

2
SEMESTRAL

NOVEMBRO 2015

REVISTA DE DIREITO DAS SOCIEDADES E DOS VALORES MOBILIÁRIOS

AD HONOREM AO IDSA

Diretoria Executiva da RDSVM

O DIREITO DE RECESSO E O INCONSTITUCIONAL ARTIGO 3º DA LEI 13.129, DE 2015

Modesto Carvalhosa

**EXAME CRÍTICO DA UTILIZAÇÃO DE MECANISMOS DE PROTEÇÃO À DISPERSÃO ACIONÁRIA
NO DIREITO BRASILEIRO**

Carlos Martins Neto

**PODERES DOS ADMINISTRADORES E ACORDO DE ACIONISTAS: APONTAMENTOS GERAIS
E O CASO DA USIMINAS**

Bernardo Vianna Freitas, Henrique Barbosa, Julia Souza Corrêa e Rafael Setoguti Julio Pereira

RESPONSABILIDADE DOS QUOTISTAS NOS FUNDOS IMOBILIÁRIOS

Evandro Fernandes de Pontes

**CONCEITO DE OFERTA PÚBLICA COMO ELEMENTO DELINEADOR DO REGIME JURÍDICO
DOS VALORES MOBILIÁRIOS**

Erik Oioli e José Romeu Amaral

**BUSINESS JUDGMENT RULE, DEVERES DE CUIDADO E DE LEALDADE, ILICITUDE E CULPA
E O ARTIGO 64.º DO CÓDIGO DAS SOCIEDADES COMERCIAIS**

Pedro Pais de Vasconcelos

O REGIMENTO DO ÓRGÃO DE ADMINISTRAÇÃO

José Engrácia Antunes

REVISTA DE DIREITO DAS SOCIEDADES E DOS VALORES MOBILIÁRIOS

© Almedina, 2015

COORDENAÇÃO: Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França e Nelson Elzirik

CONSELHO EDITORIAL: Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, Nelson Elzirik, Otávio Yazbek, Joseph McCahery, Marcelo Vieira Von Adamek, André Antunes Soares Camargo, Ana Cláudia Karam Abdallah, Evandro Fernandes Pontes, Erik Frederico Oioli, Luis André de Moura Azevedo, José Romeu Garcia do Amaral, Marcelo Godke Velga e Igor Muniz

DIRETORIA EXECUTIVA: Evandro Fernandes Pontes, Erik Frederico Oioli e José Romeu Garcia do Amaral

DIAGRAMAÇÃO: Almedina

DESIGN DE CAPA: FBA

ISSN: 2446-6166

Este periódico segue as regras do novo Acordo Ortográfico da Língua Portuguesa (1990).
Todos os direitos reservados. Nenhuma parte deste livro, protegido por copyright, pode ser reproduzida, armazenada ou transmitida de alguma forma ou por algum meio, seja eletrônico ou mecânico, inclusive fotocópia, gravação ou qualquer sistema de armazenagem de informações, sem a permissão expressa e por escrito da editora.

Novembro 2015

EDITORIA: Almedina Brasil
Rua José Maria Lisboa, 860, Conj.131 e 132, Jardim Paulista
CEP: 01423-001 São Paulo, Brasil
editora@almedina.com.br
www.almedina.com.br



ÍNDICE

5	EDITORIAL
9	ATUALIDADES
	<i>Ad Honorem</i> IDSA -- Instituto de Direito Societário Aplicado
13	DIREITO DAS SOCIEDADES
15	O Direito de Recesso e o Inconstitucional Artigo 3º da Lei n. 13.129 de 2015
	<i>Modesto Carvalhosa</i>
23	Exame Crítico da Utilização de Mecanismos de Proteção à Dispersão Acionária no Direito Brasileiro
	<i>Carlos Martins Neto</i>
71	Poderes dos Administradores e Acordos de Acionistas: Apontamentos Gerais e o Caso Usiminas
	<i>Bernardo Vianna Freitas</i> <i>Henrique Barbosa</i> <i>Julia Souza Corrêa</i> <i>Rafael Setoguti Julio Pereira</i>
115	DIREITO DOS VALORES MOBILIÁRIOS
117	Responsabilidade dos Quotistas nos Fundos Imobiliários
	<i>Evandro Fernandes de Pontes</i>

- 139 O Conceito de Oferta Pública como Elemento Delineador do Regime Jurídico dos Valores Mobiliários
Erik Frederico Otoli
José Romeu G. Amaral
- 175 **DOCTRINA ESTRANGEIRA**
- 177 *Business judgment rule*, deveres de cuidado e de lealdade, ilicitude e culpa e o artigo 64º do Código das Sociedades Comerciais
Pedro Pais de Vasconcelos
- 221 O Regimento do Órgão de Administração
José Engrácia Antunes

EDITORIAL

Neste ano de 2015, a Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, em conjunto com a Editora Almedina, na contramão da onda de tantas notícias desalentadoras, registrou a sua estreia em Maio com um sucesso coroado pelo seu rápido esgotamento.

A procura para sua leitura bem como para contribuições de alto nível superou todas as expectativas, revelando o lado positivo das características do mercado e da sociedade brasileira, que mesmo em momentos de crise, apresenta a sua fidalga disposição para o trabalho e o debate.

A estreia da RDSVM em público contou com debates envolvendo quatro grandes expoentes do Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários no Brasil de duas gerações distintas.

A Livraria da Vila em São Paulo, na lotação máxima de seu auditório, recebeu Modesto Carvalhosa e Rodrigo Castro. O IBMEC no Rio de Janeiro, igualmente com lotação absoluta, recebeu Nelson Eizirik e Adriana Dullius.

Belo Horizonte e Porto Alegre, e futuramente outras cidades, devem receber eventos do mesmo porte para promover o lançamento desta projeto e tornar o debate sobre direito das sociedades e dos valores mobiliários proposto pela revista para o âmbito verdadeiramente nacional.

Este ano de 2015 coincide também com uma data muito importante para os societaristas da chamada *nova geração*: completa o aniversário de 10 (dez) anos o IDSA – *Instituto de Direito Societário Aplicado*.

O IDSA “nasceu da iniciativa de um grupo de advogados, estudiosos do direito societário e do mercado de capitais, que se reuniam mensalmente

para debater temas relacionados ao que viria ser o objeto do IDSA". Contamos o próprio IDSA que "a qualidade dos debates e, principalmente, dos participantes, incentivou a criação de uma pessoa jurídica, em 27 de janeiro de 2005, 10 meses após o desprezioso primeiro encontro".

E neste ano, ao completar 10 anos de existência, esta revista, em seu volume 2, tem a honra e, porque não dizer, a pretensão, de dedicar este volume em homenagem aos 10 anos de trabalhos, conquistas e resultados que vêm influenciando toda uma geração de societaristas jovens e apaixonados pelo tema. Abrimos, assim, a revista, com um texto *ad honorem* ao IDSA assinado pela diretoria executiva da RDSVM.

Na Seção de Direito das Sociedades, Modesto Carvalhosa nos brinda com provocativo texto sobre "O Direito de Recesso e o Inconstitucional artigo 3.º da Lei 13.129, de 2015", seguido de texto de Carlos Martins Neto sobre "Exame Crítico da Utilização de Mecanismos de Proteção à Dispersão Acionária no Direito Brasileiro". Fecha a Seção texto em co-autoria de Bernardo Vianna Freitas, Henrique Barbosa, Julia Souza Corrêa e Rafael Setoguti Julio Pereira sobre "Poderes dos Administradores e Acordo de Acionistas: Apontamentos Gerais e o Caso da USIMINAS".

