

UNIVERSIDADE FEDERAL DE JUIZ DE FORA

FACULDADE DE DIREITO

TAYNARA DE ÁVILA NASCIMENTO

**DISPERSÃO ACIONÁRIA E *POISON PILLS*: UM ESTUDO SOBRE A ADOÇÃO
DE MECANISMOS DE DEFESA CONTRA A AQUISIÇÃO HOSTIL DE CONTROLE
NO CENÁRIO BRASILEIRO**

JUIZ DE FORA

2016

TAYNARA DE ÁVILA NASCIMENTO

**DISPERSÃO ACIONÁRIA E *POISON PILLS*: UM ESTUDO SOBRE A ADOÇÃO
DE MECANISMOS DE DEFESA CONTRA A AQUISIÇÃO HOSTIL DE CONTROLE
NO CENÁRIO BRASILEIRO**

Monografia apresentada pela acadêmica Taynara de Ávila Nascimento, de número de matrícula 201034048, à Faculdade de Direito da Universidade Federal de Juiz de Fora, como requisito parcial de obtenção do título de Bacharel em Direito.

Orientador: Prof. Mestre Fernando Guilhon de Castro

JUIZ DE FORA

2016

TAYNARA DE ÁVILA NASCIMENTO

DISPERSÃO ACIONÁRIA E POISON PILLS: UM ESTUDO SOBRE A ADOÇÃO DE MECANISMOS DE DEFESA CONTRA A AQUISIÇÃO HOSTIL DE CONTROLE NO CENÁRIO BRASILEIRO/ TAYNARA DE ÁVILA NASCIMENTO.

– JUIZ DE FORA, 2016-

32 p. : il. (algumas color.) ; 30 cm.

Orientador: FERNANDO GUILHON DE CASTRO

MONOGRAFIA – **UNIVERSIDADE FEDERAL DE JUIZ DE FORA**
FACULDADE DE
DIREITO , 2016.

IMPORTANTE: ESSE É APENAS UM TEXTO DE EXEMPLO DE FICHA CATALOGRÁFICA. VOCÊ DEVERÁ SOLICITAR UMA FICHA CATALOGRÁFICA PARA SEU TRABALHO NA BIBLIOTECA DA SUA INSTITUIÇÃO (OU DEPARTAMENTO).

TAYNARA DE ÁVILA NASCIMENTO

**DISPERSÃO ACIONÁRIA E POISON PILLS: UM ESTUDO SOBRE A ADOÇÃO
DE MECANISMOS DE DEFESA CONTRA A AQUISIÇÃO HOSTIL DE CONTROLE
NO CENÁRIO BRASILEIRO**

Monografia apresentada pela acadêmica Taynara de Ávila Nascimento, de número de matrícula 201034048, à Faculdade de Direito da Universidade Federal de Juiz de Fora, como requisito parcial de obtenção do título de Bacharel em Direito.

Aprovada em 25 de fevereiro de 2016.

Banca Examinadora:

Professor Mestre Fernando Guilhon de Castro - Orientador
Universidade Federal de Juiz de Fora

Prof. Doutor Dhenis Cruz Madeira
Universidade Federal de Juiz de Fora

Prof^a Priscilla de Oliveira Calegari
Universidade Federal de Juiz de Fora

JUIZ DE FORA

2016

Agradecimentos

Agradeço primeiramente a Deus pela força espiritual e por todas as oportunidades que me foram dadas na vida.

Agradeço à minha família, meu alicerce, que me apoiou durante todos esses anos em que estive na faculdade.

Aos meus pais, Geraldo Magela e Natércia, sou grata pela confiança, pelo amor absoluto e por terem feito o possível e o impossível para que eu tivesse a oportunidade de cursar o que sempre sonhei e numa cidade distante de casa.

Aos meus irmãos, Carla e Daniel, pelas conversas, pelo carinho e companheirismo.

Agradeço ao meu orientador, Dr. Fernando Guilhon, pela confiança depositada nesse momento tão singular que é a defesa de uma monografia.

A todos aqueles que, em algum momento, contribuíram para a efetivação deste trabalho.

“Enquanto olhamos para a legislação para curar a pobreza ou abolir os privilégios especiais, veremos a pobreza se espalhar e o privilégio especial crescer.”

