

**REVISTA SEMESTRAL DE
DIREITO EMPRESARIAL**

Nº 5

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da
Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Rio de Janeiro
Julho / Dezembro de 2009

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (Prof. Alexandre Ferreira de Assumpção Alves, Prof. Eduardo Henrique Raymundo Von Adamovich, Prof. João Batista Berthier Leite Soares, Prof. José Carlos Vaz e Dias, Prof. José Gabriel Assis de Almeida, Prof. Leonardo da Silva Sant'Anna, Prof. Marcelo Leonardo Tavares; Prof. Mauricio Moreira Mendonça de Menezes, Prof. Rodrigo Lychowski, Prof. Sérgio Murilo Santos Campinho e Prof. Valter Shuenquener de Araújo).

COORDENAÇÃO: Sérgio Murilo Santos Campinho e Mauricio Moreira Mendonça de Menezes.

CONSELHO EDITORIAL: Alexandre Ferreira de Assumpção Alves (UERJ), Arnaldo Wald (UERJ), Carmem Tibúrcio (UERJ), Fábio Ulhoa Coelho (PUC-SP), Jean E. Kalicki (Georgetown University Law School), John H. Rooney Jr. (University of Miami Law School), José Carlos Vaz e Dias (UERJ), José de Oliveira Ascensão (Universidade Clássica de Lisboa), José Gabriel Assis de Almeida (UERJ), Leonardo Greco (UERJ), Marie-Hélène Bon (Université des Sciences Sociales de Toulouse 1 e Centre de Droit des Affaires de l'Université des Sciences Sociales de Toulouse), Peter-Christian Müller-Graff (Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg), Sérgio Murilo Santos Campinho (UERJ), Theóphilo de Azeredo Santos (UNESA) e Werner Ebke (Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg).

CONSELHO EXECUTIVO: Carlos Martins Neto, Leonardo da Silva Sant'Anna, Mariana Pinto, Mauricio Moreira Mendonça de Menezes, Valter Shuenquener de Araújo e Viviane Perez

PATROCINADORES:

**CAMPINHO**
ADVOGADOS

**BOCATER, CAMARGO, COSTA E SILVA**
Advogados Associados

ISSN 1983-5264

CIP-Brasil. Catalogação-na-fonte
Sindicato Nacional dos Editores de Livros, RJ.

Revista semestral de direito empresarial. — n° 5 (julho/dezembro 2009)
— Rio de Janeiro: Renovar, 2007-.

v.

UERJ
Campinho Advogados
Bocater, Camargo, Costa e Silva Advogados Associados

Semestral

1. Direito — Periódicos brasileiros e estrangeiros.

94-1416.

CDU — 236(104)

Editorial

O lançamento do número 5 da RSDE ocorre em momento muito especial para o Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da Faculdade de Direito da UERJ, com a autorização para a criação de linha de pesquisa em Empresa, Trabalho e Propriedade Intelectual, no Programa de Pós-Graduação Stricto Sensu em Direito. Quando for implantada a nova linha será possível a inserção plena dos professores do Departamento nas pesquisas e orientações de alunos em nível de mestrado e de doutorado, criando oportunidades para profissionais e acadêmicos desenvolverem dissertações e teses nos eixos temáticos do Direito Empresarial, do Trabalho e Propriedade Intelectual, tendo a empresa como foco central.

Outra razão para nosso regozijo com o lançamento deste número é a comemoração dos 80 anos do Prof. Theophilo de Azeredo Santos, a quem ele é merecidamente dedicado. Não se pretende discorrer sobre a atividade do Prof. Theophilo na área empresarial, tampouco sobre suas valorosas atuações em organismos internacionais e nacionais de que participa. Nosso enfoque é destacar a inestimável dedicação do docente por mais de 30 anos à Faculdade de Direito da UERJ e ao Departamento de Direito Comercial, onde foi professor titular de Direito Comercial e chefe por vários mandatos. Desde o ingresso do Prof. Theophilo por concurso público de livre-docência realizado na década de 60, foram gerações de alunos formados, que certamente receberam do Prof. Theophilo as primeiras lições de Direito Comercial, ampliando-as com suas obras clássicas como o Manual de Direito Comercial e o de Títulos de Crédito. O coroamento desta profícua atividade se deu em 1980 com a aprovação em 1º lugar no concurso para professor titular de direito comercial, ocasião em que defendeu tese inédita sobre *Commercial Paper*. A mim, particularmente, lembro-me bem de suas preciosas lições, o rigor técnico

dos conceitos (hoje tão vilipendiado), os conselhos e apoio constante que me foram dados. Mesmo após sua aposentadoria, o Prof. Theophilo de Azeredo Santos continuou atuando na Pós-Graduação da UERJ, orientando trabalhos e pesquisas sobre Arbitragem Comercial e Internacional, na condição de professor visitante, e continua em plena atividade intelectual, proferindo palestras, coordenando eventos e publicando trabalhos científicos.

Em relação ao conteúdo da Revista, o presente número é direcionado, preponderantemente, ao Direito Falimentar e de Recuperação de Empresas. Reunimos trabalhos de expoentes na área para aprofundar a discussão de temas de alta relevância e repercussão prática, como o artigo sobre patrimônio separado, de autoria do jurista e Prof. Titular da PUC-SP, Fábio Ulhoa Coelho, e o parecer do Prof. Paulo Fernando Campos Salles de Toledo, da USP, sobre o arrendamento mercantil de aeronaves e a lei de recuperação judicial. Também há que se destacar a importante contribuição dos professores do Departamento de Direito Comercial da UERJ, Sérgio Murilo Santos Campinho e Mauricio Moreira Mendonça de Menezes. O primeiro em parecer sobre a possibilidade de aquisição das ações de sociedade anônima falida, com o compromisso de pagamento integral do passivo falimentar pelos adquirentes, e o segundo em artigo doutrinário atualíssimo e inédito acerca da diligência do controlador na recuperação judicial de companhia e sua importância para a busca de eficiência do processo.

Registramos nossos agradecimentos pela participação dos professores Sylvio Capanema de Souza e Guilherme Magalhães Martins neste número. O Prof. Sylvio Capanema, estimado jurista e desembargador aposentado do TJRJ, gentilmente enviou parecer sobre a aplicação ao contrato de locação não residencial dos princípios da função social dos contratos, da propriedade e da empresa em caso de denúncia vazia para a desocupação de imóvel. Na seção Negócios Empresariais, o Prof. Guilherme Martins, eminente promotor de justiça e ex-aluno da UERJ, onde atualmente é professor visitante no Programa de Pós-Graduação, brinda a RSDE com artigo sobre o princípio

da vulnerabilidade e a aplicação do Código de Defesa do Consumidor na proteção do consumidor-empresa.

Na seção dedicada à Propriedade Intelectual apresentamos trabalho sobre tema clássico, embora sempre atual e instigante — a proteção do nome de domínio no Brasil — elaborado pelo especialista na matéria Lélío Denicoli Schmidt, professor da FGV-Law, PUC-Rio e da ESA (OAB/SP). O segundo artigo, de caráter interdisciplinar, sobre as oportunidades de proteção à propriedade intelectual para invenções relacionadas a seres vivos aplicada à indústria de sementes, é ofertado por Markus Richard Ritter, engenheiro agrônomo formado na Universidade de Ciências Aplicadas (*Berner Fachhochschule*), Berna, Suíça, e Mestre em Agricultura e Marketing de Alimentos pela Universidade de Cranfield, Reino Unido.

Como em números anteriores, seguindo a proposta editorial da Revista, contamos com artigos de dois jovens advogados que despontam na área societária e do mercado de capitais: o primeiro, da autoria de Carlos Martins Neto, sobre dispersão acionária, tomada hostile do controle e *poison pills* e o segundo, por Caetano Penna Franco Altafin Rodrigues da Cunha, intitulado “Os fundamentos da cooperação internacional na regulação do sistema financeiro: modelos e diretrizes”. A eles também nosso forte agradecimento pela contribuição.

A Seção “Pareceres e Atualidades Jurisprudenciais” é composta, além dos pareceres acima mencionados, por duas decisões proferidas, respectivamente, pelo Superior Tribunal de Justiça e pelo Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. Na primeira, o STJ tratou de tema relevantíssimo relacionado à aplicação dos usos e costumes, como fonte mediata do Direito Comercial, no caso de pagamento de sobrestadias. Na segunda, o TJRJ apreciou pretensão indenizatória deduzida por investidor com atuação profissional em face da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro e da Bolsa de Valores de São Paulo, proveniente de fatos relacionados com a crise no mercado de valores mobiliários ocorrida em junho de 1989.

Que o presente número da RSDE, comemorativo dos 80 anos do Prof. Theophilo de Azeredo Santos, proporcione aos leitores atualização e novos conhecimentos. São nossos votos.

Prof. Dr. Alexandre Ferreira de Assumpção Alves
Chefe do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho.
Faculdade de Direito/UERJ.

Colaboraram neste número

Caetano Penna Franco Altafin Rodrigues da Cunha

Advogado no Rio de Janeiro.

Carlos Martins Neto

Advogado no Rio de Janeiro.

Fábio Ulhoa Coelho

Professor Titular de Direito Comercial da PUC-SP.

Guilherme Magalhães Martins

Doutor e Mestre em Direito Civil pela Faculdade de Direito da UERJ. Professor visitante de Direito Civil do Mestrado e da Graduação em Direito da Faculdade de Direito da UERJ. Professor adjunto de Direito Civil da Universidade Candido Mendes – Centro. Professor convidado de Direito Civil e de Direito do Consumidor da Escola da Magistratura do Estado do Rio de Janeiro e dos cursos de Pós-Graduação *lato sensu* da PUC-Rio. Promotor de Justiça no Estado do Rio de Janeiro.

Lélio Denicoli Schmidt

Professor de Cursos de Especialização em Propriedade Industrial da FGV-Law (SP), da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio), da Escola Superior de Advocacia da OAB/SP e do CEU - Centro de Estudos Universitários.

Markus Richard Ritter

Engenheiro Agrônomo pela University of Applied Science, Berna, Suíça. Mestre em Ciência sobre Marketing em Agricultura e Produtos Alimentícios pela Universidade de Cranfeld, Reino Unido. MBA em Marketing pela Universidade de Warwick, Reino Unido. MBA em Direito da Economia e da Empresa pela Fundação Getúlio Vargas (FGV), na cidade do Rio de Janeiro. Diretor Regional MERCOSUL da RICETEC.

Mauricio Moreira Mendonça de Menezes

Professor de Direito Comercial da Universidade do Estado do Rio de Janeiro – UERJ. Doutor e Mestre em Direito pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro – UERJ. Advogado.

Paulo Fernando Campos Salles de Toledo

Professor de Direito Comercial dos cursos de Bacharelado, Mestrado e Doutorado da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Presidente do Instituto Brasileiro de Estudos de Recuperação de Empresas – IBR. Desembargador aposentado do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Advogado, árbitro e consultor jurídico de empresas.

Sérgio Campinho

Professor de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro – UERJ e da Faculdade de Direito – Centro da Universidade Candido Mendes – UCAM. Advogado.

Sylvio Capanema de Souza

Professor Titular de Direito Civil da Faculdade Cândido Mendes. Professor Titular da Pós-Graduação em Direito Civil da Universidade Estácio de Sá. Professor Titular de Direito Civil da Escola de Magistratura do Rio de Janeiro. Desembargador aposentado do Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. Advogado.

Sumário

DIREITO SOCIETÁRIO

DISPERSÃO ACIONÁRIA, TOMADA HOSTIL DE CONTROLE E POISON PILLS: BREVES REFLEXÕES

Carlos Martins Neto..... 3

RECUPERAÇÃO DE EMPRESAS E FALÊNCIAS

O PATRIMÔNIO SEPARADO NA FALÊNCIA

Fábio Ulhoa Coelho..... 79

NEGÓCIOS EMPRESARIAIS

O PRINCÍPIO DA VULNERABILIDADE E A APLICAÇÃO DO CÓDIGO DE DEFESA DO CONSUMIDOR NA PROTEÇÃO DO CONSUMIDOR-EMPRESA

Guilherme Magalhães Martins105

PROPRIEDADE INTELECTUAL

A PROTEÇÃO DO NOME DE DOMÍNIO NO BRASIL

Lélio Denicoli Schmidt.....127

ANALYSIS AND OPPORTUNITIES OF INTELLECTUAL PROPERTY PROTECTION FOR PLANT SCIENCE INVENTIONS APPLIED TO THE SEED INDUSTRY

Markus Richard Ritter.....163

RELAÇÕES INTERNACIONAIS PRIVADAS

OS FUNDAMENTOS DA COOPERAÇÃO INTERNACIONAL NA REGULAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO: MODELOS E DIRETRIZES

Caetano Penna Franco Altafin Rodrigues da Cunha209

DIREITO ECONÔMICO

NOTA SOBRE O DEVER DE DILIGÊNCIA DO ACIONISTA CONTROLADOR E SUA CONEXÃO COM A EFICIÊNCIA DO PROCESSO DE RECUPERAÇÃO JUDICIAL DA COMPANHIA CONTROLADA

Mauricio Moreira Mendonça de Menezes.....255

DIREITO SOCIETÁRIO

DISPERSÃO ACIONÁRIA, TOMADA HOSTIL DE CONTROLE E POISON PILLS: BREVES REFLEXÕES

DISPERSED SHAREHOLDING, HOSTILE TAKEOVER AND POISON PILLS: BRIEF CONSIDERATIONS

Carlos Martins Neto

O deslocamento de cerca de 2/3 da riqueza industrial do país da propriedade individual para a propriedade de grandes empresas financiadas pelo público transforma radicalmente a vida dos proprietários, a vida dos trabalhadores e as formas de propriedade. O divórcio entre a propriedade e o controle resultante desse processo envolve quase necessariamente uma nova forma de organização econômica da sociedade¹.

Resumo: Este trabalho tem como objetivo analisar um dos possíveis efeitos decorrentes da dispersão acionária: a tomada hostil do controle acionário e a utilização das *poison pills* como mecanismo de proteção contra tentativas de realização desse tipo de operação. Para tanto, estuda-se o fenômeno da dispersão acionária, as possíveis formas de controle das companhias com capital pulverizado, a oferta pública de aquisição de ações para aquisição de controle de companhia aberta, e, após uma breve descrição das mais famosas espécies de mecanismos de proteção contra tomada hostil de controle — os *shark repellents* —, aprofunda-se a pesquisa sobre o mecanismo co-

¹ BERLE JR., Adolf A. A moderna sociedade anônima e a propriedade privada. São Paulo: Nova Cultural, 1988, prefácio à primeira edição (1932).

nhecido como *poison pill*. Nesse particular, busca-se diferenciar as *poison pills* originamente concebidas no mercado de valores mobiliários norte-americano do mecanismo de mesmo nome que vem sendo utilizado no mercado brasileiro. Analisa-se também a difusão e as principais discussões a respeito da utilização desse mecanismo no mercado de capitais brasileiro.

Palavras-chave: Direito societário. Mercado de capitais. Poder de Controle. Companhia aberta. Dispersão acionária. Tomada hostil de controle. Oferta pública para aquisição de ações. *Shark repellents*. *Poison pill*.

Abstract: The objective of this paper is to analyze one of the possible effects of dispersed shareholding: hostile takeovers and the use of so-called poison pill defense mechanisms. For this, I study the phenomenon of dispersed shareholding, the possible forms of controlling companies with this type of ownership structure, public tender offers to acquire control of listed companies, and after a brief description of the most famous and extreme type of protection mechanism against hostile takeovers — the shark repellent — I examine the less extreme poison pill mechanism as used in Brazil in detail. In this respect, I explain the differences between the original concept of poison pills as developed in the United States and way this mechanism is being used in Brazil. I also analyze the diffusion and the main discussions on the use of this mechanism in the Brazilian capital market.

Keywords: Corporate law. Capital market. Controlling interest. Listed companies. Dispersed shareholding. Hostile takeover. Takeover bid. Shark repellent. Poison pill.

Sumário: Introdução. 1. Considerações sobre dispersão acionária e a manifestação do poder de controle nas companhias com capital pulverizado. 1.1. O fenômeno da dispersão acionária. 1.2. A pulverização de capital no Brasil. 1.3. Formas de controle. 1.3.1. Controle minoritário. 1.3.2. Controle administrativo ou gerencial. 2. Oferta pública de aquisição de ações para aquisição do controle de companhia aberta. 2.1. Conceito. 2.2. Disciplina legal no ordenamento jurídico brasileiro. 2.3. A tomada hostil do controle. 2.3.1. A experiência nor-

te-americana. 2.3.2. A incipiente experiência brasileira. 2.3.2.1. A oferta da Macrosul S.A. Pelo controle do Sulbanco. 2.3.2.2. A oferta da Sadia S.A. Pelo controle da Perdigão S.A. 3. Mecanismos de proteção contra a tomada hostil do controle. 3.1. Mecanismos preventivos — os shark repellents. 3.1.1. Staggered board. 3.1.2. Supermajority rules. 3.1.3. Accelerated loans. 3.1.4. Golden parachutes. 3.2. Mecanismos repressivos. 3.2.1. Greenmail. 3.2.2. Pac-man defense. 3.2.3. White knights. 3.2.4. White squire. 3.2.5. Crown jewel defense. 3.3. A poison pill no cenário norte-americano. 3.4. A poison pill nacional. 3.4.1. A difusão dos MPDAs no mercado de valores mobiliários brasileiro. 3.5. Debates atuais sobre MPDA no Brasil. 3.5.1. A adoção de MPDAs por companhias com controlador majoritário. 3.5.2. A legalidade das chamadas “cláusulas pétreas”. Conclusão.

Introdução

O cenário das sociedades anônimas brasileiras, desde os tempos em que elas eram reguladas pelo Código Comercial de 1850 até meados dos anos 60 do século XX, era composto basicamente por empresas familiares e por entidades da administração pública indireta, cujas estruturas de capital, como regra geral, apresentavam um acionista (ou grupo de acionistas) controlador e um grupo de acionistas rendeiros, que possuíam interesse meramente especulativo nas companhias, sem qualquer preocupação com a gestão.

Na década de 1970 do século XX, o advento das Leis nº 6.305 e 6.404, ambas de 1976, trouxe uma série de inovações para o regime jurídico das companhias, que, sem dúvida, representaram uma contribuição valiosíssima para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro. Dentre essas inovações, merecem referência a regulação dos deveres e responsabilidades do acionista controlador e dos administradores das sociedades anônimas, assim como as hipóteses de responsabilização desses personagens decorrentes de infração à lei ou ao estatuto, ou, ainda, no caso do controlador, por abuso do poder de controle. Não se pode deixar de mencionar também a regulação de direitos dos acionistas minoritários, tais como a instituição

do direito de os acionistas não controladores receberem por suas ações um preço equivalente a, no mínimo, 80% do preço pago ao controlador no âmbito de uma alienação de controle (*tag along*); o dividendo obrigatório; o direito de retirada, e a possibilidade de eleição de membros dos conselhos de administração e fiscal de forma separada pelos minoritários.

No final dos anos 80, a Lei das S.A., como ficou conhecida a Lei nº 6.404/76, sofreu uma reforma pela Lei nº 7.958/89, que suprimiu duas das hipóteses de direito de retirada: (i) incorporação, fusão e cisão e (ii) participação em grupo de sociedades. Referida medida objetivou, conforme bem anotou Luiza Rangel de Moraes, “fortalecer a empresa nacional e evitar a chamada ‘indústria do recesso’”².