Na Seção de Direito dos Valores Mobiliários, Evandro Fernandes de Pontes apresenta breve estudo sobre a "Responsabilidade dos Quotistas nos Fundos Imobiliários", seguido de texto em co-autoria de Erik Oioli e José Romeu Amaral sobre o "Conceito de Oferta Pública como Elemento Delineador do Regime Jurídico dos Valores Mobiliários".

Para fechar o volume, na Seção de Doutrina Estrangeira, Pedro Pais de Vasconcelos apresenta texto sobre "Business judgment rule, deveres de cuidado e de lealdade, ilicitude e culpa e o artigo 64.º do Código das Sociedades Comerciais" seguido de José Engrácia Antunes, que nos apresenta estudo sobre "O Regimento do Órgão de Administração".

Aos nossos leitores desejamos uma
Boa Leitura!

Diretoria Executiva da RDSVM

SUMÁRIO

ATUALIDADES

1. *AD HONOREM* IDSA – INSTITUTO DE DIREITO SOCIETÁRIO APLICADO

DIREITO DAS SOCIEDADES

1. O DIREITO DE RECESSO E O INCONSTITUCIONAL ARTIGO 3º DA LEI N. 13.129 DE 2015
2. EXAME CRÍTICO DA UTILIZAÇÃO DE MECANISMOS DE PROTEÇÃO À DISPERSÃO ACIONÁRIA NO DIREITO BRASILEIRO
3. PODERES DOS ADMINISTRADORES E ACORDOS DE ACIONISTAS: APONTAMENTOS GERAIS E O CASO USIMINAS

DIREITO DOS VALORES MOBILIÁRIOS

1. RESPONSABILIDADE DOS QUOTISTAS NOS FUNDOS IMOBILIÁRIOS
2. O CONCEITO DE OFERTA PÚBLICA COMO ELEMENTO DELINEADOR DO REGIME JURÍDICO DOS VALORES MOBILIÁRIOS

DOCTRINA ESTRANGEIRA

1. *BUSINESS JUDGMENT RULE*, DEVERES DE CUIDADO E DE LEALDADE, ILICITUDE E CULPA E O ARTIGO 64º DO CÓDIGO DAS SOCIEDADES COMERCIAIS
2. O REGIMENTO DO ÓRGÃO DE ADMINISTRAÇÃO

mantendo-se integralmente para os demais casos concretos futuros ou presentes que possam suscitar conflitos de natureza jurisdicional.

A generalização e a falta de especificidade de hipotéticos conflitos futuros entre partes indefinidas retira a pontualidade, a factualidade, a atualidade, a identidade e a materialidade e a certeza do negócio jurídico objeto de uma futura jurisdição privada.

Esse dispositivo parassocial estatutário instituído pela teratológica norma contida no art. 3º da Lei n. 13.129 de 2015, contraria de forma absoluta jurisdição estatal que não pode abranger conflitos cuja origem negocial não está expressamente identificada, face à um determinado negócio jurídico presente.

EXAME CRÍTICO DA UTILIZAÇÃO DE MECANISMOS DE PROTEÇÃO À DISPERSÃO ACIONÁRIA NO DIREITO BRASILEIRO

CARLOS MARTINS NETO

Mestre em Direito pela UERJ (2015). Graduado em Direito pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro (2009). cursou extensão em Finanças pelo Coppead/UFRJ (2011). Membro da Comissão de Mercado de Capitais da Ordem dos Advogados do Brasil – Seccional do Rio de Janeiro e do Conselho Executivo da Revista Semestral de Direito Empresarial, editada sob a responsabilidade acadêmica do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da Universidade do Estado do Rio de Janeiro – UERJ. Advogado, sócio de Moreira Menezes, Martins, Miranda Advogados.

RESUMO: Este trabalho é uma atualização da monografia “Dispersão acionária, tomada hostil de controle e poison pills: breves reflexões”, apresentada pelo autor em 2009 e publicada na Revista Semestral de Direito Empresarial nº 5 (jul.-dez. 2009) e tem como objetivo apresentar uma visão crítica da utilização de mecanismos de proteção à dispersão acionária no direito brasileiro. Para tanto, estuda-se o fenômeno da dispersão acionária,

as possíveis formas de controle das companhias com capital pulverizado e a oferta pública de aquisição de ações para aquisição de controle de companhia aberta, para então analisar, à luz do direito pátrio, os mecanismos de proteção à dispersão acionária que têm sido utilizados no mercado de capitais brasileiro. Em conclusão, questiona-se a legalidade do mecanismo conhecido como “poison pill nacional”.

Introdução

Em 2009, o autor apresentou a monografia “Dispersão acionária, tomada hostil de controle e *poison pills*: breves reflexões”, como trabalho de conclusão do curso de Direito na Universidade do Estado do Rio de Janeiro – UERJ. No mesmo ano, a monografia foi publicada como artigo na Revista Semestral de Direito Empresarial nº 5 (jul.-dez. 2009). Cinco anos depois, no segundo semestre de 2014, no âmbito do Grupo de Pesquisa Institucional em Direito

Civil Empresarial da linha de pesquisa “Empresa e Atividade Econômica” do programa de mestrado em direito privado da mesma universidade, o autor foi provocado a revisitar o tema de sua monografia, com o objetivo de atualizar o trabalho com a evolução do tema nesses cinco anos e apresentar uma visão crítica da utilização de mecanismos de proteção à dispersão acionária no direito brasileiro. É o que passa-se a fazer nas linhas abaixo.

O mercado de capitais brasileiro evoluiu significativamente a partir da edição da Lei nº 6.404, de 1976, que trouxe uma série de inovações para o regime jurídico das companhias¹. Referida lei sofreu reformas pontuais pelas leis nº 7.958/89² nº 9.457/97³.

Em 2001, a Lei nº 10.303 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. No mesmo ano, 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 de capitais, a então Bolsa de Valores de São Paulo (atual BM&FBovespa) 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.

¹ Dentre essas inovações, destacam-se 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. Merecem referência 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.

² Supressão de duas das hipóteses de direito de retirada: (i) incorporação, fusão e cisão e (ii) participação em grupo de sociedades.

³ Editada no contexto dos esforços para desestatização das sociedades controladas pelo Estado, revogou o art. 254 da Lei das S.A., retirando, o instituto do *tag along* do ordenamento jurídico para fins de viabilizar a alienação dos blocos de controle das sociedades então controladas pelo Estado.

Desde então, verificou-se 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, dez companhias promoveram a pulverização de suas ações no mercado⁵, algo inédito no Brasil até então. Tais companhias romperam 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.

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, em 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.

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

⁴ No período de 2004 a 2014, foram realizadas 94 ofertas públicas de distribuição primária de ações, 123 ofertas públicas de distribuição mista (primária e secundária) de ações, 45 ofertas públicas de distribuição secundária de ações e 9 ofertas públicas de distribuição de certificados de depósito de ações (BDRs). A respeito das companhias que ofertaram ações ao público, 184 delas foram listadas no Novo Mercado, 35 no Nível 2 de Governança Corporativa e 27 no Nível 1 de Governança Corporativa. O volume financeiro dessas ofertas foi de R\$421.319 milhões, sendo que os valores mobiliários ofertados foram subscritos por 2.538.734 investidores. Dados obtidos em <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/mercados/download/BMFBOVESPA-Ofertas-Publicas-e-IPOS-2014.xlsx>>. Acesso em 03.11.2014.

⁵ Lojas Renner S.A. (2005); Perdigon S.A. (2005), Diagnósticos da América S.A. (2005), Empresa Brasileira de Aeronáutica S.A. (2005); BR Malls Participações S.A. (2005); Submarino S.A. (2006); PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações (2008); Gafisa S.A. (2010); Valid Soluções e Serviços de Segurança em Meios de Pagamento e Identificação S.A. (2011) e Lojas Hering S.A. (2012). Dados obtidos em <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em 05.11.2014.

