTRO e L. S. ARAGÃO, São Paulo, Quartier Latin, 2009, pp. 389-440.
- SKEEL JR., David A., ARMOUR, John, *Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? – The Peculiar Divergence of U.S. and U.K.*

- Takeover Regulation*, in *The Georgetown Law Journal* 95 (2006/2007), pp. 1727-1794.
- SILVA, Alexandre Couto, *Responsabilidade dos Administradores de S/A – Business Judgment Rule*, Rio de Janeiro, Elsevier, 2007
- SOUZA, Paloma dos Reis Coimbra de, *Ato Coletivo, Ato Colegial, Ato Complexo, Instituição*, in *Direito Societário Contemporâneo*, v. I, coord. E. V. A. N. FRANÇA, São Paulo, Quartier Latin, 2009, pp. 27-40
- SUBRAMANIAN, Guhan, *Bargaining in the Shadow of Takeover Defenses*, in *Yale Law Journal* 113 (2003), pp. 621-686
- , BEBCHUK, Lucian A., COATES IV, John C., *The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence & Policy*, in *Stanford Law Review* 54 (2002), pp.887-951.
- SZTAJN, Raquel, *Conceito de liquidez na disciplina do Mercado de Valores Mobiliários*, in *Revista de Direito Mercantil* 126 (2002), pp. 7-29.
- TAVARES, Eduardo, *Um antídoto para as pílulas de veneno*, in *Revista Exame*, 10.11.2009, disponível [on-line] in <http://exame.abril.com.br/seu-dinheiro/noticias/antidoto-pilulas-veneno-511074> [03.01.2011].
- TEIXEIRA, Egberto Lacerda, GUERREIRO, José Alexandre Tavares, *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*, v. II, São Paulo, Bushatsky, 1979
- TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de, *Poison pill: modismo ou solução*, in *Direito Societário – Desafios Atuais*, coord. R. R. M. CASTRO e L. S. ARAGÃO, São Paulo, Quartier Latin, 2009, pp. 157-176
- TURNER, Kevin L., *Settling the Debate: A Response to Professor Bebchuk's Proposed Reform of Hostile Takeover Defenses*, in *Alabama Law Review* 57 (2005-2006), pp. 907-929

- VAZ, Ernesto Luís Silva, e NASCIMENTO, João Pedro B. do, *Poderes da administração na oferta hostil de aquisição de controle no direito comparado (medidas defensivas e poison pills)*, in *Direito Societário Contemporâneo*, v. I, coord. E. V. A. N. FRANÇA, São Paulo, Quartier Latin, 2009, pp. 387-421
- VELASCO, Julian, *Just do it: an antidote to the poison pill*, in *Emory Law Journal* 52 (2003), pp. 849-908
- _____, *The enduring illegitimacy of the poison pill*, in *The Journal of Corporation Law* 27 (2002), pp. 381-423
- VENTORUZZO, Marco, *The Thirteenth Directive and the Contrasts Between European and U.S. Takeover Regulation: Different (Regulatory) Means, Not So Different (Political and Economic) Ends?*, in *Bocconi Legal Studies Research Paper* n. 06-07 (2005), disponível [on-line] in <http://ssrn.com/abstract=819764> [03.01.2011]
- ZANINI, Carlos Klein, *A poison pill brasileira: desvirtuamento, antijuridicidade e ineficiência*, in *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneo*, coord. M. V. ADAMEK, São Paulo, Malheiros, 2011, pp. 256-277

- Textos sem autoria

Black's Law Dictionary (17^a ed., St. Paul, West Group, 1999, verbete *buyout*)

Caso GVT expôs diversas brechas nas normas atuais, in *Valor Econômico*, 24.03.2010, disponível [on-line] in <http://www.valoronline.com.br/impresso/investimentos/119/113498/caso-gvt-expos-diversas-brechas-nas-normas-atuais> [03.01.2011]

Implementing the Takeover Directive in the EU, 2006, Relatório divulgado por Freshfields Bruckhaus Deringer, disponível [*on-line*] in <http://www.freshfields.com/publications/pdfs/2006/TakeoverDirective.pdf> [03.01.2011]

Relatório divulgado pela BM&F-Bovespa, disponível [*on-line*] in <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/Clausulas-de-Protecao-Cias-Novo-Mercado.xls> [03.01.2011]

RESUMO

O presente trabalho cuida das técnicas comumente referidas como cláusula de proteção à dispersão acionária, empregadas pelas companhias brasileiras. Tais técnicas foram apelidadas pela comunidade jurídica nacional de *poison pills* (pílulas de veneno). A expressão já é utilizada na experiência norte-americana para se referir a um conjunto de medidas defensivas contra a tomada de controle hostil, com as quais a *poison pill* à brasileira guarda pouca semelhança.