Henry Ford

Resumo

O presente estudo analisou os mecanismos de defesa contra aquisições hostis, criados após a abertura do mercado de capitais e a consequente pulverização do capital das companhias com ações negociáveis na Bolsa de Valores. As *poison pills* surgiram nos Estados Unidos como resposta às inúmeras tomadas de controle que ocorreram naquele país na década de 80 e seu fim precípua era proteger os acionistas minoritários, evitando que o controle da companhia fosse alterado. Foi nesse contexto que foi trazido para o Brasil o instituto das *poison pills*, objeto do presente estudo. Este trabalho tem como objetivo questionar se a aplicação desse instituto é legal e se houve o desvirtuamento desse mecanismo de defesa. Considerando a importância desse tema para o direito societário, a presente monografia de conclusão de curso visa estudar as *poison pills* no direito brasileiro, apontando seus principais tipos e características, bem como analisando sua efetividade na defesa dos acionistas minoritários no país.

Palavras-chaves: Pílulas de veneno. Aquisição hostil. Controle pulverizado. Oferta pública de ações.

Abstract

In this paper we study protection mechanisms against hostile takeover created after the opening of the capital market in Brazil and its consequent pulverization of publicly held companies. The poison pills appeared in the United States as a response to the countless takeovers that occurred in that country in the 1980s and its main purpose was to protect minority shareholders, avoiding the change of control. In this context, the poison pills, object of this study, have been brought to Brazil. This study aims to investigate questions regarding the legality of this mechanism and, mainly, the distortion of it have arisen. Considering the importance of this subject for the corporate law, the term paper aims at studying the poison pills in the Brazilian law, pointing out its main types and characteristics as well as analyzing its effectivity in the protection of minority shareholders in the country.

Keywords: Poison Pills. Hostile takeover. Dispersed control. Tender offers.

LISTA DE ABREVIATURAS

CVM - Comissão de Valores Mobiliários

EUA - Estados Unidos

IBCA - Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração

IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

LSA - Lei das Sociedades Anônimas

OCDE - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico

OPA - Oferta Pública de Ações

SUMÁRIO

	Página
1. INTRODUÇÃO	10
2. CONSIDERAÇÕES SOBRE O PODER DE CONTROLE	13
2.1 – Definição de poder de controle interno	13
2.2 – Modalidade de poder de controle acionário	17
2.3 – Conflitos de agência	20
3. GOVERNANÇA CORPORATIVA	27
3.1 – Considerações sobre a origem e delimitação conceitual	27
3.1 – Os níveis de governança corporativa e o Novo Mercado da BOVESPA.....	31
4. A UTILIZAÇÃO DE MECANISMO DE PROTEÇÃO CONTRA AQUISIÇÃO HOSTIL	36
4.1 – Formas de aquisição de controle	36
4.2 – <i>Poison Pills</i> : origem e conceito	40
4.3 – Prós e contras da adoção das <i>poison pills</i>	47
4.3.1 – Vantagens da modalidade	48
4.3.2 – Desvantagens da modalidade	51

4.4 – A <i>poison pills</i> nacional	54
4.4.1 – Considerações sobre as Ofertas Públicas de Ações (OPAs).	59
4.4.1.1 – O estabelecimento do preço para OPA	60
4.4.1.2 – O “gatilho” para incidência das <i>poison pills</i>	61
4.4.1.3 – Aquisição de participação relevante	62
4.5 – <i>Poison Pills</i> e as cláusulas acessórias.....	63
4.5.1 – A suspensão do direito do acionista.....	63
4.5.1 – <i>Poison Pills</i> e as cláusulas pétreas	64
4.6 – O posicionamento da CVM	67
4.7 – <i>Poison Pills</i> e a governança corporativa	72
CONCLUSÕES.....	75
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	78

1 INTRODUÇÃO

“A tutela da minoria é um problema econômico e político, sendo jurídico somente o meio através do qual essa tutela atua.” Giuseppe Ferri

Vivemos em um mundo capitalista caracterizado por mercado concorrencial em que as empresas buscam incessantemente aumentar os seus poderes de controle sobre esse mercado, bem como procuram mecanismos dos mais diversos para, principalmente, se manterem na disputa. Ao mesmo tempo, o mercado de capitais brasileiro vem passando por transformações decorrentes do seu desenvolvimento e, a exemplo do mercado norte-americano, timidamente, vêm surgindo empresas brasileiras com a estrutura de capital disperso; de modo que os controladores dessas firmas, quando existentes, exercem seu poder de controle com cada vez menos participação no capital.

A temática adotada refere-se às cláusulas contratuais anti aquisições hostis do capital pulverizado das sociedades anônimas, também denominadas pela *common law* de *stockholder rights plans*. Essas cláusulas são inseridas nos estatutos sociais das companhias com o intuito de impedir ou encarecer ao extremo a tomada de controle.