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.

pública para aquisição de ações. 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 operações 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*⁷ 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 Lipton⁸ 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, no atual estágio de desenvolvimento do nosso mercado de capitais, em que já se pode perceber a presença de algumas companhias com capital disperso, verificou-se, já a partir de 2006, uma certa 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*.

⁷ 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 Black’s 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. *Black’s law dictionary*. Eighth Ed. St. Paul (MN): Thomson West, 2004).

⁸ SUBRAMANIAN, Guhan. The Poison Pill. *Harvard Business School Review*, Cambridge, 9 Nov. 2001, p. 1; SHIGUEMATSU, Flínio José Lopes. Mecanismos de proteção e estratégias de defesa em tomadas hostis de controle In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de e ARAÇÃO, Leandro Santos de. (Coord.). *Direito Societário – Desafios atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 399.

Neste trabalho, após um breve estudo do fenômeno da dispersão acionária, das formas de exercício do poder de controle de companhias com capital disperso e da *poison pill*, é feita uma análise crítica dos mecanismos de proteção à dispersão acionária utilizados no Brasil, diferenciando-os das *poison pills* norte-americanas e questionando sua legalidade no ordenamento jurídico brasileiro.

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

Companhias com estrutura de capital altamente disperso entre o público investidor são encontradas nos mercados mais desenvolvidos, que adotam boas práticas de governança corporativa. 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 pequena⁹.

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

⁹ 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. 2.

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 âmbito da principal bolsa de valores dos Estados Unidos, a New York Stock Exchange (NYSE)¹⁰.

Percebe-se, portanto, que a dispersão acionária no 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 acionária¹¹.

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.

A respeito da realidade brasileira, 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 vigente¹², criando, dessa forma, segmentos de listagem que passaram

¹⁰ 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.

¹¹ 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.

¹² 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.

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 mercado¹³. 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, o mercado assistiu à pulverização do capital das seguintes companhias: Lojas Renner S.A. (2005); Perdígão S.A., Diagnósticos da América S.A., Empresa Brasileira de Aeronáutica S.A. e Submarino S.A. (2006); PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações (2008); Gafisa S.A. (2010); Valid Soluções e Serviços de Segurança em Meios de Pagamento e Identificação S.A. (2011) e Lojas Hering S.A. (2012).

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.

1.1. Formas de controle

O presente trabalho não tem por escopo o estudo minucioso das formas de manifestação do poder de controle na sociedade anônima e os problemas dele decorrentes. Limita-se a discorrer brevemente sobre as possíveis formas

¹³ 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.

de manifestação do poder de controle no âmbito de companhias com capital disperso: o controle minoritário e o controle administrativo ou gerencial.

1.1.1. 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.

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 votos¹⁴.

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 sociais¹⁵.

¹⁴ 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.

¹⁵ 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

Dentre os autores brasileiros, FÁBIO KONDER COMPARATO anotou que a legislação societária nacional admite implicitamente a existência do controle minoritário ao fixar as regras de quórum e maioria nas assembleias gerais, afirmando 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"¹⁶. 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 majorias, desde que essas se mostrem efetivamente interessadas nos negócios sociais¹⁷.

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 maioria dos presentes às assembleias. Por isso, de nada adianta possuir a maioria do capital votante se os votos corres-

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

¹⁶ COMPARATO, Fábio Konder e FILHO, Calixto Salomão. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2008, p. 65/67.

¹⁷ *Ibidem*, p. 68.

pondentes 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, em segunda convocação, com qualquer número de acionistas, deve-se 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.

1.1.2. Controle administrativo ou gerencial

O controle administrativo ou gerencial corresponde ao mais alto nível da separação entre propriedade e controle, uma 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 companhia¹⁸.

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, existindo, inclusive, a possibilidade de os administradores se perpetuarem no poder mediante a utilização de pro-

¹⁸ 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.

curações para representação de acionistas em assembleia (*proxy machinery*), hipótese em que se explora, ao máximo, o absentismo acionário¹⁹.

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 acionistas²⁰.

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"²¹. 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 em nosso mercado, a existência de controle gerencial no Brasil já é algo factível.

¹⁹ COMPARATO, Fábio Konder e FILHO, Calixto Salomão. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2008, p. 72.

²⁰ 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.

²¹ 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.

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 alvo²². 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”²³.

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. Para MODESTO CARVALHOSA a OPA (*lato sensu*) consiste em “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 determinadas”²⁴.

A OPA para aquisição do controle pode ser considerada “amigável” ou “hostil”, conforme conte (ou não) com o aval da administração da companhia alvo²⁵. Sobre o tema, não se pode deixar de transcrever a lição do professor

²² 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.

²³ 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.

²⁴ CARVALHOSA, Modesto. *Oferta pública de aquisição de ações*. Rio de Janeiro: IBMBC, 1979, p. 24. A respeito da definição de OPA, v. tb. CLARK, Robert Charles. *Corporate law*. New York: Aspen Publishers, 1986, pp. 531/532.

²⁵ URÍA, Rodrigo. MENÉNDEZ, Aurélio. *Curso de derecho mercantil*. Madrid: Civitas Ediciones, 2001, Tomo II, p. 426.

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 prémio²⁶. 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 sociedade visada não é, porém, dona da sociedade: esse papel cabê aos accionistas²⁷.

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 adminis-

²⁶ CORDEIRO, António Menezes. *Manual de direito das sociedades*. Vol. II. Coimbra: Almedina, 2007, p. 654.

²⁷ CORDEIRO, António 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. 767.

tração das companhias a conduzir os negócios sociais de forma a maximizar o valor da empresa e, assim, evitar que a companhia administrada seja alvo de uma operação de *takeover*²⁸.

2.2. Disciplina legal no ordenamento jurídico brasileiro

As ofertas públicas de aquisição de ações em geral²⁹ têm natureza de uma proposta, nos termos do art. 429 do Código Civil. A publicação do edital da OPA, portanto, opera a vinculação do ofertante ao conteúdo da oferta veiculada publicamente.

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

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

²⁸ 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.

²⁹ 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.

permuta de valores mobiliários³⁰, 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 referida autarquia no prazo máximo de 24 horas contadas da primeira publicação do edital da oferta³¹.

Nos termos do art. 6º da Instrução CVM nº 361/2002, 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 mobiliários³², 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 oferta³³.

2.3. A tomada hostil do controle

As operações de fusões e aquisições, 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. De acordo com MARINA MARTYNOVA e LUC RENNEBOOG, a partir da metade da década de 1890, são claramente identificáveis cinco ondas de tomadas hostis de controle na economia norte-americana: (i) a primeira, de 1890 a 1900;

³⁰ 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.

³¹ Conforme art. 11, § 2º, da Instrução CVM nº 361/2002.

³² 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.

³³ Conforme art. 261, § 1º, Lei nº 6.404/76.

(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 1990³⁴.

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, 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 acionistas³⁵.

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

³⁴ 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 10.11.2014.

³⁵ RIBAS, Gustavo Santamaría 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.

a movimentação de US\$ 267 bilhões³⁶. Dentre as operações ocorridas nesse período, destaca-se a aquisição da RJR Nabisco pela Kohlberg Kravis & Co. (KKR) por aproximadamente US\$ 25 bilhões, encerrada em novembro de 1988 e tida como uma das maiores operações de aquisição já realizadas em todo o mundo³⁷.