Já em 1997, no contexto dos esforços para desestatização das sociedades controladas pelo Estado, foi editada a Lei nº 9.457/97, que revogou o art. 254 da Lei das S.A., retirando, portanto, o instituto do *tag along* do ordenamento jurídico. Tal medida teve por escopo viabilizar a alienação dos blocos de controle das sociedades então controladas pelo Estado.

Outro grande passo para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro ocorreu no ano de 2001, com a edição da Lei nº 10.303, que promoveu importantes alterações tanto na Lei das S.A. quanto na Lei nº 6.385/76, renovando o regime jurídico das companhias ao introduzir regras para possibilitar uma maior proteção aos acionistas minoritários, aumentar o nível de transparência das companhias e ampliar a competência da CVM enquanto reguladora do mercado.

Nessa época, o cenário do mercado nacional já era outro: os clássicos acionistas rendeiros, desinteressados no que dizia respeito à gestão das empresas em que investiam, ganharam a companhia dos

2 MORAES, Luiza Rangel. A pulverização do controle de companhias abertas. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, nº 32, abril—junho/2006, p. 54.

investidores institucionais, representados, em grande parte, pelas entidades de previdência complementar privada e pelos fundos mútuos de investimento. Nesse novo contexto, esses novos personagens já vinham promovendo um movimento de ativismo societário, passando a participar de forma plena da vida societária das companhias em que possuíam investimentos³.

Ainda no ano de 2001, a fim de fomentar uma cultura de melhores práticas de governança corporativa entre as companhias abertas e, assim, estimular a participação do grande público no mercado

3 A esse respeito, vale citar Francisco da Costa e Silva, que, na ocasião da edição da Lei nº 10.303/2001, registrou essa tendência de mudança na cultura societária nacional nos seguintes termos: “A Lei nº 10.303 criou um novo direito político para as ações preferenciais sem direito a voto, com a nova redação dada ao § 4º, do art. 141, da Lei nº 6.404/76. Consiste ele na possibilidade desses acionistas elegerem, em votação em separado, um membro titular e respectivo suplente para o conselho de administração da companhia aberta, desde que representem, no mínimo, 10% (dez por cento) do capital social (...). O acesso de investidores institucionais aos conselhos de administração das empresas também será facilitado, na medida em que, como já mencionado anteriormente, são eles que detêm a maior parte das ações preferenciais que se encontram em circulação no mercado. Este fato também trará resultados positivos para a governança das companhias abertas, muitas das quais ainda marcadas pela gestão familiar, uma vez que os investidores institucionais usualmente se fazem representar nos conselhos de administração por profissionais qualificados e experientes em matéria de administração de empresas. A presença dessas pessoas nos colegiados deve funcionar, também, como um saudável instrumento de pressão sobre os acionistas controladores das companhias abertas em direção a um padrão de gestão que valorize as ações no mercado, vale dizer, que tenha como característica, principalmente, a transparência decisória, o ‘full disclosure’ e uma política de distribuição efetiva de dividendos, que evite a retenção desnecessária de lucros. Não tenho dúvidas em afirmar que a ampliação da participação dos acionistas minoritários no conselho de administração das companhias abertas, associada à mudança da regra de proporção entre as ações ordinárias e as ações preferenciais sem direito de voto, são as inovações que trarão os reflexos mais positivos, sob uma perspectiva de longo prazo, é claro, para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro (...). Esta convicção está baseada no fato de que, enquanto estes são, tão somente, mecanismos passivos de defesa do investidor, aquelas interferem diretamente na cultura e no comportamento das companhias e dos seus controladores, provocando, portanto, mudanças estruturais e permanentes que se refletirão, de forma positiva, não só nas relações entre maioria e minoria, mas também nas relações das empresas com os demais agentes com os quais interage (empregados, comunidade, governo, etc)”. (SILVA, Francisco da Costa e. As ações preferenciais na Lei 10.303, de 31.10.2001: Proporcionalidade com as ações ordinárias, vantagens e preferências. In: LOBO, Jorge (coord.). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 137).

de capitais, a Bolsa de Valores de São Paulo criou níveis diferenciados de listagem de ações — Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1 — onde são listadas as companhias que assumem o compromisso de implementar as práticas de governança corporativa estabelecidas em seus respectivos regulamentos. A esse respeito, o Novo Mercado é o segmento de listagem que apresenta o mais elevado nível de governança e o Nível 1, o menor.

Percebe-se que a reforma da Lei das S.A. realizada em 2001 e a criação dos níveis diferenciados de governança corporativa no âmbito da BOVESPA cumpriram satisfatoriamente seu objetivo, à medida que se verificou uma completa revitalização do mercado de valores mobiliários brasileiro, com um crescente movimento de abertura de capital das companhias nacionais⁴, associado a uma maior participação de pequenos investidores no mercado.

A partir de 2005, nesse novo ambiente, de um mercado em pleno desenvolvimento onde, além dos antigos controladores e dos recentes investidores institucionais, também passaram a figurar um grande número de investidores pessoas físicas, cinco companhias promoveram a pulverização de suas ações no mercado⁵, algo inédito no Brasil até então. Tais companhias lograram romper o liame, até então indissociável nas companhias nacionais, entre propriedade e controle, à medida que a quantidade de ações de suas emissões que passaram a estar em circulação no mercado era tão alta que impossibilitava a verificação de um acionista controlador majoritário.

4 No período de 2004 a 2008, foram realizadas 31 ofertas públicas de distribuição primária de ações, 61 ofertas públicas de distribuição mista (primária e secundária) de ações, 9 ofertas públicas de distribuição secundária de ações e 8 ofertas públicas de distribuição de certificados de depósito de ações (BDRs). A respeito das companhias que ofertaram ações ao público, 78 delas foram listadas no Novo Mercado, 15 no Nível 2 de Governança Corporativa e 8 no Nível 1 de Governança Corporativa. O volume financeiro dessas ofertas foi de R\$88.435 milhões, sendo que os valores mobiliários ofertados foram subscritos por 1.242.802 investidores. Dados obtidos em <http://www.bovespa.com.br/Empresas/InstInfoEmpresas/AberturaIPOSRecentes.asp?tit=5>. Acesso em 17.06.2009.

5 Lojas Renner S.A. (2005); Perdigão S.A., Diagnósticos da América S.A., Empresa Brasileira de Aeronáutica S.A. e Submarino S.A. (2006).

O fenômeno da dispersão acionária, apesar de ainda se mostrar tímido no Brasil, é a realidade dos mercados de capitais desenvolvidos, tais como o norte-americano, onde no longínquo ano de 1929 algumas companhias já apresentavam um nível de pulverização de seu capital tão grande que a soma das participações dos vinte maiores acionistas representava algo em torno de 5% do capital da companhia⁶.

A existência de um acionista controlador majoritário é completamente incompatível com a estrutura de capital de uma companhia com capital altamente pulverizado. Com efeito, somente as hipóteses de controle minoritário ou gerencial são possíveis nesse cenário⁷.

Tratando-se de companhias sem controlador majoritário, a aquisição do controle acionário somente pode se processar de duas maneiras: escalada societária (adquirindo-se pequenos lotes de ações no mercado) e oferta pública para aquisição de ações, podendo esta última ser considerada amigável ou hostil, conforme se esclarecerá adiante.

Na década de 1980, o mercado de capitais norte-americano passou por um período em que eram constantes as chamadas tomadas hostis de controle (*hostile takeovers*), assim definidas as opera-

6 BERLE, Adolf A; MEANS, Gardiner C. *A moderna sociedade anônima e a propriedade privada*. Tradução de Dinah de Abreu Azevedo. São Paulo: Nova Cultural, 1988, p. 69.

7 A esse respeito, cumpre transcrever o esclarecimento feito por Nelson Eizirik *et al.*: "Temos verificado, recentemente, a adoção, por companhias abertas, do modelo denominado "controle pulverizado", semelhante ao chamado "controle gerencial", no qual não se identifica a figura do acionista controlador. (...) No modelo de controle pulverizado, seguindo o exemplo das *public corporations* norte-americanas, a direção efetiva dos negócios sociais é realizada por administradores profissionais, membros do Conselho de Administração e da Diretoria, no exercício de suas funções legais e estatutárias, sem que exista um bloco de ações que assegure o poder de controle. (...) Em tal hipótese, nenhum acionista tem condições de, em caráter permanente, eleger a maior parte dos administradores e impor a sua vontade nas deliberações da Assembléia Geral da companhia, não existindo, assim, os elementos exigidos pelo artigo 116 da Lei das S.A. para a caracterização do acionista controlador" (*Mercado de Capitais — Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, pp. 380/381).

ções em que o controle de uma companhia alvo era adquirido por meio de operações realizadas no âmbito do mercado, algumas vezes contrariando os interesses do então controlador (obviamente, no caso de controle minoritário) ou dos administradores da companhia (no caso das companhias onde se verificava o controle gerencial).

Com a finalidade de proteger as companhias com capital disperso de uma tomada hostil de controle, foram criados diversos mecanismos de defesa, que ficaram conhecidos como *shark repellents*, ou “espanta tubarões”, fazendo-se aí uma alusão aos *corporate raiders*⁸ como sendo os tubarões, predadores do mercado.

Dentre os diversos *shark repellents*, destacou-se o mecanismo conhecido como *poison pill*, criado em 1982 pelo advogado norte-americano Martin Lipton⁹ e cujo objetivo é desestimular eventual operação de tomada hostil do controle, por torná-la extremamente onerosa para o potencial adquirente.

Fato é que as *poison pills* se difundiram amplamente no mercado norte-americano, tornando-se parte da cultura societária daquele mercado.

No que concerne à realidade brasileira, cumpre notar que, no atual estágio de desenvolvimento do mercado de capitais, já se pode perceber a presença de algumas companhias com capital disperso.

8 O termo “*corporate raider*” surgiu na década de 1980 para designar aqueles investidores engajados em operações de tomada hostil de controle. Em muito dos casos, os *corporate raiders* buscavam adquirir o controle de uma companhia para, então, “desmontá-la” e alienar separadamente seus ativos, de modo a auferir elevados lucros e encerrar as atividades da empresa. O dicionário Blacks define o termo *corporate raider* da seguinte forma: “*a person or business that attempts to take control of a corporation, against its wishes, by buying its stock and replacing its management*” (GARNER, Bryan A. *Blacks law dictionary*. Eighth Ed. St. Paul (MN): Thomson West, 2004).

9 SUBRAMANIAN, Guhan. The Poison Pill. *Harvard Business School Review*, Cambridge, 9 Nov. 2001, p.1; SHIGUEMATSU, Plínio José Lopes. Mecanismos de proteção e estratégias de defesa em tomadas hostis de controle. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de e ARAGÃO, Leandro Santos de. (Coord.). *Direito Societário — Desafios atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 399.

Nesse contexto, tem havido grande preocupação no sentido de proteger essas companhias contra eventuais tentativas de tomada hostil de controle, mediante a adoção de mecanismos estatutários que têm sido vulgarmente chamados de *poison pill*.

A esse respeito, se demonstrará ao longo deste trabalho que, embora possuam objetivos semelhantes, os mecanismos estatutários utilizados pelas companhias brasileiras para se protegerem de eventuais tomadas hostis de controle são completamente diferentes das *poison pills* norte-americanas, motivo pelo qual a utilização do termo *poison pill* para designar os referidos mecanismos estatutários é tecnicamente incorreta.

1. Considerações sobre dispersão acionária e a manifestação do poder de controle nas companhias com capital pulverizado

Uma das formas de se analisar o grau de desenvolvimento de um determinado mercado de valores mobiliários é por meio da estrutura de capital das companhias nele inseridas.

Com efeito, companhias com estrutura de capital altamente disperso entre o público investidor são encontradas nos mercados mais desenvolvidos, que adotam boas práticas de governança corporativa, estas consistentes em rigorosos padrões de divulgação de informações, alto nível de transparência no mercado e regras de proteção aos acionistas minoritários.

Em posição diametralmente oposta, a estrutura de capital concentrado em poucos investidores que detêm grandes blocos de ações é característica das companhias presentes em mercados menos desenvolvidos, onde a divulgação de informações pelas companhias e, conseqüentemente, a transparência do mercado, é menor. Nesses mercados, a proteção conferida aos acionistas minoritários é bem pequena¹⁰.

10 COFFEE JR., John C. The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation

Não é o intuito deste trabalho esgotar todas as teorias já elaboradas com o objetivo de justificar a relação entre dispersão acionária e desenvolvimento dos mercados de capitais, mas sim compreender o surgimento desse fenômeno e alguns dos efeitos dele decorrentes.

Logo, estuda-se, nas linhas que se seguem, como se deu o surgimento do fenômeno da dispersão acionária nos Estados Unidos da América, notadamente o país que apresenta o mercado de capitais com maior índice de dispersão acionária do mundo, e em que medida esse fenômeno contribuiu para o desenvolvimento daquele mercado.

1.1. O fenômeno da dispersão acionária

O primeiro mercado de valores mobiliários a apresentar companhias com capital altamente pulverizado que se tem notícia foi o norte-americano.

Segundo o professor John Coffee Jr., a ascensão do modelo de estrutura de capital disperso nos Estados Unidos da América é fruto da combinação de uma série de fatores, dentre os quais merecem destaque: (i) a demanda de financiamento para os vultosos investimentos para a construção da rede de estradas de ferro daquele país e para a instalação das indústrias siderúrgica, automotiva e de telecomunicações; (ii) o desenvolvimento de um embrionário sistema de governança corporativa no qual os bancos de investimento ocupavam cargos nos conselhos de administração das companhias abertas, como forma de fiscalizar a administração e proteger o público investidor de possíveis tomadas de controle em prejuízo dos acionistas; (iii) a defesa da concorrência, por meio da *Sherman Antitrust Act* de 1890, que resultou no que ficou conhecido como a “primeira grande onda de fusões” (1895-1903); (iv) o crescimento da autorregulação no

of Ownership and Control. *The Center for Law and Economic Studies Working Paper No. 182*, janeiro de 2001, p. 2.

âmbito da principal bolsa de valores dos Estados Unidos, a New York Stock Exchange (NYSE)¹¹.

Inicialmente, as instituições financeiras norte-americanas se dedicavam essencialmente à negociação de valores mobiliários representativos de dívida das companhias (debêntures, *commercial papers* etc.). Na segunda metade do século XIX, a alta demanda das estradas de ferro por capital fez com que as instituições financeiras passassem a negociar também valores mobiliários representativos de participação nas companhias (ações, bônus de subscrição etc.). A atuação desses bancos de investimento consistia em adquirir grandes parcelas (quando não a totalidade) das emissões de valores mobiliários para depois revender os papéis a investidores estrangeiros. Esse cenário foi retratado por John Coffee Jr. com as seguintes palavras:

This extension into equity securities probably occurred earlier in the U.S. because of the highly leveraged status of U.S. railroads. Inevitably, there are limits on the degree of leverage that any business firm can tolerate, and the greater capital needs of U.S. railroads thus implied that public equity issuances were necessary. In consequence, public markets developed earlier in the United States than elsewhere, even though the overall U.S. securities market was substantially smaller than the English market¹².

Tendo em vista que, naquela época, o mercado norte-americano ainda não contava com um arcabouço legal que proporcionasse a proteção dos investidores, a crescente necessidade por capital estrangeiro estimulou os bancos de investimento a desenvolverem técnicas rudimentares de governança corporativa que garantissem certo grau de segurança aos interesses dos investidores estrangeiros. Tais técnicas consistiam basicamente na eleição de membros do conselho

11 COFFEE JR., John C. The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control. *The Center for Law and Economic Studies Working Paper No. 182*, janeiro de 2001, pp. 27/42.

12 *Ibidem*, pp. 28/29.

de administração das companhias cuja emissão pública de valores mobiliários tivessem coordenado.

A esse respeito, vale citar o registro feito pelo professor John Coffee Jr.:

One means to this end was pioneered by J.P. Morgan & Co.: namely, placing a partner of the firm on the client's board. Up until the World War I, the American investment banking industry was extremely concentrated, and any flotation of more than \$10 million invariably was underwritten by one of six firms, of which the largest was J.P. Morgan & Co. Given their market power and the desires of distant investors for a "hands on" representative protecting their interests, it became common in the United States (but much less so in the U.K.) for investment banker to place one or more representatives on the issuer's board. During the last two decades of the 19th Century, virtually every major U.S. railroad developed close ties with one or more U.S. investment banking firms, and the practice of partners from investment banks and officers of commercial banks going on the railroad's board became institutionalized.

Recent research by financial economists suggests that these practices were both widespread and created value for investors. (...)¹³.

Ressalte-se, contudo, que essa iniciativa dos bancos de investimento deve ser vista mais como uma tentativa de redução do chamado custo de agência¹⁴ do que um engajamento em governança

¹³ Ibidem, p. 31.

¹⁴ A "Teoria de Agência", também chamada Teoria do Agente Principal, consiste numa das principais teorias de finanças e é considerada a principal abordagem formal para a governança corporativa. Foi formalizada no artigo seminal de Jensen e Meckling (1976). Os autores definem o relacionamento de agência como "um contrato no qual uma ou mais pessoas — o principal — engajam outra pessoa — o agente — para desempenhar alguma tarefa em seu favor, envolvendo a delegação de autoridade para a tomada de decisão pelo agente". Dessa forma, se ambas as partes agem tendo em vista a maximização de suas utilidades pessoais, a Teoria de Agência afirma que existe uma boa razão para acreditar que o agente não agirá sempre no melhor interesse do principal. O problema de agência ocorre quando os gestores tomam decisões com o intuito de maximizar sua utilidade pessoal e não a riqueza de todos os acionistas,

corporativa propriamente dito, pois não há dúvidas de que um banco de investimento que intervém de forma agressiva no negócio de seu cliente corre sério risco de o perder.

Feita essa ressalva, impõe reconhecer que a presença de representantes dos bancos de investimento nos conselhos de administração logrou reduzir o custo de agência, à medida que eles zelavam pelo patrimônio dos investidores ao evitar a expropriação de riqueza dos acionistas pelos *corporate raiders*, os quais tinham por objetivo constituir um bloco de controle em companhias com capital disperso sem pagar um preço que refletisse o prêmio de controle pelas ações em circulação no mercado.

Outro fator que contribuiu para a ascensão do modelo de capital disperso nos Estados Unidos foi o movimento de consolidação de alguns setores da economia que ficou conhecido como "a primeira grande onda de fusões", verificado no período compreendido entre 1895 e 1903. Referida onda de fusões proporcionou a criação de companhias gigantes, com capital altamente pulverizado. Dada a grandeza de tais empresas, mesmo os acionistas que detinham grandes blocos de ações nas companhias que fizeram parte das operações de fusão acabaram tendo sua participação diluída nas sociedades resultantes daquelas operações. De acordo com John Coffee Jr., esse movimento de consolidação foi resultado da edição da *Sherman Anti-trust Act* de 1890, lei que regulou a defesa da concorrência em um mercado até então altamente cartelizado. Veja-se:

motivo pelo qual são contratados. **Os custos de agência são custos em que os acionistas incorrem para alinhar os interesses dos tomadores de decisão (gestores) aos seus.** De acordo com Jensen e Meckling (1976), são a soma dos: i) custos de criação e estruturação de contratos entre o principal e o agente; ii) gastos de monitoramento das atividades dos gestores pelo principal; iii) gastos promovidos pelo próprio agente para mostrar ao principal que seus atos não lhe serão prejudiciais; iv) perdas residuais, decorrentes da diminuição da riqueza do principal por divergências entre as decisões do agente e as decisões que iriam maximizar a riqueza do principal." (Definição cedida pelo Professor Alexandre Di Miceli da Silveira — FEA/USP ao Instituto Brasileira de Governança Corporativa — IBGC). Disponível em <http://www.ibgc.org.br/PerguntasFrequentes.aspx>. Acesso em 08.07.2009.