O que se verifica no cenário nacional é que a dispersão acionária das sociedades anônimas está em fase embrionária, sendo que as *poison pills* foram transportadas do direito norte-americano para o brasileiro, porém de maneira contestável, haja vista que o intuito para os quais elas foram criadas nos EUA em nada se aproxima dos objetivos para os quais elas vêm sendo utilizadas no Brasil. A verdade é que os controladores das companhias brasileiras, cada vez mais

temerosos - seja em comprometer os rumos da companhia ou de perderem seus cargos - se valem das cláusulas *poison pills* para afastar a oferta invasiva de aquisição do controle, a denominada *hostile takeover* (aquisição hostil) ; porém, à medida que as empresas brasileiras não se caracterizam por possuírem o capital altamente diluído, acabam fazendo uso desse instrumento jurídico de defesa de forma indevida, sem se atentar se a cópia pura e simples feita a partir do modelo americano é adequada para o mercado brasileiro.

Ademais, sendo mecanismo de defesa utilizado para impedir que determinados acionistas aumentem suas participações no capital social da sociedade anônima, tem sua legalidade questionada, principalmente levando em conta a Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976 e as regras da governança corporativa.

Tendo em vista esse fenômeno contemporâneo da adoção das *poison pills* no Brasil, cabe questionar “Tal instituto (surgido nos EUA e transplantado para o Brasil), se desvirtuou do seu objetivo intrínseco, é revestido de antijuridicidade - tendo em vista a Lei 6.404/1976 - , e fere a eficiência econômica?”

Cabe pontuar que quando se fala em estatutos de sociedades anônimas, trata-se de contratos que, em geral, envolvem empresas de patrimônio muito elevado e sujeitas aos riscos da dispersão acionária num mercado livre, por isso, são objeto de polêmica, dividindo opiniões de advogados atuantes no mercado de capitais e especialistas em análise de investimentos, em função das pílulas irem ou não de encontro à legislação brasileira e em razão dos seus aspectos positivos e negativos, no que tange à administração e aos interesses da companhia, às boas práticas de governança corporativa, ao interesse do acionista e aos resultados da firma no longo prazo.

Por se tratar de tema muito incipiente, há quem acredite que, no momento em que um desses dispositivos for questionado judicial ou administrativamente no Brasil, seus efeitos poderão ser cancelados e os acionistas controladores, se existirem, punidos por infração à LSA. Ademais, atenta-se ao fato de que o próprio órgão regulador do mercado de capitais brasileiro, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) não se manifestou sobre a legalidade de tais dispositivos, embora tenha editado Parecer de Orientações Nº/2009.

Atentos a tudo isso, adotando o referencial teórico da governança corporativa e da BM&FBovespa, é de suma importância chegar à conclusão se as *poison pills* devem ser usadas nos estatutos brasileiros e, se a resposta for positiva, quando e como devem ser utilizadas, a fim de evitar consequências negativas, como a imutabilidade de administração indesejável que pode impedir o crescimento e o desenvolvimento econômico em escalas mundiais, haja vista o quanto os negócios e as tomadas de decisões das grandes empresas impactam diretamente no mercado e na sociedade como um todo. Pode, ainda, as *pílulas de veneno* impedirem os acionistas de negociarem suas ações em condições vantajosas, o que pode desestimular investimentos acionários colocando em risco a própria vida das sociedades anônimas.

CAPÍTULO 2 – CONSIDERAÇÕES SOBRE O PODER DE CONTROLE

2.1 – Definição de poder de controle interno

Para uma boa compreensão dos mecanismos de proteção contra a tomada hostil de controle, especialmente as *poison pills*¹, faz-se necessário, primeiramente, realizar breve análise do conceito de poder de controle, pois é ele que se pretende resguardar no âmbito das companhias abertas.

Conforme descrito por Comparato (2008), o conceito e a qualificação jurídica de controle estão atrelados à nova realidade social advinda da Revolução Industrial. Observou-se que nas sociedades anônimas comumente havia duas espécies de participantes: os investidores capitalistas e os empresários que representavam o núcleo do poder. Ademais, notou-se que o investimento acionário sofria tendência centrífuga, enquanto o núcleo do poder era estimulado por forças centrípetas. Dessa forma, o investimento capitalístico em ações apresentava tendência à dispersão, bem como se mostrava cada vez mais despersonalizado, tendo em vista as ações ao portador e os investidores institucionais, os quais participam da vida empresarial atualmente, afastando, destarte, a massa de acionistas da vida empresarial. Ao revés, o poder de controle se mostrava cada vez mais personalizado, ou seja, facilmente identificado, criando os reis da indústria.