2.3.1. 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 incipiente. De fato, encontraram-se referências a três ofertas públicas de aquisição de ações para aquisição de controle no Brasil: (i) a que foi iniciada em 1971 pela Macrosul S.A. pelo controle do Sulbanco; (ii) tentativa de tomada do controle da Perdigão S.A. por sua concorrente Sadia S.A., em julho de 2006; (iii) a disputa entre a Vivendi S.A. e a Telecomunicações de São Paulo S.A. pelo controle da GVT (Holding) S.A., em outubro 2009; e (iv) a oferta da Cromossomo II Participações S.A. pelo controle da Diagnósticos da América S.A.

2.3.1.1. 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

³⁶ CORDEIRO, António 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.

³⁷ A respeito da operação de aquisição da RJR Nabisco, v. BURROUGH, Bryan. HELYAR, John. *Barbarians at the gate – the fall of RJR Nabisco*. New York: Harper & Row Publishers, 1990.

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 fusão com o Brasul. Isso fez com que a Macrosul retirasse imediatamente a sua oferta³⁸.

2.3.1.2. 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 pessoa³⁹ que adquirisse ações da Perdigão em quantidade igual ou superior a 20% do

³⁸ CARVALHOSA, Modesto. *Oferta pública de aquisição de ações*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979, p. 115.

³⁹ 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”.

total de ações de emissão da companhia deveria, dentro do período de um mês a partir da data de aquisição, realizar uma OPA da totalidade das ações de emissão da Perdigão⁴⁰. O referido mecanismo ainda estabelecia que o preço pelas ações objeto da OPA deveria ser pago em moeda corrente nacional e seu método de cálculo.

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 oferta⁴¹. A esse 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 dinheiro⁴².

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 oferta⁴³.

⁴⁰ Estatuto Social da Perdigão S.A., art. 37, § 2º. Obtido em <<http://www.perdigao.com.br/ri>>. Acesso em 10.07.2009.

⁴¹ 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, 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).

⁴² 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.

⁴³ 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.

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 Sadia⁴⁴. 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 Sadia⁴⁵.

A esse respeito, LUIZ LEONARDO CANTIDIANO, com toda razão, apresentou as seguintes críticas à atuação da CVM no referido episódio:

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.**

⁴⁴ 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.

⁴⁵ 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-confirmam-megafusao-471184.html>>. Acesso em 10.11.2014).

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 apresentada⁴⁶. (Grifos acrescentados)

2.3.1.3. A disputa entre a Vivendi S.A. e a Telecomunicações de São Paulo S.A. pelo controle da GVT (Holding) S.A.

Conforme fato relevante divulgado em 8 de setembro de 2009 pela GVT (Holding) S.A., companhia que na época possuía a maioria do seu capital social disperso no mercado, a Vivendi S.A. (companhia francesa) e os antigos controladores da GVT celebraram contrato com o objetivo de viabilizar o lançamento, pela Vivendi, de uma oferta pública voluntária (amigável) para aquisição de até 100% do capital social da GVT, pelo preço de R\$ 42,00 por ação e sujeita a certos termos e condições, dentre eles, à dispensa da aplicação dos artigos 43 e 44 do estatuto social da GVT (mecanismo de proteção à dispersão acionária).

No âmbito do referido acordo privado, os antigos controladores da GVT, então titulares de aproximadamente 30% do capital social da companhia, se obrigaram a alienar à Vivendi ações correspondentes a, pelo menos, 20% do capital social da GVT.

Um mês depois (08.10.2009), a Telecomunicações de São Paulo SA. – Telesp (controlada pela espanhola Telefónica) lançou uma oferta pública voluntária para aquisição de, pelo menos, 51%, até o máximo de 100% das ações de emissão da GVT, nos termos do artigo 257 da Lei nº 6.404/76, pelo preço de R\$ 48,00 por ação, sujeita a certas condições, inclusive a dispensa de aplicação do mecanismo de proteção à dispersão acionária constante do estatuto da GVT.

Em assembleia geral extraordinária realizada em 3 de novembro de 2009, os acionistas da GVT deliberaram pela dispensa da aplicação do mecanismo

⁴⁶ 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.

de proteção à dispersão acionária previsto nos artigos 43 e 44 do estatuto da companhia para OPAs por um preço mínimo de R\$ 48,00 por ação e cuja liquidação financeira ocorresse até 28 de fevereiro de 2010.

No dia seguinte à assembleia que suspendeu a “*poison pill*” da GVT, a Telesp elevou o preço de sua oferta para R\$ 50,50 por ação. O cenário indicava alta probabilidade de ocorrer um leilão entre Vivendi e Telesp pelo controle da GVT. Contudo, não foi dessa vez que o mercado brasileiro testemunhou esse tipo de disputa até sua conclusão no âmbito do mercado.

Por meio de fato relevante divulgado em 13 de novembro de 2009, a GVT informou que a Vivendi adquiriu do Swarth Group e da GVT Holland, por meio de negociação privada, 38.422.666 ações de emissão da companhia, pelo preço de R\$ 56,00 por ação, pago em dinheiro. A quantidade total de ações ordinárias de emissão da GVT adquiridas pela Vivendi, após exercidas opções de compra, é de 73.843.624, que correspondiam a 57,5% do capital votante e total da GVT e 53,7% do capital, se fossem consideradas como emitidas todas as ações resultantes de títulos e opções conversíveis em ações da GVT.

Em decorrência da operação acima descrita, a Vivendi lançou, em 26 de março de 2010, oferta pública de aquisição de ações da GVT, para adquirir até a totalidade das ações de emissão da companhia, pelo preço de R\$ 56,00 por ação, contemplando, de forma unificada, (i) a OPA obrigatória por alienação de controle (art. 254-A da Lei nº 6.404/76 e art. 29 da Instrução CVM nº 361/02); (ii) a OPA obrigatória por aumento de participação (art. 6º, §4º da Lei nº 6.404/76 e art. 29 da Instrução CVM nº 361/02) e (iii) a OPA para cancelamento de registro de companhia aberta (art. 4º, §4º da Lei nº 6.404/76 e art. 16 da Instrução CVM nº 361/02).

Em 27 de abril 2010 a GVT divulgou fato relevante para informar que no leilão realizado naquela data na BM&F Bovespa, referente à oferta pública para aquisição da totalidade das ações ordinárias da GVT, 16.647.327 ações ordinárias, representativas de 93,58% das ações em circulação da GVT, foram adquiridas pela Vivendi.

Com a realização da OPA de forma bem sucedida, a Vivendi passou a deter 99,17% (136,1 milhões de ações das 137,2 milhões de ações do capital total da GVT). Em razão da aceitação da oferta por acionistas representando mais de dois terços das ações habilitadas para o leilão, a Vivendi manifestou sua intenção de cancelar o registro de companhia aberta da GVT, após a aprovação

da CVM. Em 7 de maio de 2010 foi divulgado fato relevante para informar o cancelamento do registro de companhia aberta da GVT.

Tal operação foi bastante polêmica, pois a posição de controle montada pela Vivendi baseava-se, num primeiro momento, em opções de compra de ações sem garantia (que podiam ser liquidadas financeiramente, sem necessidade de entrega efetiva dos papéis), o que induziu os investidores a entender que a Vivendi já teria uma posição de controle (titularidade das ações), quando na verdade só tinha um direito de compra de ações que poderia ser satisfeito com o pagamento do equivalente em dinheiro, a valor de mercado, sem a entrega efetiva das ações.