*That act prohibited price-fixing and collusion among competitors, thereby outlawing the cartel-like structure that characterized many American industries. But if cartels of conspiring firms were forbidden, competitors could instead employ mergers to create monopolies — at least until this was later also prohibited. In any event, **the Sherman Act triggered a wave of horizontal mergers among competitors that in the process also dilute existing blockholders and thereby created dispersed ownership**. The classic example was the consolidation of some eight competing steel companies into a new firm, U.S. Steel, in 1901; the transaction was engineered by J.P. Morgan and created the largest business corporation in the world. A transaction on such a scale inherently created dispersed ownership, even if each of the corporate participants previously have concentrated ownership, and it also produced a new firm with so heightened a capitalization that the new entity was simply beyond the ambitions of any potential raider, thus making dispersed ownership stable¹⁵. (Grifos acrescentados)*

Por fim, o desenvolvimento da autorregulação pela NYSE foi outro fator que influenciou a ascensão do modelo de dispersão da propriedade das ações emitidas por companhias abertas norte-americanas. Nesse particular, é importante destacar o pano de fundo que proporcionou a efetividade da autorregulação no âmbito da NYSE: em primeiro lugar, deve-se registrar que a NYSE consistia em bolsa de valores mutualizada, de estrutura fechada. Ou seja, só era possível se tornar um corretor membro da NYSE por meio da compra do título patrimonial de um corretor que já fosse membro, o que valorizava bastante esses títulos; em segundo lugar, por ter pago um preço alto pelo seu título da NYSE, os corretores membros tendiam a favorecer a autorregulação como uma forma de proteger o valor de seus títulos; e em terceiro lugar, o pequeno tamanho da NYSE gerou restrições de ordem logística para que seus membros negociassem variados tipos

15 COFFEE JR., John C. The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control. *The Center for Law and Economic Studies Working Paper No. 182*, janeiro de 2001, p. 36/37.

de valores mobiliários, o que acabou por tornar a NYSE um ambiente de negociação de valores mobiliários de alto padrão.

O fato de os seus corretores membros trabalharem com comissões de corretagem fixas também contribuiu para que a NYSE se tornasse um ambiente de negociação de alto padrão, operando uma verdadeira seleção natural no mercado. Explica-se: o sistema de comissão de corretagem fixa apenas é interessante para as entidades que apresentam alto volume de negócios. Nesse sentido, aqueles ativos que apresentavam baixo volume de negócios (na maioria dos casos, em função do alto risco que representavam para o público investidor) foram se dirigindo para outros ambientes de negociação, ocasionando, portanto, um verdadeiro saneamento no universo das companhias listadas na NYSE. Logo, a Bolsa de Valores de Nova Iorque se limitou a admitir à negociação em seu ambiente apenas ativos de alta qualidade e com alto volume de negócios, que pudessem suportar o pagamento de comissões de fixas.

Nessa linha, antes de 1900 a NYSE já se via como uma guardiã da idoneidade financeira dos emissores de valores mobiliários por ela admitidos à negociação, instituindo padrões de divulgação de informações para essas companhias. O papel da NYSE no desenvolvimento do mercado norte-americano é resumido da seguinte forma por John Coffee Jr.:

To sum up, for a variety of “path dependent” reasons, the NYSE organized itself as an exclusive, “high quality” securities market which would list only securities that were suitable for the public investor — while the LSE [London Stock Exchange] did not. In the total absence of legal requirements, the NYSE imposed mandatory disclosure obligations on its listed firms. Correspondingly, the larger size of U.S. brokerage firms, which again were originally attributable to differences in the organizational rules of the NYSE and the LSE, gave U.S. brokers greater ability to underwrite securities and to develop and pledge their reputational capital to their investor customers. These two developments — the development of a monitoring capacity by the NYSE and the bonding mechanisms first developed by U.S. underwriters to at-

*tract foreign capital — constitute the twin pillars that supported the development of a liquid equity securities market in the United States*¹⁶.

O mencionado professor destaca, ainda, a influência do sistema jurídico de *common law* no processo de dispersão acionária, à medida que a inexistência de regras jurídicas específicas para regular o mercado possibilitou ao setor privado se desenvolver sem a interferência estatal¹⁷.

Percebe-se, portanto, que a dispersão acionária, realidade do mercado de capitais norte-americano, decorre da conjunção desses diversos fatores históricos. A esse respeito, vale destacar que, em função da separação entre propriedade e controle, o poder de comando dessas companhias é exercido pela administração, motivo pelo qual as principais atenções do direito societário norte-americano voltam-se, essencialmente, para os problemas que decorrem do conflito entre a administração das companhias e sua base acionária¹⁸.

De forma diversa, os estudiosos do direito societário brasileiro preocupam-se com os problemas que decorrem do conflito entre o acionista controlador e os acionistas minoritários, dado que, entre nós, ainda predomina o modelo de controle concentrado de propriedade das ações emitidas pelas companhias abertas.

Todavia, não se pode negar que o mercado de capitais brasileiro iniciou um esboço de movimento rumo à dispersão acionária, conforme se demonstrará nas linhas abaixo.

16 COFFEE JR., John C. The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control. *The Center for Law and Economic Studies Working Paper No. 182*, janeiro de 2001, p. 42.

17 *Ibidem*, p. 87.

18 MUNHOZ, Eduardo Secchi. Desafios do direito societário brasileiro na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de e ARAGÃO, Leandro Santos de. (Coord.). *Direito Societário — Desafios atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 124.

1.2. A pulverização de capital no Brasil

A criação dos níveis diferenciados de governança corporativa pela Bovespa introduziu no mercado de valores mobiliários pátrio uma série de regras de *disclosure* e de proteção dos acionistas minoritários que foram muito além daquelas estabelecidas pela legislação societária vigente¹⁹, criando, dessa forma, segmentos de listagem que passaram efetivamente a atrair investimentos do grande público, muito em função das garantias que representam.

Além dessas regras de *disclosure* e de proteção, os regulamentos do Nível 1, Nível 2 e do Novo Mercado também estabeleceram um percentual mínimo de ações que as companhias deveriam manter em circulação no mercado²⁰. Tal medida teve por objetivo estabelecer um índice mínimo de liquidez para as ações das companhias listadas nos segmentos diferenciados de governança corporativa, de forma a proteger o valor do investimento realizado pelos acionistas, pois, como se sabe, quanto menor é a liquidez de um ativo, pior é a sua precificação pelo mercado.

Fato é que, com o reaquecimento do mercado de capitais brasileiro, a partir de 2004, muitas das companhias listadas na BOVESPA aderiram voluntariamente aos níveis diferenciados de governança corporativa, visando à valorização da cotação de suas ações.

No vácuo desse reaquecimento do mercado, mais precisamente nos anos de 2005 e 2006, o mercado assistiu à pulverização do

19 A título meramente ilustrativo, registre-se que o Novo Mercado só admite companhias cujo capital seja representado exclusivamente por ações ordinárias, e estabelece um *tag along* de 100% para essas ações, enquanto o Nível 2 de Governança Corporativa admite companhias com ações ordinárias e preferenciais (sendo que estas últimas devem possuir direitos adicionais), e estabelece *tag along* de 100% para as ações ordinárias e 80% para as ações preferenciais. Tanto no Novo Mercado quanto no Nível 2, há exigência de divulgação das demonstrações financeiras em padrões internacionais (US GAAP ou IFRS) e que o conselho de administração seja composto por, no mínimo, 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes.

20 As companhias listadas em qualquer um desses três segmentos devem manter um *free float* de, no mínimo, 25%, conforme art. 3.1.(ii) do Regulamento do Nível 1, art. 3.1.(v) do Regulamento do Nível 2 e art. 3.1.(v) do Regulamento do Novo Mercado.

capital das seguintes companhias: Lojas Renner S.A. (2005); Perdigão S.A., Diagnósticos da América S.A. e Empresa Brasileira de Aeronáutica S.A. (2006) e Submarino S.A. (2006).

Luiza Rangel de Moraes registrou essa evolução do mercado brasileiro da seguinte forma:

Impulsionado por este novo cenário, o mercado de valores mobiliários está vivenciando, desde 2005, operações de características inéditas.

A Lojas Renner, por exemplo, converteu todas as ações preferenciais em ordinárias, alterou seu estatuto social segundo as exigências do Novo Mercado e realizou, em junho e julho de 2005, venda pulverizada das ações correspondentes a 96% do seu capital. A operação representou um autêntico recorde, pois a maioria das companhias brasileiras mantém dispersão de, no máximo, 30% das ações de sua emissão. A J.C. Penney, Inc., enquanto controlava a Renner, concentrava 97,7% das ações, deixando um *free float* de 2,3%.

No primeiro trimestre de 2006, outras reestruturações societárias vieram a público, trazendo uma novidade importante: a pulverização do controle de companhias abertas.

É o que aconteceu com a Perdigão S.A., a Diagnósticos da América S.A. — DASA, a Empresa Brasileira de Aeronáutica S.A. — EMBRAER e a Submarino S.A. — Submarino.

Esse movimento de dispersão acionária contrasta com o de concentração de ações, que caracteriza as empresas brasileiras, ou seja, de consolidação do poder num acionista ou grupo controlador. É uma evolução no sentido da real democratização do capital das empresas, que vem sendo preconizado e estimulado há mais de trinta anos e já é realidade em muitos países²¹.

De acordo com recente estudo realizado pelo Prof. Alexandre di Miceli da Silveira, o mercado brasileiro conta atualmente com 37

21 MORAES, Luiza Rangel. A pulverização do controle de companhias abertas. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, nº 32, abril—junho/2006, p. 52.

companhias com capital pulverizado, sendo que 5 delas não possuem um controlador definido e 32 possuem um controle minoritário²².

Outro estudo a respeito do movimento do mercado brasileiro no sentido da dispersão acionária que merece destaque é o que foi produzido por Érica Gorga em 2008. Valendo-se de dados atualizados até o fim de 2007 e de critérios específicos para determinação das companhias com controlador e companhias sem controlador, a referida professora chegou aos seguintes resultados:

*The data on direct ownership confirms the hypothesis adduced previously: dispersion is found mostly in Novo Mercado, where the existence of the one-share-one-vote rule promotes a broader diffusion of voting rights. As reported in Table 8, the majority firms (sixty-five out of ninety-two) listed in Novo Mercado lack a controlling shareholder. **Considering the sixty-five firms which do not have a controlling shareholder, the largest shareholder owns, on average, 26.23% of the shares, the three largest shareholders own 47.28% of the shares and the five largest shareholders own 54.73% of the shares.** These results show that a corporation cannot be incontestably controlled by the largest shareholder alone, but it can be controlled by the two or three largest, if they should decide to coordinate their voting rights. In the case of family companies, when the two or three largest shareholders belong to the same family, this formal agreement may not even be necessary. Considering the twenty-seven firms that have a controlling shareholder, the largest shareholder on average owns 60.87% of the shares of the company²³. (Grifos acrescentados)*

22 O critério empregado no estudo considerou **companhia com controle disperso** aquela cujos três maiores acionistas possuíam menos de 25% do capital votante, e **companhia com controle minoritário** aquela cujos três maiores acionistas possuíam entre 25% e 49,9% do capital votante. SILVEIRA, Alexandre di Miceli da. Takeover regulation development in Brazil (Is there a necessity for a takeover regulation in Brazil?). Apresentação realizada no *First International Conference on Law & Economics at IBMEC São Paulo in cooperation with the Foundation for Law and Economics at the University St. Gallen, Switzerland*. São Paulo, 2009, p. 21.

23 O critério adotado nesse estudo considerou **companhia com controlador** aquela em que

Contudo, Érica Gorga alerta que a maior parte das companhias tradicionais brasileiras ainda não migraram para os segmentos diferenciados de governança corporativa, o que, segundo a autora, mostra que a teoria da *path dependence*²⁴ ainda se aplica, uma vez que as companhias tendem a manter sua estrutura de controle inicial. Logo, mudanças no campo da governança corporativa que dependam de alterações na estrutura de controle dessas companhias possivelmente terão sua implementação dificultada²⁵.

Eduardo Secchi Munhoz, ao concluir trabalho em que avaliou os sistemas de controle diluído e concentrado, apresentou as seguintes considerações:

O reconhecimento da predominância do controle concentrado impõe desde logo uma indagação: deve-se buscar a transformação da estrutura para a de controle diluído, sistema havido como superior por grande parte da literatura? A resposta, ainda que fosse positiva, levaria à adoção de posturas ingênuas e pouco efetivas.

A transformação da estrutura de controle dominante em determinado país não se faz apenas por meio da modificação das regras societárias, ainda que fosse possível aprovar tais modificações. Há uma série de outros fatores, de ordem econômica, social e política, que tornam

um único acionista (ou grupo de acionistas reunidos por acordo de acionistas) é titular de mais de 50% do capital votante, e **companhia sem controlador** aquela cujo maior acionista possui menos de 50% do capital votante. GORGA, Érica. Changing the paradigm of stock ownership: from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries. In: *American Law & Economics Annual 18th Association Meeting*. Working paper 76, 2008, p. 28. Disponível em <http://law.bepress.com/alea/18th/art76>. Acesso em 05.07.2009.

²⁴ Sobre a teoria da *path dependence*, v. BEBCHUK, Lucian A; ROE, Mark J., A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance. *Stanford Law Review*, Vol. 52, pp. 127-170, 1999. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=202748>. Acesso em 05.07.2009. Para estes autores, a estrutura de controle existente no passado de um determinado país influencia decisivamente a estrutura de controle que as companhias desse mesmo país apresentarão no futuro.

²⁵ GORGA, Érica. Changing the paradigm of stock ownership: from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries. In: *American Law & Economics Annual 18th Association Meeting*. Working paper 76, 2008, p. 69. Disponível em <http://law.bepress.com/alea/18th/art76>. Acesso em 05.07.2009.

a estrutura de controle presente em dado momento histórico altamente resistente a mudanças. Prova disso é que o sistema de controle diluído, havido como mais eficiente, é dominante talvez apenas nos Estados Unidos e no Reino Unido.

Diante desse quadro, a tarefa do estudioso do direito societário, antes de buscar a transformação do sistema, deve ser a de tornar a lei societária aplicável à estrutura atual o mais eficiente possível, no sentido de ser capaz de levar ao bem-estar geral. É possível fazê-lo em uma estrutura de controle concentrado, como procurou demonstrar este trabalho²⁶.

Deve-se reconhecer, portanto, que, muito embora o cenário do mercado brasileiro ainda não vislumbre uma migração em massa das companhias abertas já existentes para uma estrutura de controle disperso, a iniciativa de algumas companhias de pulverizar suas ações no mercado representa o rompimento de um paradigma. Daí a importância de se estudar os efeitos decorrentes da estrutura de controle disperso e suas implicações jurídicas.

1.3. Formas de controle

A presente monografia não tem por escopo o estudo minucioso das formas de manifestação do poder de controle na sociedade anônima e os problemas dele decorrentes, dada a farta bibliografia existente sobre o tema.

Limita-se, portanto, a discorrer brevemente sobre as possíveis formas de manifestação do poder de controle no âmbito de companhias com capital disperso, quais sejam, o controle minoritário e o controle administrativo ou gerencial.

²⁶ MUNHOZ, Eduardo Secchi. Desafios do direito societário brasileiro na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de e ARAGÃO, Leandro Santos de. (Coord.). *Direito Societário — Desafios atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 153.

1.3.1. Controle minoritário

O controle minoritário geralmente se verifica em companhias com capital pulverizado e é baseado em número de ações inferior à metade do capital votante. Essa forma de controle é denominada *working control* pela doutrina norte-americana.

Adolf A. Berle e Gardiner C. Means, pioneiros no estudo sobre a separação entre propriedade e controle, definiram o controle minoritário da seguinte forma:

Pode-se dizer que o primeiro deles, o controle minoritário, existe quando um indivíduo ou pequeno grupo possui uma participação em ações suficiente para estar em condições de dominar uma empresa por meio de sua participação em ações. Muitas vezes se diz que esse grupo tem um controle “operacional” da companhia. Em geral, esse controle se baseia em sua capacidade de atrair procurações dos proprietários dispersos que, quando combinadas à sua participação minoritária substancial, são suficientes para controlar a maioria dos votos nas eleições anuais. Inversamente, isso significa que nenhum outro volume de ações é suficientemente grande para funcionar como um núcleo em torno do qual seja possível reunir a maioria dos votos²⁷.

Nesse sentido, é possível que um acionista minoritário exerça o controle de uma companhia quando (i) o capital social da companhia é altamente disperso ou (ii) o acionista que detém a maior parcela do capital votante e os demais acionistas minoritários não possuem interesse na condução dos negócios sociais²⁸.

27 BERLE, Adolf A; MEANS, Gardiner C. *A moderna sociedade anônima e a propriedade privada*. Tradução de Dinah de Abreu Azevedo. São Paulo: Nova Cultural, 1988, p. 92.

28 Nesse particular, é importante esclarecer que a Lei nº 6.404/76, em seu artigo 116, define o acionista controlador como sendo aquele que não apenas detém a maioria do capital votante, mas que, cumulativamente, utilize efetivamente os direitos conferidos pelas ações de sua titularidade para exercer o controle da companhia. Assim, o controle pode não ser exercido pelo acionista detentor da maior parte do capital votante, abrindo espaço, portanto, para que um

Na doutrina nacional, Fábio Konder Comparato anotou que a legislação societária nacional admite implicitamente a existência do controle minoritário ao fixar as regras de *quorum* e maioria nas assembleias gerais, asseverando ainda que, “a rigor, um controle minoritário bem estruturado, em companhia com grande pulverização acionária, pode atuar com a mesma eficiência que um controle majoritário”²⁹. Ao atualizar a obra clássica do Prof. Comparato, Calixto Salomão Filho acrescentou as seguintes considerações em nota de texto:

No Brasil, a lei societária consagra o controle minoritário como princípio dentro do capital total da sociedade. A famosa regra que permitia a existência de até dois terços do capital total da empresa representados por ações preferenciais (sem voto) — art. 15, § 2º, da Lei nº 6.404/76, agora reduzida a no máximo 50% do total do capital — nada mais é que a consagração legal do controle minoritário.

(...)

Por outro lado, é preciso bastante cuidado ao se falar em controle minoritário referido ao capital total, que foi mencionado acima. Deve-se pressupor que os adquirentes das ações com direito a voto têm interesse em compartilhar das decisões relativas aos destinos da companhia. Não são meros sócios capitalistas, que querem investir seus recursos sob administração de outrem. É preciso, portanto, respeitar em linha de princípio a vontade das maiorias, desde que essas se mostrem efetivamente interessadas nos negócios sociais³⁰.