Diante do surgimento desse novo modelo de sociedade anônima, persistia a dificuldade de qualificação do poder de controle empresarial: mas, afinal, como

¹ Instrumento jurídico adotado pela companhia com o intuito de dificultar a aquisição do poder de controle oriunda de uma oferta hostil – diretamente endereçada aos acionistas da companhia, sem consulta prévia à sua administração.

caracterizar esse poder? (COMPARATO, 2005). No que tange a definição do poder de controle, não há unanimidade entre aqueles que se dedicam aos estudos.

No final dos anos 1920, A. A. Berle e G. C. Means foram apontados como os primeiros que se dedicaram a estudar amplamente essa extraordinária mudança do divórcio entre propriedade e controle, mencionando em sua obra *The modern corporation and private property* que o controle seria produto do sistema de sociedade anônima. Tendo em vista que a direção de uma S.A. é exercida por conselho de diretores, de forma simplificada, é possível dizer que o controle está em mãos do indivíduo ou grupo que tem o poder efetivo de selecionar a maioria do conselho de diretores, ou seja, este indivíduo ou grupo pode ser considerado o *controle* (BERLE & MEANS, 1991).

Para se chegar à conceituação de poder de controle, Champaud (citado por Comparato; Salomão Filho, 2005) destaca que a definição de controle pressupõe três condições: primeiro, que exista um patrimônio no qual o titular se encontre na impossibilidade de gerir os próprios bens de que é proprietário, que deles apenas usam e percebem os frutos; uma segunda condição é a necessidade de delegação dos poderes de administração patrimonial, uma vez que nem todos podem administrar ao mesmo tempo; e, por fim, a prerrogativa de que o controlador não pode manifestar a intenção de se apoderar dos bens sociais (COMPARATO & SALOMÃO FILHO, 2005).

Partindo dos pressupostos apresentados, Comparato e Salomão Filho (2005) concluem que o poder de controle representa poder soberano dentro da esfera da sociedade anônima, não se confundindo com o exercício das funções administrativas. Dessa forma, o controlador não precisa ser diretor da companhia, sequer acionista. Como se observa, o controle não se manifesta como comando

hierárquico, exigindo obediência e impondo sanções, mas como o poder de decidir por outrem, produzindo efeitos na esfera patrimonial desses acionistas não controladores.

Champaud (apud COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2005), explica que o controle sobre a atividade empresarial implica, necessariamente, o controle dos bens empresariais e vice-versa, *verbis*:

Tal poder, bem conhecido dos juristas, é o clássico *jus abutendi*, elemento essencial da propriedade. O controle é, pois, o direito de dispor dos bens alheios como um proprietário. Controlar uma empresa significa poder dispor dos bens que lhes são destinados, de tal arte que o controlador se torna senhor de sua atividade econômica (COMPARATO & SALOMÃO FILHO, 2005).

Conforme expresso pelo autor, o controle em nada se aproxima ao instituto da detenção, ao contrário, trata-se de prerrogativa essencial do controle o poder de dispor dos bens da empresa. Portanto, na visão de Champaud, é notória a ideia de que o poder de controle é configurado pelo efetivo exercício do poder de dispor da companhia controlada, de tal sorte que se caracteriza como poder soberano.

Na visão de Modesto Carvalhosa (2003), tem-se que:

Controle societário pode ser entendido como o poder de dirigir as atividades sociais. Essa noção tem um sentido material ou substancial e não apenas formal. Assim, o controle é o poder efetivo de direção dos negócios sociais. Não se trata de um poder potencial, eventual, simbólico ou diferido. É controlador aquele que exerce, na realidade, o poder. Internamente, mediante o prevailecimento dos votos. Externamente, por outros fatores extra societários. Controlar uma companhia, portanto, é o poder de impor a vontade nos atos sociais e, via de consequência, de dirigir o processo empresarial, que é o seu objeto (CARVALHOSA, 2003).

Nota-se na lição do Autor que o controle está diretamente relacionado com a detenção de percentual mínimo de ações com direito de voto, que por sua vez permitirá, de modo permanente, a condução da companhia ou a designação de

quem a fará, usando efetivamente do seu poder para dirigir as atividades da sociedade.