A Comissão de Valores Mobiliários, em reunião do Colegiado realizada em 9 de dezembro de 2010, aprovou Termo de Compromisso no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2010/2419, que foi instaurado para apurar responsabilidades por eventuais irregularidades ocorridas no contexto da aquisição do controle da GVT. A Vivendi estava sendo acusada, pela área técnica da CVM de:

- (i) induzir ou manter terceiros em erro com finalidade de obter vantagem indevida, prática qualificada como operação fraudulenta, em virtude de ter divulgado fato relevante de modo incompleto em 13.11.09, que levou o mercado a crer que, àquela data, a Vivendi já era titular de ações e direitos sob ações de GVT em quantidade suficiente para impedir que o controle acionário da companhia fosse adquirido por terceiro (infração ao disposto no item I da Instrução CVM nº 08/79, no tipo específico do inciso II, “c”);
- (ii) não detalhar condições da aquisição de controle da GVT que eram relevantes, uma vez que um dos contratos de opções de compras, relativo a 9,7% do capital social da adquirida, fora celebrado com terceiro que ainda não detinha a titularidade das ações, prevendo liquidação exclusivamente financeira, de modo que haveria necessidade de comprar as ações no mercado para assegurar a aquisição do controle acionário da GVT (infração ao disposto no art. 3º, § 5º, e no art. 10º da Instrução CVM nº 358/02);
- (iii) negociar com ações e títulos referenciados em ações posteriormente à divulgação do Fato Relevante de 13.11.09, de posse de informação

relevante não divulgada sobre os direitos que lastreavam parte das opções contratadas pela Vivendi (infração ao disposto no § 4º do art. 155 da Lei nº 6.404/76 e art. 13º, § 1º, da Instrução CVM nº 358/02);

- (iv) publicar Fatos Relevantes nos dias 1º, 4 e 11 de novembro de 2009 com informações imprecisas e incompletas referentes à participação em ações de emissão da GVT pela Vivendi (infração ao disposto no art. 3º, § 5º, da Instrução CVM nº 358/02).

Para extinguir o referido processo, a Vivendi apresentou proposta de pagamento à CVM no valor de R\$ 150.000.000,00 (cento e cinquenta milhões de reais), a qual foi aceita pela Autarquia.

2.3.1.4. A Oferta da Cromossomo II Participações S.A. pela Diagnósticos da América S.A.

No dia 23.12.2013 a Cromossomo Participações II S.A. publicou edital de oferta pública voluntária de aquisição de controle da Diagnósticos da América S.A. – DASA, tendo por objeto a aquisição de, no mínimo, ações correspondentes a 26,41% mais 1 ação do capital social da DASA, até a totalidade das ações ordinárias de sua emissão. A ofertante, por sua vez, era um veículo de investimento detido indiretamente por dois acionistas que possuíam aproximadamente 23,59% do total das ações ordinárias de emissão da DASA. Somadas suas participações diretas com a participação da Cromossomo II na DASA, caso a OPA fosse bem sucedida, tais acionistas se tornariam controladores da DASA.

Como a DASA possuía um mecanismo de proteção à dispersão acionária em seu estatuto, no dia 30.12.2013 a DASA divulgou fato relevante para informar a resposta da Cromossomo à sua indagação para que esclarecesse se, caso adquirisse pelo menos 26,41% mais uma ação do capital social da DASA, realizaria em até 30 dias a OPA prevista no art. 45 do estatuto social da DASA (mecanismo de proteção à dispersão acionária). O fato relevante mencionou que o ofertante manifestou entendimento de que a OPA estatutária não seria aplicável, uma vez que a OPA voluntária “(i) (...) permite a cada acionista, de forma independente, decidir se deseja participar ou não da Oferta e aceitar, ou não, o preço por ação ali indicado; e (ii) a Oferta é dirigida, indistintamente, a todos os acionistas da Companhia, permitindo um mecanismo de liquidez

a todos os acionistas, sem haver necessidade de uma segunda rodada para prover liquidez aos mesmos”.

No dia 13.01.2014 a DASA publicou fato relevante para divulgar que o conselho de administração da companhia, com fundamento no item 4.8 do Regulamento do Novo Mercado, havia se manifestado favoravelmente à OPA voluntária lançada pela Cromossomo, nos termos do parecer prévio deliberado em reunião realizada na mesma data.

Mais adiante, em 22.01.2014 a Cromossomo II aditou o edital de OPA para fins de renunciar à condição anteriormente fixada de validade da OPA à aceitação por acionistas titulares de 26,41% mais uma ação do capital social da DASA. A esse respeito, o Colegiado da CVM autorizou a Cromossomo a formular uma única OPA com as seguintes finalidades: (i) voluntária, nos termos do inciso IV da Instrução 361; e (ii) para aquisição de controle, nos termos do inciso V, ambos do art. 2º da mesma instrução. Dessa forma, caso não houvesse adesão de acionistas da DASA que representassem quantidades de ações que assegurem ao ofertante o controle da companhia, a OPA para aquisição de controle não teria tido êxito e a oferta seria concluída por meio de oferta voluntária simples, sem qualquer condição de atingimento de quantidade mínima de ações.

No dia 31.01.2014 a DASA divulgou fato relevante para informar que o conselho de administração da companhia enviou correspondência à Cromossomo, com cópia para a Comissão de Valores Mobiliários, para fins de registrar que o conselho entendia que a aquisição de ações de emissão da DASA no âmbito de OPA, além do limite de participação previsto nos termos do art. 45 do estatuto social da DASA, necessariamente acarretaria o dever de realizar a oferta pública prevista no referido dispositivo estatutário.

O resultado do leilão realizado no âmbito da OPA formulada pela Cromossomo II foi divulgado pela DASA por meio de fato relevante em 11.02.2014. Após a liquidação do leilão, seriam adquiridas 119.539.800 ações, representativas de 38,34% do capital da companhia, de forma que a ofertante e seus controladores passariam a deter, conjuntamente, 61,92% das ações representativas do capital da DASA.

Conforme fato relevante divulgado pela DASA em 07.03.2014, a Cromossomo requereu, em 06.03.2014, a instauração de arbitragem contra a DASA perante a Câmara de Arbitragem do Mercado, visando a chancela do tribunal

arbitral ao seu entendimento de que não haveria a necessidade de realização da OPA voluntária (mecanismo de proteção à dispersão acionária) prevista no estatuto social da DASA.

Por força do item 9.1 do Regulamento da Câmara de Arbitragem do Mercado, o procedimento arbitral instaurado a requerimento da Cromossomo é confidencial, não tendo sido divulgado ao mercado qualquer comunicado a respeito de sua evolução.

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

As medidas preventivas de defesa ficaram conhecidas pela denominação de *shark repellents*, podendo a *poison pill* ser enquadrada tanto como espécie desse gênero, quanto como “estratégia de defesa”, de acordo com a forma que for empregada.

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*. 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*⁴⁷.

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

A *poison pill* é um mecanismo que pode ser considerado atualmente como uma estratégia de defesa repressiva, eis que pode ser criado pela administração

⁴⁷ A respeito do detalhamento de tais mecanismos e táticas, v. MARTINS NETO, Carlos. Dispersão acionária, tomada hostil de controle e *poison pills*: breves reflexões. *Revista Semestral de Direito Empresarial*, nº 5. Rio de Janeiro: Renovar, jul.-dez. 2009, pp. 45/54.

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 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”⁴⁸.

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.

⁴⁸ 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 10.11.2009.

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 potencial 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 caro⁴⁹.

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 acionistas⁵⁰.

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 espões 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 fatais⁵¹.

A respeito das modalidades *flip-in* e *flip-over* de *poison pill*, vale transcrever o esclarecimento do professor PAULO FERNANDO CAMPOS SALLES DE TOLEDO:

⁴⁹ SUBRAMANIAN, Guhan. The Poison Pill. *Harvard Business School Review*, Cambridge, 9 Nov. 2001, p. 1.