O tema insere-se no contexto mais amplo da tomada de controle da companhia aberta (*takeover*) e as técnicas de defesa usualmente empregadas para impedi-la ou dificultá-la, quando indesejada. Tais técnicas são principalmente empregadas por companhias com capital disperso no mercado mobiliário e cujo poder de controle é exercido com a detenção de parcela reduzida do capital social.

A busca pela maior dispersão acionária, bem como a presença apenas de ações votantes, fez com que a pílula brasileira se tornasse especialmente comum nas companhias listadas no Novo Mercado da BM&F-Bovespa S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros. A análise proposta circunscreve-se a tais companhias e à defesa por elas adotada.

Dessa forma, parte-se da análise da disciplina jurídica das ofertas públicas voluntárias (artigo 257 da Lei das Sociedades por Ações), principal instrumento para a tomada de controle da companhia aberta, passa-se pelos dois principais sistemas de regulação da tomada de controle, com destaque para os modelos norte-americanos e inglês/europeu, para enfim chegar à apreciação da medida defensiva denominada *poison pill* – tanto como originalmente concebida, na prática forense norte-americana, quanto em sua versão brasileira.

É tema recente na literatura jurídica brasileira, ainda pouco explorado, mas bastante conhecido, estudado e vivenciado pela doutrina e experiência estrangeira, com apoio na qual o presente trabalho foi desenvolvido.

Palavras-chave: companhia aberta; tomada de controle; tomada de controle hostil; *takeover*; poder de controle; oferta pública de aquisição; medidas defensivas; *poison pill*; pílula de veneno; cláusula de proteção à dispersão acionária.

RIASSUNTO

Il presente lavoro si occupa delle tecniche comunemente citate come clausola di protezione alla dispersione azionaria, usate dalle società brasiliane. Dette tecniche sono state soprannominate dalla comunità giuridica nazionale di *poison pills* (pillole di veleno). L'espressione già è utilizzata nell'esperienza nordamericana per riferirsi a un insieme di misure difensive contro la scalata ostile, con la quale la *poison pill* alla brasiliana si somiglia molto poco.

Il tema si inserisce nel contesto più ampio della scalata della società cotata (*takeover*) e le tecniche di difesa usualmente impiegate per impedirla o tornarla più difficile, quando non desiderata. Tali tecniche sono principalmente usate da società con capitale disperso sul mercato mobiliare e il cui potere di controllo è praticato con il controllo di porzione ridotta del capitale sociale.

La ricerca per una maggiore dispersione azionaria, così come la presenza solamente di azioni votanti, ha fatto con che la pillola brasiliana si tornassi specialmente comune nelle società elencate nel Nuovo Mercato della 'BM&F-Bovespa S.A.' – Borsa Valori, Borsa Merce e Mercato a termine. L'analisi proposta è circoscritta a dette società e alla difesa da loro adottate.

In questo modo, si parte dall'analisi della disciplina giuridica delle offerte pubbliche volontarie (articolo 257 della Legge di Società per Azioni), principale strumento per la scalata del controllo di società cotata, passiamo per i due principali sistemi di regolazione della scalata, con distacco ai modelli nordamericani e inglese/europeo, per infine arrivare alla valutazione della misura difensiva denominata *poison pill* – tanto come originalmente concepita, nella pratica forense nordamericana, quanto nella sua versione brasiliana.

È tema recente nella letteratura giuridica brasiliana, ancora poco investigata, ma abbastanza conosciuta, studiata e vissuta dalla dottrina ed esperienza straniera, con base nella quale il presente lavoro è stato sviluppato.

PAROLE CHIAVE: società cotata; scalata della società cotata; scalata ostile; *takeover*; potere di controllo; offerta pubblica di acquisto; misure difensive; *poison pill*; pillola di veleno; clausola di protezione alla dispersione azionaria.