De acordo com o art. 129 da Lei nº 6.404/76, “as deliberações da assembleia-geral, ressalvadas as exceções previstas em lei, serão tomadas por maioria absoluta de votos, não se computando os votos em branco”. Logo, o conteúdo das deliberações é construído pela

acionista (ou grupo de acionistas) que detém menos da metade do capital votante possa exercer o controle da companhia.

29 COMPARATO, Fábio Konder e FILHO, Calixto Salomão. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2008, p. 65/67.

30 Ibidem, p. 68.

maioria dos presentes às assembleias. Por isso, de nada adianta possuir a maioria do capital votante se os votos correspondentes às respectivas ações não forem utilizados para construir o conteúdo das deliberações assembleares.

Tendo em vista que o art. 125 da Lei nº 6.404/76 prevê a possibilidade de instalação das assembleias gerais, em segunda convocação, com qualquer número de acionistas, é forçoso reconhecer que, caso a maioria acionária seja omissa ou ausente, é perfeitamente possível a verificação do controle minoritário.

Importante registrar que os regulamentos do Novo Mercado e do Nível 2 de Governança Corporativa da Bovespa definem como sendo “Controle Difuso” o poder de controle exercido por acionista detentor de menos de 50% 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.

1.3.2. Controle administrativo ou gerencial

O controle administrativo ou gerencial corresponde ao mais alto nível da separação entre propriedade e controle, vez que não se baseia na titularidade de ações, mas sim no poder diretivo, ou seja, nas prerrogativas gerenciais. Essa cisão entre propriedade e controle ocorre na exata medida em que o controle de fato da companhia desloca-se crescentemente para os executivos, em função da acentuada dispersão da propriedade das ações.

Dessa forma, o controle gerencial se manifesta nas companhias em que a propriedade das ações está tão dispersa que nenhum acionista (ou pequeno grupo de acionistas) possui sequer um interesse minoritário suficiente para determinar o rumo dos negócios da companhia³¹.

31 BERLE, Adolf A., MEANS, Gardiner C. *A moderna sociedade anônima e a propriedade privada*. Tradução de Dinah de Abreu Azevedo. São Paulo: Nova Cultural, 1988, p. 94.

Nessa modalidade de controle, tendo em vista o alto grau de dispersão acionária da companhia, os administradores assumem, com o apoio dos acionistas, o poder de controle de fato da companhia.

Em companhias cujo controle é gerencial, existe a possibilidade de os administradores se perpetuarem no poder mediante a utilização de mecanismos de representação de acionistas em assembleia (*proxy machinery*), hipótese em que se explora, ao máximo, o absentismo acionário³².

Sobre esse particular, vale mencionar a lição de José Alexandre Tavares Guerreiro:

Exemplo clássico da dissociação entre propriedade e controle, o chamado poder gerencial acentua, de maneira particularmente ilustrativa, instituição de uma possível dominação burocrática em que a crença na legitimidade, de forma mais intensa, depende da estrutura formal da sociedade anônima e dos mecanismos legais capazes de assegurar o domínio. Dentre esses últimos, avultam os pedidos de procurações (*proxy solicitations*), formulados pelos administradores para se manterem no poder, e admitidos por nossa lei de 1976 (art. 126, § 2º). Mas é imperioso reconhecer que o *management control* somente se estabiliza (e propicia a dominação) quando tem o suporte das *proxies*, ou seja, quando não lhe falta o apoio dos acionistas³³.

Ainda a respeito da perpetuação da administração no controle da companhia, escreveram Adolf A. Berle e Gardiner C. Means:

Com quem está o controle dessas companhias? Para responder a essa questão, é necessário examinar muito detalhadamente as condições

32 COMPARATO, Fábio Konder e FILHO, Calixto Salomão. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2008, p. 72.

33 GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sociedade anônima: poder e dominação. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, nº 53, janeiro-março/1984, p. 78.

subjacentes à eleição do conselho de diretores. Nessa eleição, o acionista costuma ter três alternativas. Pode abster-se de votar, pode comparecer à assembléia anual e votar pessoalmente ou pode assinar uma procuração transferindo seu poder de voto a certos indivíduos selecionados pela administração da empresa que formam o comitê de procuradores. Como seu voto pessoal conta pouco ou nada na assembléia, a menos que possua um lote muito grande de ações, o acionista está praticamente reduzido à alternativa de não votar ou de transferir seu voto a indivíduos sobre os quais não tem nenhum controle e de cuja escolha não participou. Em nenhum dos casos conseguirá exercer qualquer grau de controle. Ao contrário, **o controle tenderá a estar em mãos daqueles que selecionam o comitê de procuradores que, por sua vez, pode eleger os diretores para o período seguinte. Como o comitê de procuradores é designado pela administração vigente, esta pode virtualmente determinar seus sucessores. Onde a propriedade está dividida o bastante, a administração pode, desse modo, tornar-se um organismo autoperpetuador, mesmo que sua participação na propriedade seja desprezível.** Essa forma de controle pode ser adequadamente chamada de “controle administrativo”³⁴. (Grifos acrescentados)

Ainda na década de 1980, período em que praticamente todas as companhias abertas brasileiras apresentavam um alto índice de concentração acionária, Nelson Eizirik manifestou sua opinião no sentido de que “no caso das companhias brasileiras, é absolutamente incorreto cogitar-se da existência de controle gerencial”³⁵.

Com efeito, passados mais de vinte anos da opinião acima mencionada, ainda não se tem notícia da verificação de controle gerencial no Brasil. Todavia, não se pode negar que, em razão das recentes pulverizações de capital realizadas por companhias abertas

34 BERLE, Adolf A; MEANS, Gardiner C. *A moderna sociedade anônima e a propriedade privada*. Tradução de Dinah de Abreu Azevedo. São Paulo: Nova Cultural, 1988, p. 97.

35 EIZIRIK, Nelson. O mito do “controle gerencial” — alguns dados empíricos. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, nº 66, abril—junho/1987, p. 104.

em nosso mercado, a existência de controle gerencial no Brasil já é algo factível e, ousa-se dizer, bem próximo de vir a ocorrer.

Passa-se a estudar, no capítulo seguinte, a chamada tomada hostil do controle, que só é possível quando a companhia alvo possui acentuada dispersão acionária e é controlada sob a forma minoritária ou gerencial.

2. Oferta pública de aquisição de ações para aquisição do controle de companhia aberta

2.1. Conceito

A oferta pública de aquisição de ações (OPA) para aquisição do controle de companhia aberta, também conhecida como *takeover bid*, visa à aquisição das ações com direito a voto emitidas por uma determinada companhia aberta em número suficiente para assegurar que o ofertante passe a controlar a companhia alvo³⁶.

Segundo Luiz Leonardo Cantidiano, trata-se “de um mecanismo específico de mercado para que, independentemente de qualquer negociação com o controlador da companhia e, até mesmo contra sua vontade, o pretendente venha a deter o poder da sociedade, através da aquisição original do controle”³⁷.

Em apertada síntese, pode-se dizer que a OPA para aquisição de controle consiste em nada mais que um instrumento para a aquisição do controle de companhias abertas por intermédio de oferta de compra das ações de sua emissão que se encontrem em circulação no mercado.

36 De acordo com o conceito de controle estabelecido pelo art. 116 da Lei nº 6.404/76 (controle majoritário interno), é necessário adquirir, pelo menos, metade mais uma das ações com direito a voto de emissão da companhia alvo para se tornar seu controlador.

37 CANTIDIANO, Luiz Leonardo. A alienação e aquisição de controle. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, nº 34. São Paulo: Revista dos Tribunais, out.-dez./2006, p. 341.

Modesto Carvalhosa define a OPA (*lato sensu*) da seguinte forma:

O constitui a oferta pública de aquisição de ações uma declaração unilateral de vontade através da qual o proponente manifesta, por determinado prazo, seu compromisso de adquirir um valor mobiliário específico a um preço determinado e segundo cláusulas e condições também determinadas³⁸.

Não é diferente o entendimento do professor Robert C. Clark, que, por sua vez, ensina que:

*A tender offer occurs when one company (or an individual, or a group of persons) invites or solicits shareholders of a target company to tender their shares for sale at some specified consideration. The consideration may be formulated as a cash price or as a package of securities, or both. In recent years, cash tender offers have been more common. The value of the consideration offered usually exceeds the current market price of the target company's stock by a substantial premium. The offer is usually made for some fixed, limited period of time, though the time period may be extended*³⁹.

Com efeito, a realização de uma OPA para a aquisição do controle só faz sentido nos casos em que a companhia alvo tem seu capital pulverizado, pois nos casos em que esta possui um acionista (ou grupo de acionistas) que exerce controle majoritário de forma permanente, o mais racional é que o interessado inicie uma negociação direta com o acionista controlador para adquirir suas ações por intermédio de um contrato de compra e venda de ações.

Contudo, dado o caráter voluntário da OPA para aquisição de controle, embora seja economicamente irrazoável, nada impede que

38 CARVALHOSA, Modesto. *Oferta pública de aquisição de ações*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979, p. 24.

39 CLARK, Robert Charles. *Corporate law*. New York: Aspen Publishers, 1986, pp. 531/532.

a referida oferta seja realizada aos acionistas de uma companhia que possua um acionista (ou grupo de acionistas) controlador majoritário.

A OPA para aquisição do controle pode ser considerada “amigável” ou “hostil”, conforme conte (ou não) com o aval da administração da companhia alvo. Esse particular é destacado por Rodrigo Uría e Aurélio Menéndez, nas seguintes palavras:

*O la OPA, en la practica, además de ser una operación que permite adquirir acciones, es utilizada como medio para lograr o incrementar el control de sociedades anónimas con la anuencia del órgano de administración (OPAs amistosas) o sin ellas (OPAs hostiles)*⁴⁰.

Sobre o tema não se pode deixar de transcrever a lição do professor António Menezes Cordeiro, que apresentou o seguinte entendimento em duas oportunidades diversas:

Por definição, o termo “hostilidade” terá de o ser em relação à administração e não aos accionistas: estes são sempre objecto do tratamento “amigável”, pressuposto por qualquer oferta pública, que lhes dará a oportunidade (que usarão ou não) de vender, arrecadando um prémio⁴¹.

A referência a *takeovers* hostis pode suscitar, no grande público, a ideia duma hostilidade contra a sociedade visada. Não é — ou não será, normalmente — o caso. O *takeover*, sobretudo quando lançado através de OPA, é uma oferta feita aos accionistas da entidade visada. Não pode ser hostil: apenas traduz uma proposta aprazível, ou não teria hipótese de êxito. Já a administração da sociedade visada poderá sentir-se atingida: é evidente que uma nova composição accionista poderá ditar o seu afastamento. A administração da sociedade visada não é, porém, dona da sociedade: esse papel cabe aos accionistas⁴².

40 URÍA, Rodrigo. MENÉNDEZ, Aurélio. *Curso de derecho mercantil*. Madrid: Civitas Ediciones, 2001, Tomo II, p. 426.

41 CORDEIRO, António Menezes. *Manual de direito das sociedades*. Vol. II. Coimbra: Almedina, 2007, p. 654.

42 CORDEIRO, António Menezes. Da tomada de sociedades (*takeover*): efectivação, valoração

A respeito da dicotomia entre ofertas amigáveis e hostis, cumpre registrar a crítica formulada por Daniel Corrêa D'Agostini, para quem o termo "tomada hostil de controle" corresponde a uma infeliz tradução literal da expressão "*hostile takeover*". Veja-se:

Para que se evitem tropeços e mal entendidos, em vez de importarmos uma tradução literal da expressão *hostile takeover*, a qual traz uma forte carga de agressividade e pode acirrar ainda mais a competição não-saudável entre as companhias, a expressão poderia ser simplesmente adaptada aos nossos moldes, sendo denominada de "oferta não solicitada"⁴³.

Isto posto, é possível a realização de uma oferta "amigável", com prévia comunicação à administração da companhia alvo e com a sua respectiva anuência. Da mesma forma, também é factível que uma oferta originalmente "hostil" se torne "amigável" após entendimentos entre o ofertante e a administração da companhia alvo.

Pode ocorrer, ainda, que, no curso de uma OPA para aquisição do controle, surja uma OPA concorrente, formulada por um terceiro também interessado em adquirir o controle da companhia alvo. Nesse caso, é possível que a administração da companhia alvo resolva apoiar uma dessas ofertas, situação em que se verificará uma OPA "amigável" concorrendo com uma OPA "hostil".

Segundo Troy Paredes, as ofertas públicas para aquisição de controle também exercem uma função típica de governança corporativa, à medida que um mercado ativo de controle societário, em regra geral, estimula a administração das companhias a conduzir os negócios sociais de forma a maximizar o valor da empresa e,

e técnicas de defesa. *Revista da Ordem dos Advogados*. Ano 54, Vol. III, dezembro/1994. Lisboa: Ordem dos Advogados, p. 767.

43 D'AGOSTINI, Daniel Corrêa. *A oferta pública de ações como mecanismo de proteção à dispersão acionária: a realidade brasileira da poison pill*. 2007. 59f. Monografia (Graduação). Faculdade de Direito da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. São Paulo, 2007, p. 27.

assim, evitar que a companhia administrada seja alvo de uma operação de *takeover*⁴⁴.

2.2. Disciplina legal no ordenamento jurídico brasileiro

As ofertas públicas de aquisição de ações em geral⁴⁵ têm natureza de uma proposta, nos exatos termos do art. 429 do Código Civil. Nesse sentido, a publicação do edital da OPA opera a vinculação do ofertante ao conteúdo da oferta veiculada publicamente.

Com efeito, a OPA resume-se a um ato formal por intermédio do qual o ofertante (que pode ser uma pessoa natural ou jurídica) se obriga a adquirir um determinado número de ações de uma companhia, por um preço certo, a ser pago em dinheiro ou por meio de permuta de ações ou de outros valores mobiliários.

Tal oferta tem como destinatários finais os titulares de ações da companhia alvo (dependendo do tipo da OPA, a oferta pode se restringir aos titulares de ações com direito a voto, como é o caso da OPA para aquisição de controle). Ou seja, os destinatários são pessoas determinadas e identificáveis, à medida que seus nomes e qualificações devem constar do livro de registro de ações nominativas ou do sistema de controle da instituição financeira responsável pelo serviço de ações escriturais. Logo, a OPA consiste em declaração a pessoas certas, uma vez que seus destinatários são determinados e identificáveis.

Nada obstante, a publicidade da OPA é imprescindível para resguardar os demais interesses envolvidos na operação, inclusive

44 PAREDES, Troy. *The firm and the nature of control: toward a theory of takeover law*. St. Louis: Washington University in St. Louis School of Law, 2003, pp. 130/131.

45 Isto é, não apenas a OPA para aquisição de controle, mas também as OPAs (i) para cancelamento de registro de companhia aberta; (ii) por aumento de participação do controlador; (iii) por alienação do controle de companhia aberta, e (iv) voluntária.

para possibilitar a iniciativa de ofertas concorrentes e medidas de defesa da companhia alvo.

Luís André Negrelli de Moura Azevedo justifica a exigência de publicidade do edital da OPA com os seguintes argumentos:

E a exigência de publicidade do edital da O.P.A., expressa no art. 258 da Lei de S/A, decorre da ampla repercussão de uma mudança do controle de companhia aberta perante o mercado de capitais e o universo dos negócios em geral, junto à comunidade onde atua a empresa, seus concorrentes, administradores, empregados e demais colaboradores, fornecedores, consumidores e, até mesmo, perante órgãos públicos como a Secretaria de Direito Econômico — SDE, o Conselho Administrativo de Defesa Econômica — CADE e a Secretaria da Receita Federal⁴⁶.

A OPA para aquisição de controle, especificamente, é disciplinada pelos arts. 257 a 263 da Lei nº 6.404/76, e regulamentada pela Instrução CVM nº 361/2002. Importante destacar que a referida oferta é voluntária, eis que inexistente no ordenamento jurídico pátrio qualquer norma cogente que determine a sua realização.

Justamente por ser voluntária, a OPA para aquisição de controle prescinde de registro perante a CVM, exceto no caso de envolver permuta de valores mobiliários⁴⁷, mas deve atender às normas gerais e aos procedimentos estabelecidos nos artigos 4º a 14 da Instrução CVM nº 361/2002. Ademais, a oferta deve ser comunicada à

46 AZEVEDO, Luís André Negrelli de Moura. A oferta pública para aquisição de controle sob a perspectiva da companhia ofertante. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de e ARAGÃO, Leandro Santos de. (Coord.). *Direito Societário — Desafios atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 88.

47 Conforme art. 258, parágrafo único, da Lei nº 6.404/76 e art. 32 da Instrução CVM nº 361/2002. Nessa hipótese, o art. 259 da Lei nº 6.404/76 e o art. 33 da Instrução CVM nº 361/2002 determinam o prévio registro da oferta junto à CVM, com o objetivo de tutelar os interesses do público investidor, na medida em que a oferta que envolve permuta se trata de uma forma de distribuição pública de valores mobiliários.

referida autarquia no prazo máximo de 24 horas contadas da primeira publicação do edital da oferta⁴⁸.

O art. 257 da Lei nº 6.404/76 determina que as OPAs para aquisição de controle sejam realizadas com a participação de uma instituição financeira que garanta o cumprimento das obrigações assumidas pelo ofertante, inclusive o pagamento do preço ofertado.

Nos termos do art. 6º da Instrução CVM nº 362/2992, a OPA será considerada (i) de compra, quando a oferta contemplar pagamento do preço em moeda corrente; (ii) de permuta, quando a oferta prever pagamento do preço em valores mobiliários⁴⁹, ou (iii) mista, quando o pagamento proposto deva ser feito parcialmente em dinheiro e parcialmente em valores mobiliários.

Ao ofertante é facultada uma única oportunidade de aprimorar sua oferta no que diz respeito a preço e condições de pagamento. Caso opte pelo aprimoramento da oferta, com o intuito de torná-la mais atrativa aos destinatários, deverá o ofertante observar o percentual mínimo de 5% e o prazo máximo de 10 dias anteriores ao término do prazo da OPA. Obviamente, as novas condições se estenderão aos acionistas que já tiverem aceitado a oferta⁵⁰.

Feitos esses esclarecimentos sobre o conceito da oferta pública de aquisição de ações para aquisição do controle e de como o ordenamento jurídico trata desta matéria, analisa-se a seguir dados empíricos a respeito da tomada hostil de controle nos mercados norte-americano e brasileiro.

48 Conforme art. 11, § 2º, da Instrução CVM nº 361/2002.

49 Na hipótese de pagamento do preço em valores mobiliários, estes deverão ser de emissão de companhia aberta, admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários, emitidos ou a emitir.

50 Conforme art. 261, § 1º, Lei nº 6.404/76.

2.3. A tomada hostil do controle

2.3.1. A experiência norte-americana

As operações de fusões e aquisições (*mergers and acquisitions* — *M&A*), se consideradas ao longo do tempo e levando-se em conta o número de operações realizadas e o volume financeiro envolvido, apresentam graficamente o comportamento de ondas, as chamadas *takeover waves*.