⁵⁰ Idem, loc. cit.

⁵¹ COSTA, Len. *The Perfect Pill*. Disponível em: <http://www.legalaffairs.org/issues/March-April-2005/toa_costa_marapr05.msp>. Acesso em 10.07.2009.

Há duas modalidades básicas de *poison pills*: *flip-in* e *flip-over*. As primeiras conferem aos acionistas (exceto ao adquirente) o direito de 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 menor⁵².

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 protegida⁵³. 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 “entrincheiramento” de administrações ineficientes⁵⁴. 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 interesse dos seus acionistas). Caracteriza-se, portanto, o problema de agência, mencionado na nota de rodapé nº 13 deste trabalho.

⁵² 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.

⁵³ COSTA, Len. *The Perfect Pill*. Disponível em: <http://www.legalaffairs.org/issues/March-April-2005/toa_costa_marapr05.msp>. Acesso em 10.07.2009.

⁵⁴ 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.

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 aceita⁵⁵.

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*⁵⁶

⁵⁵ 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.

⁵⁶ GUHAN SUBRAMANIAN, reportando-se ao caso *Aronson v. Lewis*, Del.Supr., 473 A.2d 805, 812 (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*

e da razoabilidade da defesa diante da ameaça apresentada pela tentativa de tomada hostil.

O caso que é considerado como o *leading case* sobre o tema é o *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*⁵⁷, 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 remanescentes.

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.

Ainda em 1985, a validade da *poison pill* propriamente dita foi à prova no caso *Moran v. Household International, Inc.*⁵⁸. 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

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.).

⁵⁷ 493 A.2d 946 (Del. Supr., 1985).

⁵⁸ 500 A.2d 1346 (Del. Supr., 1985).

ros 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 Delaware⁵⁹, 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*⁶⁰.

3.2. 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 assembleia de acionistas⁶¹; a duas, porque à administração da companhia não é facultado proceder a tratamento

⁵⁹ 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).

⁶⁰ SUBRAMANIAN, Guhan. *The Poison Pill*. *Harvard Business School Review*, Cambridge, 9 Nov. 2001, p. 10.

⁶¹ 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

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 “pílulas” 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 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”⁶².

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; 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

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.

⁶² 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 10.11.2009.

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 companhia⁶³.

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.

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 assembleia⁶⁴.

Alguns MPDAs também preveem, 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”⁶⁵.

O mercado brasileiro já teve a oportunidade de assistir a um MPDA produzir seus efeitos quando, na oferta realizada pela Sadia visando a adquirir

⁶³ 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://ssrn.com/abstract=1121037>>. Acesso em 10.11.2014.

⁶⁴ Esse tipo de sanção foi classificado no estudo de Érica Gorga como “Cláusula Penal Tipo 1” (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 Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=1121037>>. Acesso em 10.11.2014).

⁶⁵ 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 Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=1121037>>. Acesso em 10.11.2014.

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 sociedade através da viabilização de propostas de fusão e de aquisição feitas por terceiros, via uma oferta hostil⁶⁶.

3.2.1. 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, com base em dados de 2009, tem-se registro da adoção de MPDA por 59 companhias abertas⁶⁷, sendo que até o fim do ano de

⁶⁶ 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.

⁶⁷ 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 10.11.2014).

2008, 392 companhias possuíam ações de sua emissão admitidas à negociação no segmento Bovespa da BM&FBOVESPA⁶⁸.

O estudo realizado por ÉRICA GORGA, que analisou estatutos de companhias abertas sem acionista controlador majoritário⁶⁹ 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”⁷⁰.

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”⁷¹.

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.

3.3. Exame crítico dos MPDAs adotados por companhias brasileiras

Nas linhas que seguem é feito um exame crítico dos MPDAs adotados por companhias brasileiras, com foco nos seguintes tópicos: (i) os efeitos da adoção de MPDAs por companhias com controlador majoritário; (ii) a legalidade

⁶⁸ 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.

⁶⁹ Isto é, sem que um acionista (ou grupo de acionistas) possua 50% mais uma das ações com direito a voto.

⁷⁰ 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 Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=1121037>>. Acesso em 10.11.2014.

⁷¹ Idem, loc. cit.

das chamadas “cláusulas pétreas”; e (iii) a (i) legalidade dos MPDAs propriamente ditos.

3.3.1. 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 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”⁷².

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 operação⁷³.

⁷² 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. 50/51. Disponível em Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=1121037>>. Acesso em 10.11.2014.

⁷³ VALENTI, Graziella. ‘Pílula de veneno’ é obstáculo para aquisição da Positivo. *Valor Econômico*, São Paulo, 10 dez. 2008, Caderno Eu & Investimentos.

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.

(...)

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 mantêm a cláusula⁷⁴.

Isto posto, verifica-se que os MPDAs inibiu a realização de um grande número de negócios envolvendo tanto companhias com controle disperso quanto companhias com controle majoritário. 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 deliberar pela retirada do MPDA do estatuto social da companhia, de forma a viabilizar a realização das referidas operações.

3.3.2. A legalidade das chamadas “cláusulas pétreas”

Outro ponto que merece reflexão é 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 iria 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 “cláusula 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

⁷⁴ FREGONI, Sílvia. Pílulas de veneno ainda inibem negócios. *Valor Econômico*, São Paulo, 23 mar. 2009, Caderno Eu & Investimentos.

simplesmente informar que não iria punir os acionistas que eventualmente votem a favor da supressão dos MPDAs dos estatutos de companhias abertas. Para fins de reflexão, apresenta-se o seguinte questionamento: se a CVM entendeu 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 utilizou a competência que lhe confere o art. 8º, I, da Lei nº 6.385/76 para baixar ato normativo proibindo a adoção e a manutenção das chamadas “cláusulas pétreas”?

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 vir a requerê-los, conforme sugeriram o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC e o Sr. Renato Chaves⁷⁶, 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 foi a primeira oportunidade em que a CVM manifestou oficialmente o seu posicionamento sobre o tema.

3.3.3. A (i)legalidade dos MPDAs

A maior crítica à adoção de MPDAs por companhias abertas brasileiras é o fato de tais mecanismos serem de legalidade duvidosa, conforme se explorará nas linhas que seguem.

Com efeito, os MPDAs, quando constantes do estatuto de companhia aberta, podem ser entendidos como violadores da regra que proíbe a inclusão, no estatuto social de companhia aberta, de disposições que imponham limitações à circulação das ações (art. 36 da Lei nº 6.404/76, *contrario sensu*). Isso porque a imposição de lançamento de OPA, especialmente por um preço determinado (ou determinável) diverso (geralmente, substancialmente acima) do preço de mercado, para aquisição da totalidade das ações em circulação de

⁷⁶ Comissão de Valores Mobiliários. *Relatório de análise – Audiência Pública 03/2009*, p. 5. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 10.11.2014.

uma companhia quando um acionista atinge uma dada concentração acionária cria ônus que, na prática, embaraça a livre circulação das ações e impede o livre funcionamento do mercado.

Convém lembrar que a Lei das S.A. contém dispositivo destinado a incentivar a dispersão acionária, por meio da limitação da quantidade de votos permitida a cada acionista, nos termos do seu art. 110, § 1º. A regra geral é a de que cada ação ordinária confere um voto a seu titular nas assembleias da companhia, porém, o estatuto social pode estabelecer um número máximo de votos que cada acionista terá, independentemente de sua participação acionária. Tal limite, portanto, tende a desestimular uma acumulação de ações em quantidade superior ao limite estabelecido pelo estatuto, posto que o acionista não poderia utilizar as ações que excederem tal limite para votar nos conclaves da companhia⁷⁶. Ao comentar a referida norma da Lei das S.A., NELSON EIZIRIK ressaltou que “visa o dispositivo a instituir procedimento altamente benéfico para as minorias acionárias, minimizando o poder do bloco de controle e incentivando a ‘pulverização’ de ações, o que é salutar nas companhias abertas”⁷⁷.