Não se pode deixar de apontar o Regulamento do Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo S.A. - BVSP (Bovespa)² que nos apresenta como poder de controle:

[...] o poder efetivamente utilizado para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da Companhia, de forma direta ou indireta, de fato ou de direito. Há presunção relativa de titularidade do controle em relação à pessoa ou ao grupo de pessoas vinculado por acordo de acionistas ou sob controle comum (“grupo de controle”) que seja titular de ações que lhe tenham assegurado a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas três últimas assembleias gerais da Companhia, ainda que não seja titular das ações que lhe assegurem a maioria absoluta do capital votante.

Verifica-se que os critérios adotados pela Bovespa para a definição do poder de controle vai ao encontro dos requisitos apresentados pelo artigo 116 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (“Lei das Sociedades por ações”)³. Depreende-se do texto da lei que são necessário dois requisitos cumulativos: (i) que o acionista seja titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e (ii) que use o seu poder para conduzir as atividades sociais, bem como orientar o funcionamento dos órgãos da companhia. Tanto o conceito da Bovespa, quanto o conceito legal, reportam ao fato de que o controle não se fundamenta apenas no princípio majoritário, ou seja, o acionista

² BM&FBovespa - A Nova Bolsa. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/intros/intro-regulamentos-e-normas.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 10/12/2015.

³ Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

- a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e
- b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender. (Disponível em: <www.planalto.gov.br>. Acesso em: 10/11/2015)

detentor da maior participação no capital social não implicará, necessariamente, ser o controlador da sociedade. Para que exista poder não basta verificar a quantidade de ações, mas, deve-se ir além, analisando se a propriedade garante a maioria absoluta dos votos em assembleias e, ainda, se tal poder é utilizado efetiva e permanentemente para dirigir ou eleger quem dirigirá a companhia.

Tendo em vista a tendência de grande dispersão acionária das empresas, chega-se à confirmação de que o proprietário das ações, aquele que arrisca a sua riqueza, ficou apenas com um pedaço de papel representando os seus direitos e expectativas perante a companhia, enquanto o poder de controle e a responsabilidade da gestão dos meios de produção, antes integrantes da propriedade, são entregues a direção única que, muitas vezes, possuem nenhum ou uma fração insignificante do capital social (BERLE & MEANS, 1991).

1.2– Modalidades de poder de controle acionário

Apresentada a definição de poder de controle interno, bem como a identificação do fenômeno da dissociação entre propriedade e controle, é válido apresentar breve exposição sobre as distintas modalidades de poder de controle da sociedade anônima, uma vez que tais conceitos serão fundamentais para o entendimento deste trabalho.

O estudo das formas de controle remete necessariamente às lições presentes na clássica obra de Berle e Means (1991) em que apontaram cinco tipos principais de poder de controle. A classificação apresentada foi revista e criticada por Fabio K. Comparato que a reduziu a quatro espécies (i) controle por meio da propriedade quase total; (ii) controle majoritário; (iii) controle minoritário; e (iv) controle administrativo. (ULHOA, 1999)

Segundo Berle e Means (1991), o controle por meio da propriedade quase total, também denominado controle totalitário, ocorre quando um único indivíduo ou pequeno grupo de sócios possui todas ou quase todas as ações, de modo que neste tipo de empresa, a propriedade e o controle estão ambos nas mesmas mãos. O autor Comparato (2005) corrobora o raciocínio e afirma que esta modalidade assimila-se à sociedade unipessoal e caracteriza-se quando nenhum acionista é excluído do poder de dominação da sociedade.

O controle majoritário, por sua vez, envolve a propriedade da maioria das ações (Berle e Means, 1991). Para Comparato e Salomão Filho (2005), pauta-se no comando exercido pela maioria, cabendo falar em controle majoritário simples e majoritário absoluto, conforme haja ou não uma minoria qualificada. Ressaltou, ainda, ser comum o controle majoritário exercido por conjunto ou associação, integrando interesses temporária ou permanentemente convergentes. Em suma, é possível conceituá-lo como sendo o controle exercido pelo titular de mais da metade das ações com direito a voto.

É possível extrair da obra de Berle e Means (1991) que o controle minoritário existe quando um indivíduo ou pequeno grupo possui participação em ações suficiente para estar em condições de dominar uma empresa por meio de sua participação em ações, contudo, possuindo menos da metade das ações com direito a voto, na verdade, diz-se que esse indivíduo ou grupo tem o controle operacional da companhia. Tal forma de controle só é possível nas grandes companhias, que possuem alto grau de dispersão da propriedade de suas ações. Conforme ensina Fábio Ulhoa Coelho (2004) o número de acionistas é tão elevado e ao mesmo tempo estes se encontram espalhados pelo mundo inteiro, tornando difícil a reunião em assembleia, bem como conquistar votos em quantidade superior à do controlador.