De acordo com Marina Martynova e Luc Renneboog, a partir da metade da década de 1890, são claramente identificáveis cinco *takeover waves* na economia norte-americana, a saber: (i) a primeira, de 1890 a 1900; (ii) a segunda, de 1910 a 1920; (iii) a terceira, de 1950 a 1970; (iv) a quarta, durante a década de 1980, e (v) a quinta, na década de 1990⁵¹.

O primeiro registro que se tem de uma tomada hostil de controle nos Estados Unidos remonta a 1974, mas foi na década de 1980, na quarta onda de *takeovers*, que esse tipo de operação se intensificou.

A gênese da *hostile takeover* foi assim descrita por Gustavo Santamaria Carvalhal Ribas:

A história conta que o mecanismo foi engendrado pelo engenheiro financeiro Robert Greenhill, então um jovem sócio do banco de investimentos norte-americano Morgan Stanley, e pelo advogado Joseph Flom, também então um jovem sócio do escritório norte-americano Skadden, Arps, Slate, Meagher and Flom, que, na tarde de 18 de julho daquele ano [1974], representando a International Nickel Company, não se contentaram em ter sua proposta de aquisição da ESB,

51 MARTYNOVA, Marina and RENNEBOOG, Luc. A Century of Corporate Takeovers: What Have We Learned and Where Do We Stand? *Journal of Banking and Finance*, 2008; ECGI — Finance Working Paper No. 97/2005, pp. 3/9. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=820984>. Acesso em 30.04.2009.

Inc. negada, procedendo com a realização de uma oferta pública voluntária de aquisição de controle anunciada no final da tarde daquele mesmo dia. O presidente da ESB, Inc. ainda não havia compreendido muito bem o que eles haviam feito. Até então, uma resposta negativa por parte da administração da companhia constituía ponto final e intransponível de uma proposta, fosse ela de aquisição, fusão ou mesmo de um simples acordo comercial. Entretanto, o evento mudaria para sempre os modos de condução de negociações e de tratamento dos acionistas⁵².

A década de 1980 foi marcada como a do “boom” dos *takeovers*. Registros apontam a ocorrência de 3.400 operações de aquisição de empresas nos Estados Unidos no ano de 1985, que movimentaram US\$ 235 bilhões. No ano seguinte (1986) alcançou-se o patamar de 3.600 dessas operações, com a movimentação de US\$ 267 bilhões⁵³.

Dentre as operações ocorridas nesse período da década de 80, destaca-se a aquisição da RJR Nabisco pela Kohlberg Kravis & Co. (KKR), encerrada em novembro de 1988, tida como uma das maiores operações de aquisição já realizadas em todo o mundo. De fato, a KKR obteve o controle da RJR Nabisco pagando US\$ 109,00 por ação, levando o custo da operação a aproximadamente US\$ 25 bilhões⁵⁴. Referida operação deu origem ao livro *Barbarians at the gate — the fall of RJR Nabisco*⁵⁵, que posteriormente foi adaptado para o cinema⁵⁶.

52 RIBAS, Gustavo Santamaria Carvalhal. Das aquisições hostis na prática norte-americana e a perspectiva brasileira. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, nº 141, janeiro—março/2006, p. 124.

53 CORDEIRO, Antônio Menezes. Da tomada de sociedades (*takeover*): efectivação, valoração e técnicas de defesa. *Revista da Ordem dos Advogados*. Ano 54, Vol. III, dezembro/1994. Lisboa: Ordem dos Advogados, p. 765.

54 De acordo com estudo de caso elaborado por João Carvalho das Neves, Professor da Universidade Técnica de Lisboa. Disponível em: http://pascal.iseg.utl.pt/~jcneves/caso_nabisco.pdf. Acesso em 11.07.2009.

55 Burrough, Bryan. Helyar, John. *Barbarians at the gate — the fall of RJR Nabisco*. New York: Harper & Row Publishers, 1990.

56 BARBARIANS AT THE GATE. Direção de Glenn Jordan. EUA: Warner Home Video. 1 fita

Marina Martynova e Luc Renneboog registraram esse ambiente nos seguintes termos:

*The fourth takeover wave commenced in 1981, when the stock market have recovered from the preceding economic recession. The start of the fourth wave coincided with changes in antitrust policy, the deregulation of the financial sector, the creation of new financial instruments and markets (e.g. the junk bond market), as well as technological progress in the electronics industry. **The market for corporate control at this time was characterized by an unprecedented number of divestitures, hostile takeovers, and going-private transactions (LBOs and MBOs).** As the main motive for this wave, the academic literature suggests that the conglomerate structures created during the 1960s had become inefficient by the 1980s such that companies were forced to reorganize their businesses⁵⁷. (Grifos acrescentados)*

Como não poderia deixar de ser, também foi nessa época que começaram a surgir técnicas de defesa contra tentativas de tomada hostil do controle, assim como as primeiras decisões judiciais a respeito de suas validades. Essas matérias serão melhor analisadas no terceiro capítulo deste trabalho.

2.3.2. A incipiente experiência brasileira

Tendo em vista a alta concentração acionária que caracteriza o mercado brasileiro, assim como o fato de que a OPA para aquisição de controle só faz sentido econômico quando a companhia alvo tiver seu capital pulverizado e o controle não for majoritário, a realização desse tipo de operação no Brasil ainda se mostra deveras incipiente.

de vídeo (104 min), VHS, son., color., 1993. A versão brasileira leva o título "Selvagens em Wall Street".

57 MARTYNOVA, Marina and RENNEBOOG, Luc. A Century of Corporate Takeovers: What Have We Learned and Where Do We Stand? *Journal of Banking and Finance*, 2008; ECGI — Finance Working Paper No. 97/2005, p. 6. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=820984>. Acesso em 30.04.2009.

De fato, encontraram-se referências a três ofertas públicas de aquisição de ações para aquisição de controle no Brasil, destacando-se a que foi iniciada em 1971 pela Macrosul S.A. pelo controle do Sulbanco e a recente tentativa de tomada do controle da Perdigão S.A. por sua concorrente Sadia S.A., em julho de 2006.⁵⁸

2.3.2.1. A oferta da Macrosul S.A. pelo controle do Sulbanco

A tentativa pioneira de se adquirir o controle de uma companhia por intermédio de uma oferta pública de aquisição de ações ocorreu em 1971, ainda sob a égide do Decreto-Lei nº 2.627/40, quando a Macrosul S.A. publicou edital de oferta pública para a aquisição da totalidade das ações ordinárias do Sulbanco.

Naquela ocasião, a Macrosul ainda era uma sociedade de propósito específico em organização, cujo controle era detido pela Corpora, que, por sua vez, era uma sociedade holding pertencente ao Grupo Gerdau. O objetivo último da oferta era impedir a operação de fusão que estava sendo negociada entre as administrações do Sulbanco e do Brasul — Comercial de São Paulo. Tal operação não interessava ao Grupo Gerdau, que possuía, por intermédio da Corpora, sociedade com o Sulbanco em uma outra companhia, que se denominava Bansulvest.

Nesse sentido, foi publicado o edital da oferta no dia 15 de outubro de 1971, obrigando-se a Macrosul a adquirir as ações ordinárias de emissão do Sulbanco pelo preço de Cr\$ 4,00.

Todavia, a referida oferta perdeu seu objetivo no dia seguinte ao da publicação do edital, quando a administração do Sulbanco divulgou a desistência da companhia em prosseguir com a operação de

58 A outra oferta pública de aquisição de ações para aquisição de controle que se teve notícia foi a lançada pela Cia. Força e Luz Cataguazes – Leopoldina, em 1978, para a aquisição do controle da Cia. Mineira de Eletricidade. Para maiores detalhes a respeito dessa operação, vide CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *Direito societário e mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, pp. 63-73.

fusão com o Brasul. Isso fez com que a Macrosul retirasse imediatamente a sua oferta⁵⁹.

Tendo em vista que, até então, não havia uma regulação específica para esse tipo de operação no ordenamento jurídico pátrio, a oferta realizada pela Macrosul provocou intenso debate no âmbito da comunidade jurídica e financeira do Brasil a respeito de sua validade.

2.3.2.2. A oferta da Sadia S.A. pelo controle da Perdigão S.A.

Em julho de 2006, o mercado de valores mobiliários foi surpreendido com a oferta realizada pela Sadia pelo controle da Perdigão. Tal oferta, que só foi possível graças à pulverização do capital da Perdigão realizada no mesmo ano, foi a segunda tentativa de *takeover* que se tem registro de ter ocorrido no mercado brasileiro, e a primeira sob a regulação da Lei nº 6.404/76 e da Instrução CVM nº 361/2002.

O edital da OPA, publicado em 16 de julho de 2006, veiculou a intenção da Sadia de adquirir até 100% das ações de emissão da Perdigão, tendo a validade da oferta sido condicionada à sua aceitação por acionistas titulares de 50% mais uma ação representativa do capital social da Perdigão, fração que, naquela ocasião, correspondia a 66.978.577 ações ordinárias da companhia.

Naquela época, o estatuto da Perdigão já continha um mecanismo de proteção à dispersão acionária, que havia sido inserido na ocasião da pulverização de seu capital. Tal mecanismo consistia na exigência de que qualquer pessoa⁶⁰ que adquirisse ações da Perdigão em quantidade igual ou superior a 20% do total de ações de emissão da companhia deveria, dentro do período de um mês a partir da data

59 CARVALHOSA, Modesto. *Oferta pública de aquisição de ações*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979, p. 115.

60 O art. 34, § 1º do estatuto social da Perdigão define Acionista Adquirente como sendo “qualquer pessoa, incluindo, sem limitação, 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 Acionistas, que adquira ações, da Companhia, representativas ou não do Poder de Controle”.

de aquisição, realizar uma OPA da totalidade das ações de emissão da Perdigão⁶¹. O referido mecanismo ainda estabelecia que o preço pelas ações objeto da OPA deveria ser pago em moeda corrente nacional, e teria que ser calculado da seguinte forma:

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, observado o disposto no parágrafo 3º deste Artigo; (ii) 135% (cento e trinta e cinco por cento) do preço de emissão das ações em qualquer aumento de capital realizado mediante distribuição pública ocorrido no período de 24 (vinte e quatro) meses que anteceder a data em que se tornar obrigatória a realização da OPA nos termos deste Artigo 37, devidamente atualizado pelo IPCA até o momento do pagamento; e (iii) 135% (cento e trinta e cinco por cento) da cotação unitária média das ações de emissão da Companhia durante o período de 30 (trinta) dias anteriores à realização da OPA na bolsa de valores em que houver o maior volume de negociações das ações de emissão da Companhia⁶².

Tendo em vista que a administração da Sadia tinha planos de submeter a seus acionistas e aos acionistas da Perdigão uma proposta de reestruturação dessa última que resultaria na sua retirada do Novo Mercado da Bovespa, fez constar do edital da OPA que a oferta em curso também servia para a finalidade prevista no art. 38 do estatuto social da Perdigão (o estatuto da Perdigão determinava a realização de uma OPA, pelo acionista controlador, caso a assembléia geral deliberasse a saída da companhia do Novo Mercado).

A Sadia observou corretamente tanto as determinações legais quanto as exigências constantes do estatuto da Perdigão, especialmente no que diz respeito à formulação do preço da oferta⁶³. A esse

61 Estatuto Social da Perdigão S.A., art. 37, § 2º. Disponível em <http://www.perdigao.com.br/ri>. Acesso em 10.07.2009.

62 Estatuto Social da Perdigão S.A., art. 37, § 2º. Disponível em <http://www.perdigao.com.br/ri>. Acesso em 10.07.2009.

63 Segundo Luiz Leonardo Cantidiano, “dita proposta pública atendia, a um só tempo, (1) a regulamentação vigente — *que faculta a apresentação de oferta voluntária visando a aquisição do controle acionário da companhia alvo* —, (2) as normas constantes do estatuto da Perdigão,

respeito, a Sadia ofertou R\$ 27,88 por ação da Perdigão, o que equivalia a R\$ 3,7 bilhões, a serem pagos à vista e em dinheiro⁶⁴.

Todavia, no dia 18 de julho de 2006, ou seja, dois dias após a publicação do edital da OPA, a Perdigão publicou fato relevante divulgando ter sido informada que acionistas titulares de mais de 50% as ações representativas de seu capital social haviam recusado a oferta formulada pela Sadia. No dia seguinte (19 de julho), a Perdigão, atendendo a determinação constante de ofício enviado pela CVM, divulgou o nome dos acionistas que haviam recusado a oferta⁶⁵.

Sendo assim, no dia 19 de julho a Sadia divulgou fato relevante ao mercado para confirmar a validade de sua oferta, alegando que o prazo para que fosse atendida sua condição de aceitação da oferta por acionistas titulares de, no mínimo, 50% mais uma das ações de emissão da Perdigão encerrar-se-ia somente no dia 24 de outubro de 2006. Contudo, imediatamente a CVM divulgou uma nota em seu site na internet informando que “a recusa antecipadamente manifestada por acionistas titulares de mais de 50% do capital da Perdigão, e dado que não houvesse renúncia, pela Sadia, da condição de aceitação por mais de 50% do capital social, a oferta teria, a princípio, perdido sua eficácia”⁶⁶. Isto posto, a CVM iria notificar a Sadia para que, no prazo

não apenas quanto a obrigatoriedade de apresentação de oferta, nas hipóteses acima referidas, mas também quanto aos critérios para determinação do preço ofertado e (3) a regulamentação editada pela Bovespa, aplicável às companhias abertas. (Análise do caso Sadia versus Perdigão: uma tentativa de takeover. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). *Sociedade anônima: 30 anos da Lei 6.404/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 234).

64 STEINBERG, Carla. *A oferta pública de ações para aquisição de controle*. Monografia (Graduação). Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2007, p. 56.

65 De acordo com o fato relevante divulgado em 19.07.2006, recusaram a oferta da Sadia: Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil — Previ (15,72%); Fundação Petrobras de Seguridade Social — Petros (11,72%); Fundação Telebrás de Seguridade Social — SISTEL (6,43%); Fundação de Assistência e Previdência Social do BNDES — FAPES (4,59%); Fundação Vale do Rio Doce de Seguridade Social — VALIA (4,15%); Real Grandeza — Fundação de Previdência e Assistência Social (3,55%); Fundo de Investimentos em Títulos e Valores Mobiliários LIBRIUM (2,17%); Caixa de Previdência dos Funcionários do Sistema Banerj — PREVI-BANERJ (1,50%); Perdigão Sociedade de Previdência Privada — PSPP (0,11%); e WEG Participações e Serviços S.A. (5,45%), totalizando, portanto, 55,38% do capital social da Perdigão.

66 CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Análise do caso Sadia versus Perdigão: uma tentativa de

de 24 horas, esclarecesse se alteraria os termos e condições de sua oferta.

Irresignada, no dia 20 de julho a Sadia divulgou fato relevante ao mercado para informar que havia aumentado sua oferta de R\$ 27,88 para R\$ 29,00 por ação, o que encareceria a operação em R\$ 200 milhões, perfazendo o montante de R\$ 3,9 bilhões, quantia esta que, na ocasião, correspondia ao próprio valor de mercado da Sadia⁶⁷.

Mais uma vez, a Perdigão divulgou fato relevante ao mercado para informar que a oferta havia sido recusada por acionistas titulares de ações representativas de 55,38% de seu capital social.

No dia 21 de julho, a CVM se manifestou pela ineficácia da oferta revisada, por não ter sido verificada uma de suas condições, qual seja, o percentual de adesão mínimo. Tal manifestação logrou encerrar, de uma vez por todas, a empreitada pretendida pela Sadia⁶⁸.

Não foi daquela vez, portanto, que o mercado brasileiro teve concretizada a sua primeira tomada hostil de controle, mas esse evento suscitou algumas reflexões a respeito da atuação da CVM no âmbito de ofertas públicas voluntárias para aquisição de ações.

A esse respeito, Luiz Leonardo Cantidiano, com toda razão, apresentou as seguintes críticas à atuação da CVM no referido episódio:

takeover. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). *Sociedade anônima: 30 anos da Lei 6.404/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 235.

67 STEINBERG, Carla. *A oferta pública de ações para aquisição de controle*. Monografia (Graduação). Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2007, p. 60.

68 Ironicamente, após perdas financeiras bilionárias decorrentes de operações com derivativos cambiais no ano de 2008, a Sadia se encontrava altamente endividada e se viu obrigada a buscar formas de levantar capital: a melhor solução encontrada foi uma associação justamente com a Perdigão. Referida associação foi divulgada em fato relevante de 19.05.2009, segundo o qual, após a realização de uma complexa série de atos societários, a operação resultaria na BRF — Brasil Foods S.A., que se tornaria a maior processadora de carne de frango do mundo, segundo reportagem publicada no Portal Exame (<http://portalexame.abril.com.br/negocios/sadia-perdigao-confirnam-megafusao-471184.html>). Acesso em 10.07.2009).

Considerando que ainda não havia se verificado o início do processamento da oferta, bem como a circunstância de a proposta formulada pela Sadia não estar submetida a registro perante a CVM, e tendo presente a liberdade que tinha o ofertante de sujeitar a realização da operação a condições que legitimamente viesse a escolher (...), assim como a faculdade de aguardar até a data de realização do leilão para decidir sobre eventual renúncia a qualquer das condições, **entendo que a CVM não estava habilitada, como fez, a exigir que, em determinado prazo, por ela assinalado, viesse a Sadia a manifestar sua abdicação à condição prevista no item 5.2.7 do edital** (aceitação por acionistas titulares de 50% mais uma ação de emissão da companhia alvo), revogando a oferta caso contrário.

Com a referida decisão, a meu juízo equivocada, e que foi adotada sem que a agência reguladora do mercado estivesse habilitada a proferi-la, acionistas da Perdigão, titulares de cerca de 46% de seu capital, ficaram impedidos de se manifestar sobre a proposta de compra que lhes fora apresentada⁶⁹. (Grifos acrescentados)

Espera-se, portanto, que em eventuais OPAs para aquisição de controle que venham a ocorrer no futuro, a CVM seja mais prudente em suas manifestações, observando estritamente a legislação aplicável, de forma a não interferir indevidamente em aspectos da OPA que dizem respeito exclusivamente à autonomia privada.

3. Mecanismos de defesa contra a tomada hostil do controle

Em razão da crescente onda de tomadas hostis de controle nos Estados Unidos ocorrida na década de 1980, foram criados, por advogados e agentes do mercado, mecanismos de defesa contra esse tipo de operação no intuito de preservar a estrutura de controle das com-

69 CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Análise do caso Sadia versus Perdigão: uma tentativa de takeover. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). *Sociedade anônima: 30 anos da Lei 6.404/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2007, pp. 243/243.

panhias que, potencialmente, estariam suscetíveis a uma investida de um *corporate raider*.

Referidos mecanismos podem ser preventivos, caso a companhia já os adote independentemente de ser alvo de uma tentativa de *hostile takeover*, ou repressivos, se a companhia os empregar como forma de tentar frustrar uma tentativa de tomada hostil de controle em curso.

A respeito da classificação desses mecanismos de defesa, o professor português Jorge Brito Pereira esclarece que:

(...) existe uma área em que, seja no universo da administração da sociedade em causa, seja no universo dos seus accionistas por via das deliberações da Assembléia Geral, podem ser tomadas medidas e estratégias que têm como objectivo último fazer perigar ou comprometer o sucesso de uma oferta potencial ou actual.