A respeito da interpretação do art. 36 da Lei nº 6.404/76, cumpre transcrever os comentários de EGBERTO LACERDA TEIXEIRA e JOSÉ ALEXANDRE TAVARES GUERREIRO ao referido dispositivo legal:

⁷⁶ A Embraer S.A. é um exemplo de companhia cujo estatuto contém limitação à quantidade de votos por acionista. Seu estatuto social estabelece, no artigo 14, o limite de votos por acionista em 5% da quantidade de ações em que se dividir o capital social da companhia. Quando da inclusão dessa regra no estatuto social da Embraer, no âmbito de ampla reestruturação dessa companhia realizada no ano de 2006, tal medida foi justificada sob o seguinte fundamento: “O número máximo de votos permitido a qualquer acionista (ou grupo de acionistas vinculados) em qualquer assembleia geral da Nova Embraer será de 5% do capital social, independentemente do número de ações ou ADS de sua propriedade. Esta medida, lastreada no art. 110, §1º da Lei 6.404/76, tem como objetivo desestimular a concentração excessiva de ações em mãos de um único acionista ou de grupo de acionistas vinculados. (...) a restrição ora descrita não impõe qualquer limitação à propriedade de ações ou a direitos de natureza econômica, inclusive a percepção de dividendos” (Cláusula 14.3 do Protocolo de Incorporação e Justificação da Incorporação da EMBRAER – Empresa Brasileira de Aeronáutica S.A. pelo Rio Han Empreendimentos e Participações S.A., celebrado em 19.01.2006 e aprovado em assembleia geral realizada em 31.03.2006).

⁷⁷ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. Vol. I. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 627.

A primeira observação a fazer a respeito do artigo em exame refere-se à **impossibilidade do estabelecimento de limitações quando se trate de ações de companhia aberta**. Essa distinção não se continha na lei anterior, muito embora, a seu tempo, tivesse já notado Valverde ser fora de dúvida que as restrições à circulação das ações concorrem para afastá-las do mercado.

(...)

A nosso ver, as limitações a que se refere o art. 36 são de caráter exclusivamente estatutário. **O estatuto de companhia aberta não pode, ab initio ou mediante reforma, impedir a livre negociação das ações**. A norma, evidentemente, atua para proteger os acionistas de companhia aberta, que devem sempre contar com a possibilidade de negociar suas ações em bolsa ou no mercado de balcão. (...) ⁷⁸ (grifos acrescentados)

Não é diferente o entendimento de JOSÉ LUIZ BULHÕES PEDREIRA e ALFREDO LAMY FILHO. Veja-se:

Por sua natureza e função, os títulos de emissão da companhia são livremente transmissíveis – a propriedade do título compreende a faculdade de dele dispor. A negociabilidade ou circulação do título somente pode ser restringida pela lei ou dentro dos limites estabelecidos pela lei – pelo estatuto social.

A LSA somente contém limites à negociabilidade das ações da companhia aberta antes da integralização de 30% do preço de emissão (art. 29) e à negociação da companhia com as próprias ações.

A LSA admite que o estatuto da companhia fechada possa impor limitações à circulação das ações nominativas, contanto que regule minuciosamente tais limitações e não impeça a negociação, nem sujeite o acionista ao arbítrio dos órgãos de administração da companhia ou da maioria dos acionistas (art. 36). **A lei não admite a limitação na com-**

⁷⁸ TEIXEIRA, Egberto Lacerda e GUERREIRO, Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. Vol. 1. São Paulo: José Bushatsky, 1979, pp. 237-8.

panhia aberta porque ela prejudica o funcionamento dos mercados de valores mobiliários. ⁷⁹ (grifos acrescentados)

Note-se que os MPDAs, sem respaldo legal, estabelecem obrigações para os adquirentes e alienantes de ações relativamente a preço e a quantidade, quando o legislador se restringiu a traçar parâmetros dessa natureza em apenas três hipóteses: a de alienação de controle (art. 254-A da Lei nº 6.404/76), a de cancelamento de registro de companhia aberta (art. 4º, § 4º, da Lei nº 6.404/76) e a de aumento de participação por parte de acionista controlador que logre reduzir demasiadamente a liquidez da ação emitida por companhia aberta (art. 4º, § 6º, da Lei nº 6.404/76).

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC, manifestou, por meio de Carta Diretriz, seu entendimento a respeito dos MPDAs constantes dos estatutos sociais de companhias abertas brasileiras. Dentre outras conclusões veiculadas na referida carta, o IBGC entende que:

(...) o mecanismo de defesa à tomada hostil de controle corporativo presente no mercado brasileiro **apresenta problemas decorrentes da tentativa de preestabelecer critérios de valor para a aquisição desvinculados dos fundamentos da companhia**. A fixação arbitrária de parâmetros de valor e/ou percentuais de prêmio de controle não se alinha com um julgamento exercido de maneira informada. **Em consequência, o mecanismo adotado no mercado brasileiro, em lugar de beneficiar, subtrai aos acionistas das companhias que os adotam ofertas de aquisição que reflitam o valor econômico de suas ações e pelas quais um adquirente potencial estaria disposto a remunerá-los.** ⁸⁰ (grifos acrescentados)

Não há dúvidas de que, ao se dispor sobre a obrigatoriedade de realização de uma OPA para aquisição de todas as ações de uma companhia por uma pessoa que adquirir uma determinada quantidade de ações de uma compa-

⁷⁹ PEDREIRA, José Lutz Bulhões e LAMY FILHO, Alfredo. *Direito das companhias*. Volume I. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p. 522.

⁸⁰ INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Carta Diretriz 2 – mecanismos de defesa à tomada hostil de controle*. São Paulo: IBGC, 2009, p. 22.

nhia, tal imposição, por si, já representa uma limitação à circulação das ações dessa companhia. O potencial adquirente de um lote de ações representativas de 20% (vinte por cento) do capital social de uma companhia, por exemplo, pode deixar de fazer tal aquisição se for obrigado a realizar uma oferta para comprar as demais ações de emissão daquela companhia.

Essa restrição pode ainda, em algumas circunstâncias, como a de sociedade que esteja enfrentando situação econômico-financeira adversa, configurar-se lesiva ao interesse da própria companhia. A chegada de um investidor disposto a adquirir ações no mercado e injetar recursos na sociedade (nos moldes de um *White Knight*) fica dificultada quando os estatutos sociais contêm MPDA. Pode-se, assim, estar atendendo ao interesse individual de acionistas, mas atentando contra o interesse legítimo da sociedade. Tal situação é agravada nas hipóteses em que os MPDAs, além de obrigarem o adquirente a formular a mencionada OPA, estabelecem parâmetros de definição do preço dessa oferta acima do preço de mercado.

Tal prática, portanto, consiste em verdadeira restrição à livre circulação de ações, sem previsão em lei, prejudicando, em última análise, o regular funcionamento do mercado e a saúde das companhias, uma vez que inúmeras operações de compra e venda de ações podem deixar de ocorrer em razão da obrigação de realização de oferta pública de aquisição destinada a todos os demais acionistas. Trata-se, portanto, de violação à regra do art. 36 da Lei nº 6.404/76, norma de ordem pública.

Nesse sentido é o entendimento de ERIK FREDERICO OIOLI:

Proibir a transferência (ou a aquisição) do controle corresponde a interferir na esfera de direitos dos próprios acionistas. Ademais, a proibição *per se* da transferência (ou aquisição) do poder de controle somente servirá aos interesses dos administradores e do acionista controlador, que poderão se perpetuar no poder.