Por fim, o controle administrativo ou gerencial, é conceituado por Berle e Means (1991) como sendo “[...] aquele em que a propriedade está tão dispersa, que nenhum indivíduo ou pequeno grupo tem sequer um interesse minoritário grande para dominar os negócios da empresa.” Neste caso, nenhum acionista valendo-se apenas das suas ações tem condições de reunir a maioria dos votos necessários para exercer o controle ou para pressionar a administração da companhia. De acordo com o resultado das pesquisas feitas por Berle e Means, ao analisarem o desenvolvimento das grandes companhias dos Estados Unidos, esta era a realidade das duzentas maiores companhias. Para ilustrar, os Autores citam que no ano de 1929, o maior acionista da companhia *Pennsylvania Railroad* possuía apenas 0,34 % do total das ações, e as ações conjuntas dos vinte maiores acionistas somavam apenas 2,7% do total.

No Brasil, tendo em vista o estágio de desenvolvimento do mercado acionário, as companhias sempre foram, e ainda são, em sua maioria, bem distintas daquelas presentes nos Estados Unidos no que se refere ao poder de controle. Verifica-se, de um lado, as companhias constituídas por iniciativa de capitalistas brasileiros caracterizadas por assumirem a forma de empresas familiares, com cultura empresarial centralizadora; do outro lado, vê-se empresas com o capital social representado por investimento de multinacional no País e, portanto, sujeitas ao controle totalitário da matriz (ULHOA, 1999).

Segundo COMPARATO (apud ULHOA, 1999) na economia brasileira, não há número significativo de companhias sob o controle minoritário, bem como não há, até a presente data, nenhuma companhia sob o controle gerencial. O controle majoritário, sob a forma de acordo de acionistas, é identificado em algumas companhias e, por sua vez, predomina a modalidade totalitária de controle.

Dado o exposto, enquanto no mercado norte americano há enorme grau de pulverização das companhias, impossibilitando a identificação da figura do acionista controlador, no Brasil, as firmas são, comumente, controladas por um único acionista e, por isso, intituladas companhias *com dono*, não estando ameaçadas pela tomada de controle, haja vista que o mercado de capitais brasileiro não tem a tradição de sociedades anônimas com larga dispersão das ações.

1.3- Conflitos de agência

O fenômeno dos conflitos de agência tornou-se importante a partir da evolução dos mercados de capitais, especialmente, com a nítida separação entre a propriedade das ações e o exercício da gestão empresarial, decorrente de mercado com alto grau de liquidez. Os primeiros grandes colaboradores teóricos foram Jensen e Meckling que no ano de 1976 publicaram estudos realizados com base em empresas americanas e britânicas chamando a problemática de Teoria da Firma ou Teoria do Agente-Principal. Segundo os estudiosos, o problema girava em torno da contratação pelo sócio (principal) de outra pessoa (agente) que iria administrar a empresa em seu lugar⁴. Ademais, os problemas decorrentes dos conflitos de agência também residem na ausência de contrato completo e na inexistência de agente perfeito; por essa razão, comumente existe dicotomia entre a expectativa dos acionistas e os interesses e as atitudes dos gestores (IBGC, 2009); por exemplo, os acionistas têm interesse num bom retorno para o capital que investem na companhia, e são divididos em rendeiros, quando pensam em longo prazo, e

⁴ INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Origens da Governança Corporativa*. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18166>>. Acesso em: 20/12/2015.

especuladores, quando visam apenas ganhos imediatos; já os administradores possuem interesse na gestão dos negócios da sociedade (Ramos, 2011).

Segundo Berle e Means, até a Revolução Industrial o proprietário-trabalhador como, por exemplo, o fazendeiro, executava três funções: (i) de ter interesses na companhia; (ii) ter poder sobre ela; e (iii) de atuar nela. No entanto, durante o século XIX (cenário industrial), o proprietário passou a desempenhar as duas primeiras funções, sendo que os executivos assalariados desempenhavam, em grande medida, a terceira função (movimentando a empresa conforme diretrizes do proprietário). Enquanto o proprietário também tinha o controle sobre sua empresa, podia movimentá-la em torno dos seus próprios interesses. Posteriormente, sob o novo sistema da sociedade anônima, a segunda função separou-se da primeira, criando dois grupos: dos proprietários sem controle apreciável e dos controladores sem propriedade apreciável (BERLE; MEANS, 1991). A partir de então começaram a aparecer os conflitos de agência no modelo de controle pulverizado, existente em mercados de capitais mais desenvolvidos, caracterizados pelo conflito de interesses entre acionistas e a administração de empresas.