Nuns casos, essas medidas e estratégias são o resultado de uma actuação proactiva da sociedade, sendo tomadas previamente sem a premência do lançamento de qualquer oferta indesejada — são as chamadas *estratégias preventivas*. Noutros casos, essas medidas e estratégias são o resultado de uma actuação reactiva, sendo tomadas já no decurso de uma determinada oferta, tendo por objectivo imediato comprometer o seu sucesso — são as chamadas *estratégias de defesa*. Existe ainda uma zona de estratégias que, em rigor, assentam num e noutro conceito — é o caso das *estratégias de defesa diferida* que, sendo constituídas em momento anterior ao do conhecimento de uma dada oferta, apenas produzem seus efeitos jurídicos em momento posterior ao do conhecimento do lançamento de uma OPA indesejada⁷⁰.

As medidas preventivas de defesa ficaram conhecidas pela denominação de *shark repellents*, podendo a *poison pill* ser enquadrada

70 PEREIRA, Jorge Brito. Os limites da defesa a uma oferta pública de aquisição hostil no direito português. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, ano 4, nº 12, abr.-jun. 2001, pp. 218/219.

tanto como espécie desse gênero, quanto como “estratégia de defesa”, de acordo com a forma que for empregada.

Sem a pretensão de examinar todos os mecanismos de defesa existentes, passa-se a analisar, nas linhas que se seguem, os mecanismos de defesa mais populares, com destaque para o mecanismo conhecido como *poison pill*.

3.1. Mecanismos preventivos — os *shark repellents*

Além da *poison pill*, os mecanismos preventivos de defesa contra tomadas hostis de controle mais populares são: (i) *staggered board*; (ii) *supermajority rules*; (iii) *accelerated loans*, e (iv) *golden parachutes*.

3.1.1. *Staggered Board*

Esse mecanismo tem por objetivo dificultar a troca de comando de uma companhia por eventual adquirente do controle e consiste em alternar o período de mandato dos membros do conselho de administração. Geralmente, dividem-se os membros do conselho de administração em três grupos, de forma que, a cada ano, apenas 1/3 do conselho de administração possa ser substituído. Ademais, atribui-se ao próprio conselho de administração competência exclusiva para alterar o número de conselheiros e a forma de composição do conselho, de modo a impedir que uma simples reforma do estatuto social possa eliminar esse mecanismo de defesa⁷¹.

Disso decorre que o eventual adquirente do controle somente logrará exercer plenamente o controle da companhia alvo após duas assembleias gerais ordinárias, quando terá, então, conseguido eleger

71 CLARK, Robert Charles. *Corporate law*. New York: Aspen Publishers, 1986, p. 576.

a maioria dos membros do conselho de administração. Com efeito, tal mecanismo faz com que potenciais adquirentes do controle da companhia reflitam melhor sobre a conveniência e oportunidade de incorrerem em elevados gastos com uma oferta hostil cujo resultado pretendido (a aquisição plena do controle) se verificará após, no mínimo, dois anos da conclusão da operação.

No Brasil, no entanto, esse mecanismo é inaplicável, eis que a assembleia geral é soberana para eleger e destituir os membros do conselho de administração da companhia a qualquer tempo⁷².

3.1.2. *Supermajority rules*

A idéia por trás das *supermajority rules* é a de criar um *quorum* qualificado bastante elevado para a deliberação de certas matérias, tais como a fusão da companhia com outra sociedade e a alienação de ativos relevantes.

O mecanismo em tela funciona na hipótese de um terceiro adquirir o controle da companhia por intermédio de oferta hostil, mas não conseguir adquirir parcela substancial do capital além daquela necessária para lhe assegurar o “controle”, ficando a companhia com um *free float* substancial.

Plínio José Lopes Shiguematsu adverte que a referida técnica também não é aplicável no ordenamento jurídico brasileiro, uma vez que o art. 136 da Lei nº 6.404/76 já estabelece *quorum* qualificado para a deliberação de certas matérias, cuja elevação pelo estatuto social só é permitida quando se tratar de companhias fechadas. O mencionado autor também destaca que além de um obstáculo a uma possível tomada hostil de controle, as *supermajority rules* podem “deses-

72 Lei nº 6.404/76, art. 140: “O conselho de administração será composto por, no mínimo, 3 (três) membros, eleitos pela assembleia-geral e por ela destituíveis a qualquer tempo, devendo o estatuto estabelecer: (...)”.

timular propostas interessantes de aquisição e ainda entrincheirar administrações ineptas”⁷³.

3.1.3. *Accelerated loans*

A tática conhecida como *accelerated loans* consiste na inserção, nos principais contratos de empréstimo e financiamento celebrados pela companhia, de cláusula determinando o vencimento antecipado das dívidas caso o controle da companhia seja adquirido por intermédio de uma oferta hostil.

O efeito desse mecanismo é a criação, para a companhia alvo, da obrigação de pagar imediatamente altas somas em dinheiro para seus credores.

Todavia, a real eficácia desse mecanismo é posta em cheque na seguinte reflexão do professor Robert C. Clark:

*In practice, of course, the major creditors might find they were scorching their own feet. If the target actually had to liquidate many assets to repay the loans, the loans might not be repaid in full. If, more realistically, the offeror simply paid off the loans and refinanced them with other lenders, the original lenders would have lost a potential customer and the offeror would be subjected only to some transaction costs and perhaps to a higher interest rate — that is, to an irritant rather than a repellent*⁷⁴.

Por se tratar de ajuste contratual com credores perfeitamente enquadrável no campo da autonomia da vontade, essa tática é passível de aplicação no Brasil.

73 SHIGUEMATSU, Plínio José Lopes. Mecanismos de proteção e estratégias de defesa em tomadas hostis de controle In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de e ARAGÃO, Leandro Santos de. (Coord.). *Direito Societário — Desafios atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 417.

74 CLARK, Robert Charles. *Corporate law*. New York: Aspen Publishers, 1986, p. 577.

3.1.4. *Golden parachutes*

A tática de fabricar “paraquedas de ouro” para a alta administração da companhia consiste na inclusão, no contrato de trabalho dos principais executivos, de cláusula prevendo altas compensações financeiras caso a companhia seja alvo de uma tomada hostil de controle.

Com efeito, esse mecanismo funciona tanto para desestimular uma possível aquisição hostil (de acordo com o custo que a compensação financeira gerará para a companhia) quanto para garantir uma certa segurança aos executivos da companhia alvo, haja vista que geralmente se procede à substituição da administração da companhia alvo após uma tomada hostil de controle bem sucedida⁷⁵.

Há também uma variação dessa tática conhecida como *silver parachutes*, que nada mais é do que o *golden parachute* adaptado a um maior número de funcionários, cujo valor da compensação, logicamente, será inferior ao da compensação conferida aos principais executivos da companhia⁷⁶.

No Brasil, tendo em vista as particularidades do regime jurídico dos administradores das companhias⁷⁷, bem como o fato de que, em muitos casos, inexistente um contrato de trabalho entre o administrador e a companhia, o mecanismo de *golden parachute* tem sido adotado no âmbito de “planos de remuneração variável dos administradores”, que são aprovados pela assembléia geral (ou pelo conselho de administração, se assim prever o estatuto social).

75 Idem, loc. cit.

76 SHIGUEMATSU, Plínio José Lopes. Mecanismos de proteção e estratégias de defesa em tomadas hostis de controle In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de e ARAGÃO, Leandro Santos de. (Coord.). *Direito Societário — Desafios atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 424.

77 A respeito do regime jurídico dos diretores de sociedades anônimas, v. CAMPINHO, Sérgio; PINTO, Mariana. Diretor estatutário x diretor empregado: o regime jurídico do diretor da sociedade anônima. *Revista Semestral de Direito Empresarial* nº 4. Rio de Janeiro: Renovar, jan.—jun./2009, pp. 3-28.

3.2. Mecanismos repressivos

No que diz respeito aos mecanismos repressivos contra tentativas de *hostile takeovers* já em curso, pode-se mencionar as seguintes táticas: (i) *green mail*; (ii) *pac-man defense*; (iii) *white knights*; (iv) *white squire*, e (v) *crown jewel defense*.

3.2.1. *Greenmail*

Resume-se o *greenmail* à recompra de ações de emissão da companhia de titularidade de um determinado acionista (ou grupo de acionistas), com o pagamento de um prêmio por elas. Assim, a companhia alvo de um *takeover* já em curso recompraria, do potencial novo controlador, as ações por ele adquiridas no âmbito da oferta hostil, pagando por elas um preço que carrega embutido um prêmio substancial, entendendo que essa medida faria com que o potencial novo controlador desistisse do *takeover*.

Com efeito, tal medida gera um tratamento não equitativo em relação aos demais acionistas da companhia, além de grande especulação com as ações de emissão da companhia. Não sem motivo, a utilização do *greenmail* foi muito criticada nos Estados Unidos, conforme registra Plínio José Lopes Shiguematsu:

Nos Estados Unidos, o seu uso foi questionado em algumas cortes e, embora possua uma natureza discriminatória, recebeu sinal verde da corte de Delaware, reconhecida por sua especialização em questões societárias. No entanto, a jurisprudência de cortes de outros estados norte-americanos, como a Califórnia, deram suporte aos acionistas que questionaram o uso do *greenmail*, por entender que ocorreu quebra do dever fiduciário dos administradores.

(...)

(...) o governo buscou controlar esse tipo de operação e, em 1987, o congresso norte-americano inseriu em seu código de imposto sobre a renda a previsão de pagamento de uma alíquota de 50% sobre o

ganho realizado no recebimento de valores relacionados ao *greenmail*⁷⁸.

A utilização do *greenmail* no Brasil esbarra nas restrições à negociação, pela companhia, de suas próprias ações, contidas no art. 30 da Lei nº 6.404/76.

3.2.2. *Pac-man defense*

A defesa *pac-man* tem aplicação quando uma oferta hostil é realizada por uma outra companhia, e nada mais é do que um contra-ataque da companhia alvo do *takeover*, que, ao ser informada da oferta pelas ações de sua emissão, formula uma oferta pelas ações da companhia que realizou a oferta inicial por suas ações.

Esse expediente é de difícil aplicação, tendo em vista que para formular a oferta "*pac-man*", a companhia alvo do *takeover* provavelmente terá que levantar vultosos recursos para garantir o pagamento do preço aos aceitantes de sua oferta, além de arcar com as elevadas despesas inerentes a esse tipo de operação. Disso decorre, inevitavelmente, a verificação um alto endividamento da companhia alvo que opta pela defesa *pac-man*.

Tem-se registro de duas ocasiões em que a defesa *pac-man* foi utilizada: (i) na tentativa de compra da Martin Marietta por Bendix Corporation (1982) e (ii) na tentativa de compra da American Brands Corporation pela E-II Holding (1988)⁷⁹.

78 SHIGUEMATSU, Plínio José Lopes. Mecanismos de proteção e estratégias de defesa em tomadas hostis de controle In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de e ARAGÃO, Leandro Santos de. (Coord.). *Direito Societário — Desafios atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 425.

79 Para maiores detalhes a respeito dessas operações, v. SHIGUEMATSU, Plínio José Lopes. Mecanismos de proteção e estratégias de defesa em tomadas hostis de controle In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de e ARAGÃO, Leandro Santos de. (Coord.). *Direito Societário — Desafios atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, pp. 427/428.

3.2.3. *White knights*

A administração de uma companhia que está sendo alvo de uma tentativa de tomada hostil do controle pode sair à procura de um *white knight*, isto é, de um terceiro para realizar uma oferta concorrente à do primeiro ofertante, mais atrativa tanto para a administração quanto para os acionistas da companhia alvo.

A prática desse tipo de defesa foi bastante difundida nos Estados Unidos, tendo, inclusive sido retratada no filme “Wall Street — poder e cobiça”⁸⁰, onde o personagem interpretado pelo ator Michael Douglas (Gordon Gekko) inicia uma tentativa de *takeover* contra a companhia aérea Bluestar e, como medida de defesa, representantes dos sindicatos de funcionários da empresa saem à procura de um *white knight*, acabando por conseguir uma “oferta amigável” por parte do personagem interpretado por Terence Stamp (Sir. Larry Wildman), que fez as vezes do “cavaleiro branco”.

3.2.4. *White squire*

A tática denominada *white squire defense* assemelha-se bastante à defesa *white knight* no que diz respeito ao seu aspecto operacional, contudo, desta diferenciando-se na medida em que seu objetivo não é achar um interessado em realizar uma oferta concorrente à do ofertante inicial, mas sim encontrar um investidor estratégico para subscrever ações de seu capital em uma emissão de novas ações.

Com essa medida, aumenta-se o capital da companhia e, conseqüentemente, o custo da operação de *takeover*, forçando o potencial adquirente do controle a desistir de seu desiderato.

80 WALL STREET. Direção de Oliver Stone. EUA: 20th Century Fox Film Corporation. 1 fita de vídeo (126 min), VHS, son., color., 1987. A versão brasileira foi intitulada “Wall Street — poder e cobiça”.

Alertam Louis Loss e Joel Seligman que, para assegurar que o *white squire* não se torne um indesejado adquirente do controle, a operação de subscrição de ações geralmente é acompanhada de um contrato por meio do qual o subscritor se obriga a não adquirir mais ações da companhia alvo por um determinado período de tempo⁸¹.

Plínio José Lopes Shiguematsu menciona que o investidor Warren Buffet é um famoso *white squire*:

Ele conseguiu participações em diversas companhias, através de sua empresa, a Berkshire Hathaway, ao participar como *white squire* em empresas como Gillette, Coca-Cola, U.S. Air e Salomon Brothers. Em 1989, ele investiu US\$ 600 milhões em ações preferenciais da Gillette, que, após a conversão lhe renderam uma participação de 11% nas ações com direito a voto⁸².

3.2.5. *Crown jewel defense*

Também conhecida como “venda da jóia da coroa”, essa forma de defesa consiste na venda imediata, para terceiros, de um ativo valioso da companhia que seja relevante para o possível adquirente do controle que já tenha iniciado uma tentativa de *takeover*, de forma a tornar a companhia um alvo desinteressante para este último.

Embora não seja expressamente vedada, a aplicação dessa forma de defesa no Brasil deve ser precedida de cautelosa análise por parte da administração da companhia alvo, vez que a alienação de um ativo importante para a própria companhia alvo pode caracterizar a prática de um ato contrário aos interesses sociais, sujeitando seus

81 LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel. *Fundamentals of securities regulation*. New York: Aspen Law & Business, 4th Ed., 2000, p. 570.

82 SHIGUEMATSU, Plínio José Lopes. Mecanismos de proteção e estratégias de defesa em tomadas hostis de controle In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de e ARAGÃO, Leandro Santos de. (Coord.). *Direito Societário — Desafios atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 430.

administradores à responsabilização por infração ao art. 154 da Lei nº 6.404/76⁸³.

Por outro lado, o ativo a ser alienado pode ser considerado relevante pelo potencial adquirente do controle, mas não estar relacionado à atividade principal da companhia. Nesse caso, em princípio, não haveria qualquer óbice para a alienação do ativo, sendo essa venda inclusive recomendada por Calixto Salomão Filho, uma vez que “evita um potencial desvirtuamento da atividade social futura em função dos interesses do adquirente”⁸⁴.

3.3. A *poison pill* no cenário norte-americano

A *poison pill* é um mecanismo que, de acordo com a classificação proposta por Jorge de Brito Pereira, pode ser considerado atualmente como uma estratégia de defesa diferida, eis que pode ser criado pela administração diante de uma ameaça efetiva de *takeover* ou pode já existir no estatuto de uma companhia como uma medida preventiva.

A primeira versão do mecanismo que ficou conhecido como *poison pill* foi arquitetada em 1982 pelo advogado norte-americano Martin Lipton, que a denominou *Warrant Dividend Plan*. No trecho abaixo transcrito, o próprio Martin Lipton e Paul K. Rowe descrevem o surgimento dessa forma de defesa e como se deu a origem do nome *poison pill*. Veja-se:

In September 1982 Martin Lipton published a memorandum describing the “Warrant Dividend Plan”. The “warrant” of the “Warrant

83 Lei nº 6.404/76: “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”.

84 SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*. 3ª Ed. São Paulo: Malheiros, 2006, p. 149.

Dividend Plan” was a security that could be issued by the board of directors of a target company that would have the effect of increasing the time available to the board to react to an unsolicited bid and allowing the board to maintain control over the process of responding to the bid. In various forms it was used successfully by targets of hostile bids in 1982 and 1983 to gain time and maximize shareholder value. In 1983 Mr. Lipton’s plan was christened with the unfortunate name, “Poison Pill” by an investment banker who had nothing to do with its creation, but who, when asked by a Wall Street Journal reporter what a security (modeled on the Warrant Dividend Plan) issued by Lenox, Inc. on the advice of Mr. Lipton was called, responded flippantly “a poison pill”⁸⁵.

O *Warrant Dividend Plan* tinha como instrumento a distribuição de “direitos” (que tinham a feição de uma opção de compra cujo exercício era condicionado à verificação de determinados eventos) a todos os acionistas da companhia, à proporção de um “direito” por ação. O funcionamento da estratégia era relativamente simples: quando um acionista (ou grupo de acionistas) realizasse uma oferta para adquirir o controle ou lograsse adquirir, via mercado, um percentual específico do capital social da companhia (geralmente, de 15% a 20%), ou anunciasse sua intenção de o fazer, a faculdade de se adquirir ações a preços muito abaixo dos praticados no mercado, conferida pelos “direitos”, poderia, então, ser exercida.

Assim, ocorrendo o evento que caracterizava o “gatilho” da *poison pill*, cada “direito” outorgaria a seu titular a faculdade de adquirir uma ou mais ações da companhia alvo (no caso das *poison pills* do tipo *flip-in*) ou uma ou mais ações do potencial adquirente do controle (no caso das *poison pills* do tipo *flip-over*), em ambos os casos, por um preço substancialmente abaixo do valor de mercado. Como os “direitos” expressamente não podiam ser exercidos pelo po-

85 LIPTON, Martin; ROWE, Paul K. *Pills, polls and professors: a reply to professor Gilson*. New York: New York University Center for Law and Business, Apr. 2001, p. 13. Disponível em http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=268520. Acesso em 10.07.2009.

tencial adquirente do controle, este acabava tendo sua participação bastante diluída na companhia alvo, de forma que o prosseguimento da operação de aquisição do controle, tanto via mercado, quanto via oferta pública, tornava-se extremamente caro⁸⁶.

Portanto, o objeto final da *poison pill* é elevar o custo da operação de tomada hostil de controle a um patamar que seja desinteressante para o potencial adquirente do controle, de forma a desestimular o prosseguimento (no caso de uma *poison pill* de defesa) ou a formulação (no caso de uma *poison pill* preventiva) de uma operação de *hostile takeover*.

Importante destacar que os “direitos” atribuídos aos acionistas no âmbito do *Warrant Dividend Plan* eram distribuídos a título de dividendos, e, como no sistema norte-americano, compete exclusivamente ao conselho de administração a decisão de distribuir dividendos, o *Warrant Dividend Plan* poderia ser implementado sem que houvesse necessidade de qualquer aprovação específica por parte dos acionistas⁸⁷.