Ainda, o artigo 36 da Lei das Sociedades Anônimas parece ser aplicável ao caso. A lei do anonimato não comporta a restrição à circulação de ações de companhias abertas, que são o objeto do presente estudo. O impedimento à alienação de ações que resulte na aquisição do controle pelo ofertante parece ser clara restrição à circulação de ações da companhia visada e deve ser vedada.

Assim, a obstrução à transferência (ou aquisição) do poder de controle deve ser analisada casuisticamente, à luz do interesse da companhia⁸¹. (grifos acrescentados)

Na linha da ilegalidade das “pílulas brasileiras”, veja-se o entendimento do Prof. MODESTO CARVALHOSA:

(...) Afinal, a oferta pública de compra de todas as ações da companhia deverá ser realizada de uma forma ou de outra: com o “disparo” da *poison pill* em virtude da aquisição, pelo acionista adquirente, do percentual acionário nela previsto ou se algum acionista da companhia deliberar pela alteração da *poison pill* no estatuto social. Portanto, fica expressa a falta de consonância com o interesse social, mediante a tentativa de sobreposição dos interesses de um pequeno grupo em detrimento dos demais e da própria sociedade. Essa cláusula, absolutamente contrária à lei societária e ao próprio sistema jurídico, destrói a validade, a licitude e a legitimidade das *poison pills* com tais características de absoluta iniquidade⁸². (grifos acrescentados)

CARLOS KLEIN ZANINI também sustenta a antijuridicidade dos MPDA constantes de companhias abertas brasileiras, desenvolvendo os argumentos de que (i) tais mecanismos criam uma “reserva de controle” nas companhias com controlador definido que adotam o MPDA e (ii) diminuição do direito de voto, nos seguintes termos:

A aparente igualdade existente entre os acionistas, na medida em que a cada ação corresponderia um voto, estaria encoberta por uma circunstância bastante peculiar: a de que somente alguns acionistas (os atuais controlares) poderiam deter a titularidade de um percentual relevante de participação acionária. Nos demais casos, conquanto não se suprima

⁸¹ OIOLI, Erik Frederico. *Oferta pública de aquisição do controle de companhias abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 215.

⁸² CARVALHOSA, Modesto. As *poison pills* estatutárias na prática brasileira – alguns aspectos de sua legalidade. In: CASTRO, Rodrigo R. Montelro de e ARAGÃO, Leandro Santos de. (Coord.). *Direito Societário – Desafios atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 27.

o direito de voto próprio de cada ação, somente se o reconhece se do voto não resultar proveito algum. Admite-se o voto inútil, mas nunca o voto capaz de perturbar o controlador⁸³.

Por essas razões, os MPDAs são de legalidade duvidosa. A Comissão de Valores Mobiliários, ao divulgar o memorando que encaminhou ao seu Colegiado a minuta de parecer de orientação que veio a se tornar o Parecer de Orientação nº 36, ressaltou que “neste memorando, (procura-se) analisar o impacto desse parecer do ponto de vista econômico, sem abordar questões jurídicas, que devem ser avaliadas em momento oportuno”⁸⁴.

Embora a CVM não tenha oposto restrição à inserção de cláusulas como essas nos estatutos das companhias abertas⁸⁵, veio a emitir, por meio do Parecer de Orientação nº 36, editado posteriormente à adoção generalizada dos MPDA, orientação no sentido de que não reprimiria a conduta de acionistas que votassem pela supressão de cláusulas pétreas de estatutos sociais que impedissem a alteração de cláusulas sobre os MPDA (conforme já relatado no tópico 3.3.2 acima), o que justificou sob o fundamento de que a soberania da assembleia deve prevalecer. Como, entretanto, não enfrentou diretamente as questões jurídicas subjacentes à legalidade das *poison pills*, a polêmica perdura, remanescendo a possibilidade de a matéria ser submetida ao crivo do Poder Judiciário ou de Câmara Arbitral.

⁸³ ZANINI, Carlos Klein. A *poison pill* brasileira: desvirtuamento, antijuridicidade e ineficiência. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von. (Coord). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 267.

⁸⁴ No memorando endereçado ao Colegiado da CVM, em 14.04.2009, para encaminhar a minuta de parecer de orientação que veio a se tornar o Parecer de Orientação nº 36, os diretores signatários do memorando, Marcos Barbosa Pinto e Otavio Yazbek, emitiram o entendimento de que, “os principais benefícios das *poison pills* são os seguintes: (i) elas promovem um tratamento relativamente igualitário entre os acionistas; (ii) elas protegem os acionistas contra ofertas coercitivas; e (iii) elas aumentam o poder de barganha dos acionistas”. (Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/port/infos/6491-0.asp>>. Acesso em 23.12.2013).

⁸⁵ A CVM, nos termos do art. 170, § 6º, combinado com art. 82, § 2º ambos da Lei nº 6.404/76, tem competência legal para condicionar a concessão do registro de distribuição pública de ações a alterações de cláusulas estatutárias.

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 capitais norte-americano, são frutos de uma conjunção de fatores culturais e históricos que não encontram paralelo no Brasil;
- (ii) 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.
- (iii) 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.
- (iv) 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 no ordenamento jurídico norte-americano, tendo sua legalidade sido confirmada em diversas oportunidades pela Suprema Corte de Delaware.
- (v) 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*.
- (vi) 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 “pre-

parando” a companhia para uma operação de pulverização de suas ações no mercado.

- (vii) 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”.
- (viii) Os MPDAs possuem legalidade duvidosa, porquanto violam a norma de ordem pública que proíbe a inclusão, no estatuto social de companhia aberta, de disposições que imponham limitações à circulação das ações (art. 36 da Lei nº 6.404/76, *contrario sensu*), na medida em que embaraça a livre circulação das ações e impede o livre funcionamento do mercado.

PODERES DOS ADMINISTRADORES E ACORDOS DE ACIONISTAS: APONTAMENTOS GERAIS E O CASO USIMINAS

BERNARDO VIANNA FREITAS

Conselheiro do Grupo de Estudos de Direito Empresarial da UFMG. Professor Substituto de Direito Empresarial da UFMG (2012-2013). Professor do LL.M. do IBMEC/MG.

HENRIQUE BARBOSA

Mestre em Direito Empresarial e Doutorando em Direito Comercial pela USP. Coordenador e Professor do LL.M do IBMEC/MG. Diretor do IBRADEMP.

JULIA SOUZA CORRÊA

Conselheira do Grupo de Estudos de Direito Empresarial da UFMG. Mestranda em Direito Comercial pela USP.

RAFAEL SETOGUTI JULIO PEREIRA

Pós-Graduado em Direito dos Contratos pelo IICS/CEU. Mestrando em Direito Comercial pela USP.

RESUMO: O presente trabalho analisa a efetividade ou não da independência dos administradores na dinâmica societária brasileira à luz da estrutura orgânica e da “hierarquia-funcional” postas na LSA, em especial face as regras envolvendo os acordos de acionistas e sua eficácia e vinculação à companhia e administração. Tentando dar concretude ao tema, apresenta-se o recente “Caso Usiminas”, materializado no conflito entre os Gru-

pos TerniumT/T e NSSMC integrantes do bloco de controle daquela siderúrgica, chegando então ao diagnóstico de que a mesma estrutura orgânica tão louvada na sociedade anônima é de certo modo a patologia e a cura para a celeuma da vinculação ou não dos administradores à disciplina dos acordos de acionistas, quase refém da própria divisão de poderes-deveres alocada entre os diversos núcleos sociais.