Nos mercados com estrutura de propriedade concentrada, como é o caso do mercado brasileiro, o conflito de agência tem como protagonistas os acionistas controladores e os acionistas minoritários, pois, como aqueles têm poder para eleger a maioria dos administradores, seus interesses estarão naturalmente alinhados. Aos minoritários caberá apenas investir capital na empresa, enquanto o controle da firma e o poder de decisão nas assembleias gerais ficarão nas mãos do acionista controlador (configurando a possibilidade de o acionista controlador ter acesso a benefícios especiais não extensivos aos minoritários).

Berle e Means (1991) mostraram que o acionista minoritário tem interesses bem definidos, sendo os principais: a maximização de lucros compatível com grau ponderado de riscos; a distribuição desses lucros, de modo que nada os prejudique o direito de receber a parte que lhes é devida; que suas ações sejam negociáveis com um preço justo; e transparência da companhia.

Já os interesses do controle ou do administrador não são tão fáceis de definir, pois é preciso conhecer os objetivos pessoais dos indivíduos no controle. Se o objetivo principal for lucro pessoal, os interesses do controle se opõem radicalmente aos da propriedade, pois, muitas vezes, o grupo no controle pode servir melhor a si mesmo lucrando a expensas da companhia. Mas, é possível considerar que a força motriz do controle seja o desejo pelo próprio poder (devido ao orgulho profissional), ou pela maior estabilidade na empresa, ou, ainda, pela perpetuidade no controle. Em todos esses casos, ainda que as atitudes beneficiem outros grupos essenciais para a existência da companhia, não descarta o caráter de oposição aos interesses dos proprietários (BERLE; MEANS, 1991).

Levando em consideração esse cenário de conflitos oriundos da relação de agência, em que as duas partes não possuem os mesmos interesses em determinada organização, a teoria da agência busca mecanismos para alinhar os interesses por meio de sistemas de avaliação de gestão (acompanhamento da performance dos administradores) e programas de incentivo e remuneração (premiação dos administradores que alcancem bons resultados com maximização da riqueza), ao mesmo tempo, os legisladores, reguladores e autorreguladores têm o desafio de criar ambiente de proteção legal mais confiável, tudo isso para que os conflitos sejam reduzidos e os abusos eliminados.

A Lei nº 6404/76, em seu artigo 117⁵, no intuito de revitalizar o mercado de capitais brasileiro, lançou as modalidades de atos definidores da conduta abusiva por parte do controlador, tratando-se de rol exemplificativo e genérico capaz de abraçar vasta gama de condutas ilícitas, restando à doutrina e jurisprudência o papel de identificação da amplitude da esfera jurídica que abarcará o ilícito à luz do caso concreto. A denúncia pode ser feita interna ou *extra corporis* e as penalidades variarão de caso a caso, podendo ensejar apuração pela Comissão de Valores Mobiliários e, em casos extremos, processos criminais (MARTINS, 2005). O importante é notar a tentativa da lei acionária de estimular o controlador a agir de forma fiel a seus deveres e responsabilidades, bem como no interesse da companhia.

⁵ Art. 117. O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder.

§ 1º São modalidades de exercício abusivo de poder:

- a) orientar a companhia para fim estranho ao objeto social ou lesivo ao interesse nacional, ou levá-la a favorecer outra sociedade, brasileira ou estrangeira, em prejuízo da participação dos acionistas minoritários nos lucros ou no acervo da companhia, ou da economia nacional;
- b) promover a liquidação de companhia próspera, ou a transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia, com o fim de obter, para si ou para outrem, vantagem indevida, em prejuízo dos demais acionistas, dos que trabalham na empresa ou dos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia;
- c) promover alteração estatutária, emissão de valores mobiliários ou adoção de políticas ou decisões que não tenham por fim o interesse da companhia e visem a causar prejuízo a acionistas minoritários, aos que trabalham na empresa ou aos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia;
- d) eleger administrador ou fiscal que sabe inapto, moral ou tecnicamente;
- e) induzir, ou tentar induzir, administrador ou fiscal a praticar ato ilegal, ou, descumprindo seus deveres definidos nesta Lei e no estatuto, promover, contra o interesse da companhia, sua ratificação pela assembléia-geral;
- f) contratar com a companhia, diretamente ou através de outrem, ou de sociedade na qual tenha interesse, em condições de favorecimento ou não equitativas;
- g) aprovar ou fazer aprovar contas irregulares de administradores, por favorecimento pessoal, ou deixar de apurar denúncia que saiba ou devesse saber procedente, ou que justifique fundada suspeita de irregularidade.
- h) subscrever ações, para os fins do disposto no art. 170, com a realização em bens estranhos ao objeto social da companhia. (Incluída dada pela Lei nº 9.457, de 1997)
(Disponível em: <www.planalto.gov.br/>. Acesso em: 13/12/2015)