Como anotou Len Costa, o termo *poison pill* (pílula de veneno, em português) vem do campo da espionagem, e se refere às cápsulas de cianureto que os espiões eram instruídos a ingerir, caso estivessem prestes a ser capturados pelo inimigo. No que diz respeito à tentativas de tomada hostil de controle, as *poison pills* são igualmente fatais⁸⁸.

A respeito das modalidades *flip-in* e *flip-over* de *poison pill*, vale transcrever o esclarecimento do professor Paulo Fernando Campos Salles de Toledo:

Há duas modalidades básicas de *poison pills*: *flip-in* e *flip-over*. As primeiras conferem aos acionistas (exceto ao adquirente) o direito de

86 SUBRAMANIAN, Guhan. The Poison Pill. *Harvard Business School Review*, Cambridge, 9 Nov. 2001, p. 1.

87 Idem, loc. cit.

88 COSTA, Len. *The Perfect Pill*. Disponível em: http://www.legalaffairs.org/issues/March-April-2005/toa_costa_marapr05.msp. Acesso em 10.07.2009.

subscrever ações emitidas pela companhia-alvo a um preço substancialmente inferior ao de mercado. As segundas atribuem aos acionistas da companhia-alvo o direito de adquirir ações da adquirente (ou seja, da companhia resultante da fusão, ou da incorporadora) igualmente por um preço muito menor⁸⁹.

É fato que a *poison pill*, originalmente concebida conforme o *Warrant Dividend Plan* de 1982, foi evoluindo com o passar do tempo, sofrendo modificações de acordo com as particularidades das companhias envolvidas em operações de *takeover*, mas sem nunca perder seu princípio básico: tornar a conclusão da tomada do controle extremamente onerosa para o adquirente, de forma a desestimulá-lo de continuar sua empreitada.

Segundo Len Costa, “desde 1985, nenhum potencial adquirente ‘engoliu a pílula’ e obteve sucesso na tomada do controle de uma companhia protegida”⁹⁰.

Como, no sistema norte-americano, é o conselho de administração da companhia alvo que realiza uma primeira análise das ofertas de aquisição e, conforme o caso, utiliza um mecanismo de defesa contra a tentativa de tomada de controle, existe grande preocupação com o fato de a utilização da *poison pill* possibilitar o “entrenchamento” de administrações ineficientes⁹¹. Da mesma forma, questiona-se a possibilidade de o conselho de administração analisar a oferta de aquisição visando ao benefício particular de seus membros, e não no melhor interesse da companhia (o que, em última análise, é o melhor

89 TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. Poison pill: modismo ou solução? In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de e ARAGÃO, Leandro Santos de. (Coord.). *Direito Societário — Desafios atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 160.

90 Tradução livre do original “No acquirer since 1985 has ‘swallowed a pill’ and successfully taken over a protected company” (COSTA, Len. *The Perfect Pill*. Disponível em: http://www.legalaffairs.org/issues/March-April-2005/toa_costa_marapr05.msp. Acesso em 10.07.2009).

91 Como se sabe, uma administração ineficiente tende a refletir negativamente na cotação das ações da companhia, e, uma companhia cujas ações estão subvalorizadas, por sua vez, tende a torna-se alvo de uma tentativa de tomada hostil de controle.

interesse dos seus acionistas). Caracteriza-se, portanto, o problema de agência, mencionado na nota de rodapé nº 13 deste trabalho.

Sobre esse particular, recorre-se novamente às sempre pertinentes ponderações de Paulo Fernando Campos Salles de Toledo:

Há dois fatores que merecem ser enfocados a respeito deste ponto. Um deles é o que incumbe aos administradores da companhia atuar no sentido de atingir os fins por ela buscados e de atender os interesses sociais. Para tanto, espera-se que eles examinem a oferta com proficiência e procurem outros eventuais interessados que ofereçam condições mais atraentes para o negócio. Justifica-se, pois, que os administradores tenham, entre suas atribuições, receber a oferta de aquisição.

Por outro lado, não se pode esquecer que uma consequência óbvia da tomada de controle será a adequação do quadro de administradores aos interesses do novo controlador. É claro que isso irá acarretar uma “dança das cadeiras”, protagonizada pelos integrantes da alta gestão da empresa. Por mais desapegados que estes sejam, não se pode censurá-los por defenderem seus próprios interesses. O problema é o risco de que os coloquem acima dos interesses da companhia. Com isso, os prejudicados são os acionistas, que deixam de receber o justo preço por suas ações — quando vendidas por um montante inferior ao que poderia ser alcançado — ou, pelo contrário, quando não negociadas, enquanto a oferta devesse ter sido aceita⁹².

No campo judicial, já foi questionada a validade tanto de atos de resistência da administração contra tentativas de tomada hostil de controle quanto da adoção de *poison pills*. A esse respeito, a Suprema Corte do estado norte-americano de Delaware vem, desde 1985, apresentando um entendimento de que cada caso deve ser analisado isoladamente à luz do *business judgment rule*⁹³ e da razoabilidade da defesa diante da ameaça apresentada pela tentativa de tomada hostil.

92 TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. Poison pill: modismo ou solução? In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de e ARAGÃO, Leandro Santos de. (Coord.). *Direito Societário — Desafios atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 162.

93 Guhan Subramanian, reportando-se ao caso *Aronson v. Lewis*, Del.Supr., 473 A.2d 805, 812

O caso que é considerado como o *leading case* sobre o tema é o *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*⁹⁴, julgado em 1985 pela Suprema Corte de Delaware. Na ocasião, a Mesa Petroleum, que já era acionista da Unocal, iniciou uma tentativa de *takeover*, ofertando pagamento em dinheiro para adquirir uma determinada quantidade de ações que lhe garantiria o controle da Unocal e o pagamento em valores mobiliários para as ações rémanescentes.

Considerando inadequada a oferta formulada pela Mesa Petroleum, o conselho de administração da Unocal, sob a assessoria de Peter Sachs, do banco de investimentos Goldman Sachs & Co., pôs em prática uma estratégia de defesa que consistia em realizar uma oferta concorrente à da Mesa Petroleum a seus acionistas para a permuta de ações por títulos de dívida por um valor substancialmente superior ao ofertado pela Mesa Petroleum, sendo que esta última, obviamente, foi excluída do universo de destinatários da oferta concorrente.

Entendendo que a medida tomada pelo conselho de administração da Unocal era discriminatória, a Mesa Petroleum iniciou um processo judicial contra a referida companhia.

Ao decidir o caso, a Suprema Corte de Delaware, aplicando o *business judgment rule*, entendeu não apenas que a medida tomada pelo conselho da administração da Unocal não era discriminatória em relação à Mesa Petroleum, mas, também, que a atitude dos conselheiros foi razoável em razão da ameaça representada pela oferta hostil formulada pela Mesa Petroleum.

(1984), define o *business judgment rule* como sendo uma presunção de que as decisões negociais dos diretores de companhias são tomadas com base em informações de qualidade, de boa-fé e no honesto entendimento de que a atitude realizada foi no melhor interesse da companhia. Tradução livre do original “*The business judgment rule is ‘a presumption that in making a business decision the directors of a corporation acted on an informed basis, in good faith and in the honest belief that the action taken was in the best interests of the company’*” (SUBRAMANIAN, Guhan. The Poison Pill. *Harvard Business School Review*, Cambridge, 9 Nov. 2001, p. 8.).

94 493 A.2d 946 (Del. Supr., 1985).

Pela relevância da decisão proferida no caso em tela, vale transcrever os seguintes trechos da sentença:

A further aspect is the element of balance. If a defensive measure is to come within the ambit of the business judgment rule, it must be reasonable in relation to the threat posed. This entails an analysis by the directors of the nature of the takeover bid and its effect on the corporate enterprise. Examples of such concerns may include: inadequacy of the price offered, nature and timing of the offer, questions of illegality, the impact on "constituencies" other than the shareholders (i.e., creditors, employees, and perhaps even the community generally), the risk of nonconsummation, and the quality of securities being offered in the exchange.

(...)

In conclusion, there was directorial power to oppose the Mesa tender offer, and to undertake a selective stock exchange made in good faith and upon a reasonable investigation pursuant to a clear duty to protect the corporate enterprise. Further, the selective stock repurchase plan chosen by Unocal is reasonable in relation to the threat that the board rationally and reasonably believed was posed by Mesa's inadequate and coercive two-tier tender offer. Under those circumstances the board's action is entitled to be measured by the standards of the business judgment rules. Thus, unless it is shown by a preponderance of the evidence that the directors' decisions were primarily based on perpetuating themselves in office, or some other breach of fiduciary duty such as fraud, overreaching, lack of good faith, or being uninformed, a Court will not substitute its judgment for that of the board.

(...)

With the Court of Chancery's findings that the exchange offer was based on the board's good faith belief that the Mesa offer was inadequate, that the board's action was informed and taken with due care, that Mesa's prior activities justify a reasonable inference that its principle objective was greenmail, and implicitly, that the substance of the offer itself was reasonable and fair to the corporation and its stockholders if Mesa were included, we cannot say that Unocal directors have acted in such a manner as to have passed an "unintelligent and unadvised judgement" (...)⁹⁵.

⁹⁵ 493 A.2d 946 (Del. Supr., 1985), pp. 955, 958/959.

Ainda em 1985, a validade da *poison pill* propriamente dita foi à prova no caso *Moran v. Household International, Inc.*⁹⁶.

Nesse caso, o conselho de administração Household International, Inc., que era uma companhia constituída no estado do Delaware e cujo controle era pulverizado, aprovou, por 14 votos a 2, a adoção de uma *poison pill* preventiva do tipo *flip-over*, sem que estivesse em curso uma oferta hostil contra a companhia. John Moran, um dos conselheiros que votaram contra a adoção da *poison pill*, e que também era presidente da Dyson-Kissner-Moran Corporation (a maior acionista da Household), imediatamente ajuizou uma ação com o objetivo de questionar a validade da *poison pill* da Household.

Naquela oportunidade, a Suprema Corte de Delaware decidiu, na mesma linha do caso *Unocal*, que foi legítima a adoção da *poison pill* para proteger a companhia de técnicas coercivas de aquisição de controle, bem como que os conselheiros de administração deveriam receber os benefícios do *business judgment rule* no que dizia respeito à deliberação que aprovou a adoção da *poison pill*.

Essa linha de entendimento foi aplicada em outros casos julgados pela Suprema Corte de Delaware⁹⁷, criando, portanto, uma certa segurança quanto à legalidade desse mecanismo de defesa.

Isto posto, a utilização das *poison pills* se proliferou de tal forma que, em 1997, mais de 2.500 companhias norte-americanas possuíam *poison pills*. Guhan Subramanian registrou que uma pesquisa realizada pelo *Investor Responsibility Research Center (IRRC)* em 1998 apontou que, das 1.900 maiores companhias dos Estados Unidos, mais da metade (53%) possuíam *poison pills*⁹⁸.

⁹⁶ 500 A.2d 1346 (Del. Supr., 1985).

⁹⁷ Veja-se, por exemplo, *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.* — 565 A.2d 280 (Del. Supr., 1989) / 571 A.2d 1140 (Del. Ch., 1989), e *Unitrin, Inc. v. American General Corp.* — 651 A.2d 1361 (Del. Supr., 1995).

⁹⁸ SUBRAMANIAN, Guhan. The Poison Pill. *Harvard Business School Review*, Cambridge, 9 Nov. 2001, p. 10.

3.4. A *poison pill* nacional

No Brasil, onde o conselho de administração não ostenta poderes tão amplos quanto os que o *board of directors* do direito norte-americano possui, a utilização de *poison pills*, conforme originalmente arquitetadas, resta impossibilitada: a uma, porque a deliberação sobre a emissão de valores mobiliários pela companhia é, regra geral, de competência da assembléia de acionistas⁹⁹; a duas, porque à administração da companhia não é facultado proceder a tratamento não equitativo entre seus acionistas, e a três, porque a OPA para aquisição de controle é direcionada, exclusivamente, aos acionistas, não podendo a administração da companhia interferir diretamente nessa relação.

Sem embargo, com os instrumentos disponíveis em nosso ordenamento jurídico, desenvolveram-se, no Brasil, mecanismos estatutários de proteção contra a tomada hostil de controle nos casos de dispersão acionária que consistem na criação de obrigação, para o acionista que adquirir determinado percentual de ações, de realizar uma oferta pública para adquirir as ações dos demais acionistas por um preço determinado ou determinável.

Esses mecanismos têm sido equivocadamente chamados de *poison pill* pela comunidade jurídica e financeira. Muito embora possuam o mesmo objetivo das *poison pills* (tornar a tomada de controle economicamente desinteressante para o potencial adquirente), as “pilulas” brasileiras são mecanismos completamente diferentes das *poison pills* norte-americanas.

Os diretores da CVM Marcos Barbosa Pinto e Otavio Yazbek compartilham desse entendimento, tendo manifestado a opinião de

99 Essa regra geral é excepcionada nos seguintes casos: (i) quando o estatuto social atribui ao conselho de administração a competência para deliberar sobre a emissão de bônus de subscrição, conforme faculta o art. 76 da Lei nº 6.404/76 e (ii) quando o estatuto social atribui ao conselho de administração a competência para deliberar sobre o aumento de capital com emissão de novas ações dentro do limite de capital autorizado pelo estatuto, conforme autoriza o art. 166, inciso II, da Lei nº 6.404/76.

que “a utilização do termo ‘*poison pill*’ pode levar a uma associação indesejável com as *poison pills* norte-americanas, que têm características diferentes das brasileiras”¹⁰⁰.

Isto posto, para evitar a associação indesejável acima referida, sugere-se a não utilização do termo *poison pill* para designar os Mecanismos Estatutários de Proteção à Dispersão Acionária que vêm sendo utilizados por companhias brasileiras. No âmbito do presente trabalho, portanto, passa-se a tratar esses mecanismos simplesmente pela sigla “MPDA”.

Érica Gorga, em abrangente estudo, identificou a presença de dois tipos de MPDA no mercado brasileiro: (i) o MPDA “tipo A”, que cria a obrigação, para acionista que atinge uma determinada concentração acionária (geralmente entre 10% e 35% do capital social), de realizar uma oferta para adquirir até a totalidade das ações remanescentes da companhia;¹⁰¹ e (ii) o MPDA “tipo B”, que cria a obrigação, para o acionista que atinge uma determinada concentração acionária e deseja adquirir mais ações da companhia, de comunicar sua intenção à Companhia e ao Diretor de Pregão da Bovespa com certa antecedência, para que o Diretor de Pregão possa previamente convocar um leilão de compra do qual possam participar terceiros interferentes e até mesmo a própria companhia¹⁰¹.

Com efeito, o MPDA “tipo A” visa a encarecer a tomada do controle, com o objetivo de desestimular esse tipo de operação, enquanto o MPDA “tipo B” tem como propósito promover uma competição entre eventuais interessados em adquirir o controle da companhia, de forma a elevar o preço a ser pago pelas ações de sua emissão.

100 PINTO, Marcos Barbosa; YAZBEK, Otavio. *Poison Pills*. Memorando endereçado ao Colegiado da CVM em 14.04.2009, nota de fim de texto nº 2. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/infos/6491-0.asp>. Acesso em 10.07.2009.

101 GORGA, Erica. Changing the paradigm of stock ownership: from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries. In: *American Law & Economics Annual 18th Association Meeting*. Working paper 76, 2008, pp. 49/50. Disponível em <http://law.bepress.com/alea/18th/art76>. Acesso em 05.07.2009.

Uma redação bastante comum para o MPDA “tipo A” é a seguinte:

Art. X — Qualquer acionista que adquira ou se torne titular de outros direitos, inclusive usufruto ou fideicomisso, sobre as ações de emissão da companhia em quantidade igual ou superior a “X”% (“x” por cento) do total de ações de emissão da companhia, estará igualmente obrigado a, no prazo máximo de “Y” dias a contar da data de tal aquisição ou do evento que resultou na titularidade de tais direitos sobre ações em quantidade igual ou superior a “X”% (“x” por cento) do total de ações de emissão da companhia, realizar uma OPA, nos termos descritos neste artigo, sendo que, na hipótese de OPA sujeita a registro, o prazo de “Y” dias referido acima será considerado cumprido se neste período for solicitado tal registro.

Parágrafo 1º — A OPA deverá ser (i) dirigida indistintamente a todos os acionistas da Companhia, (ii) efetivada em leilão a ser realizado na BOVESPA, (iii) lançada pelo preço determinado de acordo com o previsto no Parágrafo 2º deste artigo, e (iv) paga à vista, em moeda corrente nacional, contra a aquisição na OPA de ações de emissão da Companhia.

Parágrafo 2º — 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) “Z”% (“z” por cento) do preço de emissão das ações no mais recente aumento de capital realizado mediante distribuição pública ocorrido no período de 24 (vinte e quatro) meses que anteceder a data em que se tornar obrigatória a realização da OPA nos termos deste artigo, devidamente atualizado pelo IPCA até o momento do pagamento; e (iii) “Z”% (“z” por cento) da média ponderada da cotação unitária média das ações de emissão da Companhia durante o período de 90 (noventa) dias de negociação anterior à realização da OPA na bolsa de valores em que houver o maior volume de negociações das ações de emissão da Companhia.

Já o MPDA “tipo B”, geralmente apresenta a seguinte redação:

Qualquer acionista que tenha subscrito e/ou adquirido ações de emissão da companhia, em quantidade igual ou superior a “X”% (“x”

por cento) do capital social da companhia e que deseje realizar uma nova aquisição de ações de emissão da companhia em bolsa de valores, estará obrigado a, previamente a cada nova aquisição, comunicar por escrito à companhia e ao diretor de pregão da BOVESPA, por meio da sociedade corretora pela qual pretenda adquirir as ações, sua intenção de adquirir outras ações de emissão da companhia, com antecedência mínima de “Y” dias úteis da data prevista para a realização da nova aquisição de ações, de tal modo que o diretor possa previamente convocar um leilão de compra a ser realizado em pregão da BOVESPA do qual possam participar terceiros interferentes e/ou eventualmente a própria companhia, observados sempre os termos da legislação vigente, da regulamentação da CVM e os regulamentos da BOVESPA aplicáveis.

A maneira que se encontrou de conferir efetividade aos MPDAs foi estabelecer, como sanção ao descumprimento da obrigação por eles estabelecida, a convocação de assembleia geral para deliberar sobre a suspensão do exercício dos direitos do adquirente decorrentes da sua condição de acionista, nos termos do art. 120 da Lei nº 6.404/76, ficando, este último, impossibilitado de votar nessa assembleia¹⁰². Um exemplo de redação dessa sanção é o seguinte:

Na hipótese do acionista adquirente descumprir as obrigações impostas por esta cláusula [de MPDA], inclusive no que concerne ao atendimento dos prazos, o conselho de administração da companhia convocará assembleia geral extraordinária, na qual o acionista adquirente não poderá votar, para deliberar sobre a suspensão do exercício dos seus direitos, conforme disposto no artigo 120 da Lei de S/A, sem prejuízo da sua responsabilidade pelas perdas e danos causados aos demais acionistas e à companhia.

¹⁰²Esse tipo de sanção foi classificado no estudo de Érica Gorga como “Cláusula Penal Tipo 1” (GORG, Erica. Changing the paradigm of stock ownership: from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries. In: *American Law & Economics Annual 18th Association Meeting*. Working paper 76, 2008, p. 50. Disponível em <http://law.bepress.com/alea/18tR/art76>. Acesso em 05.07.2009.).

Alguns MPDAs também prevêm, como sanção para acionistas que votarem a favor da supressão ou alteração do MPDA, a obrigação de eles mesmos realizarem uma oferta pública pela totalidade das ações da companhia, observando o método para cálculo do preço da oferta constante do MPDA. Esse tipo de sanção ficou vulgarmente conhecido como “cláusula pétrea”, e no estudo realizado por Érica Gorga foi denominado “Cláusula Penal Tipo 2”¹⁰³.

O mercado brasileiro já teve a oportunidade de assistir a um MPDA produzir seus efeitos quando, na oferta realizada pela Sadia visando a adquirir o controle da Perdigão (referida no item 2.3.2.2 acima), a Sadia observou estritamente os termos do MPDA constante do estatuto da Perdigão para estabelecer o preço de sua oferta.

Entretanto, cumpre registrar a crítica formulada por Modesto Carvalhosa a respeito da forma que os MPDAs têm sido utilizados no Brasil:

A adoção dessas cláusulas entre nós pode impedir processos de consolidação a partir do momento em que sejam utilizadas com o intuito de “engessar” a administração da companhia, perpetuando o mesmo grupo de administradores, ao invés de serem utilizadas como instrumento para evitar tomadas hostis de controle por companhias com administração eficiente e com relevante valor econômico.

(...)

O que tem ocorrido atualmente no mercado brasileiro é um desvirtuamento da proposta da *poison pill*: ao invés de oferecerem a proteção contra ofertas inesperadas de tomada de controle, acabam sendo utilizadas como forma de manutenção do atual controle na companhia, sem levar em consideração a pulverização de parte de seu capital, bem como a possibilidade de maximização do valor da socie-

103 GORGA, Erica. Changing the paradigm of stock ownership: from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries. In: *American Law & Economics Annual 18th Association Meeting*. Working paper 76, 2008, p. 50. Disponível em <http://law.bepress.com/alea/18th/art76>. Acesso em 05.07.2009.

dade através da viabilização de propostas de fusão e de aquisição feitas por terceiros, via uma oferta hostil¹⁰⁴.

3.4.1. A difusão dos MPDAs no mercado de valores mobiliários brasileiro

Embora possa se contar nos dedos o número de companhias brasileiras que possuem controle disperso, tem-se registro da adoção de MPDA por 59 companhias abertas¹⁰⁵, sendo que até o fim do ano de 2008, 392 companhias possuíam ações de sua emissão admitidas à negociação no segmento Bovespa da BM&FBOVESPA¹⁰⁶.

O estudo realizado por Érica Gorga, que analisou estatutos de companhias abertas sem acionista controlador majoritário¹⁰⁷ coletados entre setembro e dezembro de 2007, apontou que 47 das 84 companhias analisadas, ou seja, 56%, haviam incluído MPDAs em seus estatutos sociais. Dessas 47 companhias, 36,90% utilizavam o MPDA “tipo A”, aproximadamente 14,28% utilizavam o MPDA “tipo A” em conjunto com o MPDA “tipo B” e apenas quatro companhias (4,76%) utilizavam exclusivamente o MPDA “tipo B”¹⁰⁸.

104 CARVALHOSA, Modesto. As poison pills estatutárias na prática brasileira — alguns aspectos de sua legalidade. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de e ARAGÃO, Leandro Santos de. (Coord.). *Direito Societário — Desafios atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 21.

105 É o que se infere da seguinte afirmação: “Das 59 que contemplam *poison pills* em seus estatutos, 48 companhias exigem um prêmio de 20% a 50% sobre o valor de mercado ou valor econômico.” (PINTO, Marcos Barbosa; YAZBEK, Otavio. *Poison Pills*. Memorando endereçado ao Colegiado da CVM em 14.04.2009, nota de fim de texto nº 10. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/infos/6491-0.asp>. Acesso em 10.07.2009.)

106 Informação obtida no Relatório Anual — 2008 da BM&FBOVESPA. Disponível em http://www.bmfbovespa.com.br/Relatorio2008/index_Anual.asp?relatorioAnual=Clique+Aqui. Acesso em 16.07.2009.

107 Isto é, sem que um acionista (ou grupo de acionistas) possuísse 50% mais uma das ações com direito a voto.

108 GORGA, Erica. Changing the paradigm of stock ownership: from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries. In: *Ameri-*

Com relação às sanções estabelecidas pelos MPDAs, o estudo de Érica Gorga constatou que todas as 47 companhias que possuíam MPDA em seus estatutos adotavam pelo menos um dos tipos de cláusula penal identificados pela autora. Das 47 companhias, 25 (53,19%) utilizavam exclusivamente a “Cláusula Penal Tipo 1”, 22 (46,81%) utilizavam simultaneamente a “Cláusula Penal Tipo 1” e a “Cláusula Penal Tipo 2”. Nenhuma companhia utilizava apenas a “Cláusula Penal Tipo 2”¹⁰⁹.

Dessa forma, constata-se uma difusão acentuada do uso de MPDAs no Brasil, ainda mais se considerado o pequeno número de companhias com controle disperso presentes no mercado de valores mobiliários nacional.

3.5. Debates atuais sobre MPDA no Brasil

Tão veloz quanto à difusão dos MPDAs no Brasil foi o surgimento dos debates a respeito dos seus possíveis efeitos. Nos dias atuais, ou seja, praticamente um ano após o ápice da crise financeira mundial de 2008, são duas as questões principais a respeito dos MPDAs que constam da agenda dos estudiosos do tema no país: (i) os efeitos da adoção de MPDAs por companhias com controlador majoritário e (ii) a legalidade das chamadas “cláusulas pétreas”.

3.5.1. A adoção de MPDAs por companhias com controlador majoritário

Apesar de o MPDA, como o próprio nome indica, se tratar de um mecanismo de proteção contra a tomada hostil de controle nos

can Law & Economics Annual 18th Association Meeting. Working paper 76, 2008, pp. 49/50. Disponível em <http://law.bepress.com/alea/18th/art76>. Acesso em 05.07.2009.

109 Idem, loc. cit.

casos de dispersão acionária, ele foi encontrado em estatutos de companhias em que se verifica o exercício do controle majoritário.

Muito se questiona a respeito da real motivação que leva um controlador a inserir um MPDA no estatuto da companhia que controla, eis que, ao menos aparentemente, tal medida não gera para ele, nem para a companhia e para os demais acionistas, benefício algum.

Pelo contrário: a adoção de um MPDA por companhia com controlador definido possivelmente dificultará eventual operação de alienação do controle e, conforme bem observou Érica Gorga, contraria a busca pela maximização da riqueza, que é o comportamento que se espera de um agente econômico racional. Na opinião da referida professora, “essa situação bizarra parece mostrar que os controladores ainda não entenderam perfeitamente os efeitos da ‘pílula’ e também que os advogados venderam a ‘recomendação de *poison pill*’ a seus clientes sem lhes esclarecer totalmente as suas implicações”¹¹⁰.

Em tese, a inserção de um MPDA no estatuto de uma companhia com controlador majoritário só faz sentido se o controlador estiver “preparando” a companhia para uma operação de pulverização de suas ações no mercado.

No fim de 2008, a Positivo Informática S.A. foi alvo de uma oferta de aquisição formulada pela chinesa Lenovo. Apesar de seus controladores terem recusado a oferta, a imprensa especializada divulgou que o MPDA constante do estatuto social da companhia estava sendo um obstáculo para a operação:

A possível venda do controle da Positivo Informática está desafiando advogados e banqueiros que trabalham na operação. O motivo é a

110 Tradução livre do original “*This bizarre situation seems to show that controlling shareholders don't really understand the effect of the pill yet, and that lawyers were able to sell the 'poison pill' advice' without clarifying its fully implications to their clients*” (GORG, Erica. Changing the paradigm of stock ownership: from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries. In: *American Law & Economics Annual 18th Association Meeting*. Working paper 76, 2008, pp. 50/51. Disponível em <http://law.bepress.com/alea/18th/art76>. Acesso em 05.07.2009.).

cláusula estatutária conhecida como “pílula de veneno” que engessa os modelos de alienação. Os controladores estão provando do próprio veneno, pois adotaram um dos modelos mais duros de restrição. O estatuto da empresa limita a compra de uma fatia na companhia a 10% do capital total. Caso contrário, o investidor está obrigado a lançar uma oferta a todos os acionistas pela cotação máxima do papel alcançada nos últimos 24 meses, que foi de R\$ 47,15 — equivalente a mais de cinco vezes o preço de mercado atual (R\$ 9,00).

O estatuto da companhia é muito difícil de ser alterado. O regulamento criado pelos próprios controladores diz que aquele que tentar tirar a cláusula é obrigado a fazer uma oferta para todos os acionistas nas condições previstas.

Os controladores da Positivo têm 71,5% do capital total da empresa e os 28,5% restantes estão dispersos no mercado¹¹¹.

Até março de 2009, tinha-se notícia de pelo menos três operações que foram “inibidas” pelos MPDAs constantes dos estatutos das companhias alvo. Veja-se:

Enquanto na Cremer a pílula de veneno foi neutralizada pelos acionistas, em várias companhias essas cláusulas estão mais ativas do que nunca, inclusive dificultando operações de troca de controle.

Empresas de diversos setores já tiveram negócios de fusão ou aquisição barrados pelos dispositivos. As construtoras Tenda e Inpar e a companhia de autopeças Iochpe-Maxion são algumas delas, segundo fontes ligadas às operações.

Em dificuldade financeira, a Tenda despertou o interesse de um fundo de participação antes de fechar negócio com a Gafisa, em setembro do ano passado. Segundo fontes, um fundo chegou a avaliar a compra de uma fatia relevante na empresa, focada na baixa renda.

O interesse do fundo diminuiu quando percebeu que a pílula de veneno encareceria demais o negócio. A cláusula determinava a realização de oferta para a compra das demais ações da empresa quando um investidor atingisse participação de 20% no capital.

111 VALENTI, Graziella. ‘Pílula de veneno’ é obstáculo para aquisição da Positivo. *Valor Econômico*, São Paulo, 10 dez. 2008, Caderno Eu & Investimentos.

(...)

Também na Inpar houve interesse de um fundo de participação. O alto preço que o fundo teria de pagar para comprar as ações dos minoritários — a companhia também tem cláusula que dispara a oferta aos acionistas quando se atinge 20% do capital — inviabilizou a operação. Em dezembro, a Inpar fechou acordo com o fundo americano Paladin.

(...)

A Iochpe foi alvo de interesse de uma empresa alemã de autopeças, segundo fonte. Porém, o preço do negócio, incluindo a oferta aos minoritários prevista pela pílula de veneno, reduziu o apetite. (...)

O uso das pílulas de veneno no Brasil tem causado repercussões. Nas sugestões para mudança das regras do Novo Mercado havia recomendação para que o uso desse mecanismo fosse proibido para quem listasse ações no segmento. No entanto, as empresas que já possuem manteriam a cláusula¹¹².

Isto posto, reafirma-se a legitimidade do MPDA enquanto forma de proteção à estrutura de controle disperso, contudo, se reconhece que, no momento atualmente vivenciado, propício a operações de fusões e aquisições em decorrência do cenário econômico do pós-crise mundial de 2008, os MPDAs têm inibido a realização de um grande número de negócios envolvendo tanto companhias com controle disperso quanto companhias com controle majoritário.

Contudo, diante das dificuldades acima relatadas e havendo entendimento, por parte dos acionistas, no sentido de que eventual alienação de participação relevante ou alguma operação de associação (via fusão ou incorporação) é conveniente e oportuna, cabe a eles — e tão somente a eles — deliberar pela retirada do MPDA do estatuto social da companhia, de forma a viabilizar a realização das referidas operações.

112 FREGONI, Sílvia. Pílulas de veneno ainda inibem negócios. *Valor Econômico*, São Paulo, 23 mar. 2009, Caderno Eu & Investimentos.

3.5.2. A legalidade das chamadas “cláusulas pétreas”

Outro ponto que vinha sendo foco de intensos debates por parte da comunidade jurídica e financeira era a validade das chamadas “cláusulas pétreas”, que, conforme esclarecido acima, nada mais são do que sanções aos acionistas que eventualmente aprovarem deliberação no sentido de retirar o MPDA do estatuto da companhia.

Esse debate, contudo, parece ter sido encerrado — ou pelo menos suspenso — com a edição, em 23 de junho de 2009, do Parecer de Orientação nº 36 da CVM, por meio do qual a referida autarquia manifestou seu entendimento no sentido de que “a aplicação dessas disposições acessórias [“cláusulas pétreas”] não se compatibiliza com diversos princípios e normas da legislação societária em vigor, em especial os previstos no arts. 115, 121, 122, I e 129 da Lei nº 6.404/76”.

Por intermédio do referido Parecer de Orientação, a CVM também informou que não irá penalizar, no âmbito de processos administrativos sancionadores, acionistas que, nos termos da legislação em vigor, votarem pela supressão ou alteração de MPDA, ainda que não realizem a OPA prevista na “clausula pétrea”.

Com efeito, do ponto de vista técnico, é irrepreensível o entendimento da CVM e a iniciativa da edição do Parecer de Orientação é louvável. Contudo, do ponto de vista prático, entende-se que a CVM poderia ter ido além de simplesmente informar que não irá punir os acionistas que eventualmente votem a favor da supressão dos MPDAs dos estatutos de companhias abertas.

Aproveita-se a oportunidade para suscitar o seguinte questionamento: se a CVM entende que a “cláusula pétrea” usurpa a soberania das decisões da assembleia geral (que é um dos princípios basilares do direito societário pátrio), por que não utiliza a competência que lhe confere o art. 8º, I, da Lei nº 6.385/76 para baixar ato normativo proibindo, de uma vez por todas, a adoção e a manutenção das chamadas “cláusulas pétreas”?

A esse respeito, faz-se oportuna a lição de Julio Ramalho Dubeux:

(...) não há dúvida de que **a atuação regulatória da CVM tem amparo sobretudo no art. 174 da Constituição, sendo-lhe conferidas, por conseguinte, as atribuições de normatizar o mercado de capitais**, fiscalizar o cumprimento de suas normas, infligir sanções aos infratores do mercado e, por fim, zelar pelo seu pleno desenvolvimento¹¹³. (Grifos acrescentados)

Isto posto, entende-se que a CVM poderia, no mínimo, condicionar a concessão de registro de companhia aberta e de registro de distribuição de valores mobiliários à não existência de “cláusulas pétreas” no estatuto social da companhia que vir a requerê-los, conforme sugeriram o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa — IBGC e o Sr. Renato Chaves¹¹⁴, no âmbito da audiência pública que precedeu a edição do Parecer de Orientação nº 36 da CVM.

Ressalte-se que, nesse particular, não há que se falar em limitação imposta pelo art. 2º, parágrafo único, XIII, da Lei nº 9.784/99, vez que o Parecer de Orientação nº 36 é a primeira oportunidade em que a CVM está manifestando oficialmente o seu posicionamento sobre o tema.

Conclusão

De todo o exposto, pode-se chegar às seguintes conclusões:

(i) Tanto o surgimento do fenômeno da dispersão acionária nos Estados Unidos, quanto o desenvolvimento do mercado de capi-

113 DUBEUX, Julio Ramalho. *A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro*. Porto Alegre: Safe, 2006, p. 30.

114 Comissão de Valores Mobiliários. *Relatório de análise — Audiência Pública 03/2009*, p. 5. Disponível em <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em 10.07.2009.

tais norte-americano, são frutos de uma conjunção de fatores culturais e históricos que não encontram paralelo no Brasil;

(ii) Devido ao fato de, historicamente, a grande maioria das companhias abertas brasileiras apresentarem uma estrutura de controle altamente concentrado, se reconhece que é improvável que ocorra a migração de uma quantidade substancial dessas companhias para uma estrutura de controle disperso. Contudo, não se pode negar que a iniciativa de algumas companhias de pulverizar suas ações no mercado representa o rompimento de um paradigma, e que isso pode servir de estímulo para que outras companhias que futuramente venham a realizar oferta de distribuição pública de ações, o façam de forma a ter seu capital disperso entre inúmeros pequenos acionistas.

(iii) O exercício do poder de controle sob as formas minoritária e administrativa ou gerencial é admitido pelo ordenamento jurídico pátrio, já havendo, no Brasil, companhias em que o poder de controle é efetivamente exercido sob a forma minoritária. Apesar de ainda não se ter notícia da existência de uma companhia brasileira cujo poder de controle seja exercido sob a forma administrativa ou gerencial, cumpre reconhecer que essa hipótese é plenamente factível.

(iv) Embora a oferta pública de aquisição de ações para aquisição de controle não seja uma operação muito habitual no Brasil, o ordenamento jurídico brasileiro possui normas suficientes para disciplinar a matéria de forma satisfatória.

(v) À luz das reflexões suscitadas a respeito da atuação da CVM quando da tentativa de aquisição do controle da Perdigão, pela Sadia, por intermédio de OPA para aquisição de controle, espera-se que, no âmbito de eventuais OPAs para aquisição de controle que venham a ocorrer no futuro, a referida autarquia paute sua atuação pela estrita observação da legislação aplicável, não interferindo indevidamente em aspectos relacionados, exclusivamente, ao campo da autonomia privada.

(vi) A *poison pill*, obra da criatividade de um advogado, é mecanismo legítimo para proteger uma companhia com capital disperso

contra uma tentativa de tomada hostil de seu controle, tendo sua legalidade sido confirmada em diversas oportunidades pela Suprema Corte de Delaware.

(vii) Os MPDAs desenvolvidos no Brasil diferenciam-se totalmente das *poison pills* presentes no mercado norte-americano, apesar de ambos possuírem o mesmo objetivo: tornar a operação de aquisição hostil do controle extremamente onerosa para o potencial adquirente, de forma a desestimulá-lo de prosseguir com a tentativa de *takeover*.

(viii) Foram encontrados MPDAs nos estatutos de muitas companhias que possuem um controlador majoritário definido. O que não se encontrou, contudo, foi a lógica de uma companhia com controlador majoritário possuir o referido mecanismo. Em tese, a inserção de um MPDA no estatuto de uma companhia com a mencionada estrutura de controle só faz sentido se o controlador estiver “preparando” a companhia para uma operação de pulverização de suas ações no mercado.

(ix) Agiu corretamente a CVM em se manifestar pela incompatibilidade das chamadas “cláusulas pétreas” com os princípios e normas da legislação societária vigente. Entretanto, pergunta-se sobre o porquê de, uma vez tendo se manifestado pela incompatibilidade acima mencionada, a referida autarquia não ter feito uso de sua competência normativa para proibir definitivamente a existência das “cláusulas pétreas”. Fica o sentimento de que a CVM poderia ter ido um pouco além do que simplesmente informar que não irá punir os acionistas que eventualmente votem a favor da supressão dos MPDAs dos estatutos de companhias abertas.

Por fim, dada a incorreção técnica da utilização do termo *poison pill* para designar os mecanismos de proteção contra a tomada hostil de controle nos casos de dispersão acionária, sugere-se que não mais seja empregado o termo *poison pill* com essa finalidade, mas sim alguma nomenclatura que remeta à idéia de “mecanismo estatutário de proteção à dispersão acionária”. A título de exemplo, utilizou-se, no presente trabalho, a sigla MPDA.