Em virtude da pulverização das ações, os administradores passaram a contar com autonomia, sobretudo, devido ao conhecimento altamente especializado necessário para a gestão da empresa, o que resultou numa verdadeira casta chamada por Galbraith de “tecnoestrutura” (GALBRAITH, 1967 apud WALD, 2002). Na realidade, esse poder de gerir a empresa deve ser bem interpretado a partir da leitura do artigo 138, § 1º e ° da Lei nº 6404/76, do qual se extrai que não incumbe aos membros do conselho de administração, obrigatório nas companhias abertas, o exercício de atividades executivas, as quais competem à diretoria, mas sim a participação nas tomadas de decisão sobre os negócios da companhia (WALD, 2002). Assim, para evitar que a atuação do administrador fosse de encontro aos fins e interesses sociais, está previsto no artigo 154 da Lei das SAS, *verbis*:

Art. 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.
§1º O administrador eleito por grupo ou classe de acionistas tem, para a companhia, os mesmos deveres que os demais, não podendo, ainda que para defesa do interesse dos que o elegeram, faltar a esses deveres.
§ 2º É vedado ao administrador:
a) praticar ato de liberalidade à custa da companhia; [...]

Nota-se, por meio do dispositivo legal, que cabe ao administrador, agrade ou não os que o elegeram, agir em proveito dos fins e interesses da companhia. A nomeação não permite conluio, nem desvios de função, para intencionalmente favorecer os acionistas controladores e potencialmente causar prejuízo aos demais acionistas.

A “Lei das S.A.”⁶ também teve o cuidado de prever no artigo 115 que em casos de conflito de interesses⁷ representantes dos acionistas interessados no

⁶ Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem,

contrato não poderão votar, sob pena de nulidade de voto. Já o artigo 156 da mesma lei⁸, trata do conflito de interesses entre o administrador e a companhia, restringindo a atuação do administrador, e abrangendo também eventual conflito que possa existir entre a companhia e o acionista que indicou o conselheiro.

Por fim, preocupou-se o legislador em disciplinar no artigo 141 da LSA a faculdade aos acionistas da companhia, titulares de ações preferenciais e minoritários detentores de ações ordinárias, a eleição em separado de membros do colegiado; tendo em vista o fato de o conselho de administração ser forte instrumento para a proteção dos acionistas minoritários, pois através do sistema do voto múltiplo, adotado pela lei do anonimato, esses podem eleger com maior facilidade os membros para a composição do órgão do conselho da administração, desde que detenham, pelo menos, um décimo do capital com direito a voto.

Sendo de todo dispensável perquirir em profundidade o completo tratamento legal para solucionar os conflitos de interesse, pois fugiria ao corte do trabalho, o intuito aqui é mostrar que o legislador brasileiro buscou remédios para que o

vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

§ 1º o acionista não poderá votar nas deliberações da assembléia-geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador, nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia. (Disponível em : <www.planalto.gov.br/>. Acesso em: 16/12/2015)

⁷ O conflito de agência é o confronto de interesses entre os accionistas de uma empresa e os seus gestores. No caso das empresas, quando os proprietários do capital não são simultaneamente os gestores que lidam com as questões operacionais do dia-a-dia, ocorre frequentemente um choque entre o que uns e outros entendem ser o melhor para a empresa. Disponível em : < <https://www.portal-gestao.com/artigos/6541-o-que-%C3%A9-o-conflito-de-ag%C3%Aancia.html>>. Acesso em:08/11/2015.

⁸ Art. 156. É vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores, cumprindo-lhe cientificá-los do seu impedimento e fazer consignar, em ata de reunião do conselho de administração ou da diretoria, a natureza e extensão do seu interesse.

§ 1º Ainda que observado o disposto neste artigo, o administrador somente pode contratar com a companhia em condições razoáveis ou eqüitativas, idênticas às que prevalecem no mercado ou em que a companhia contrataria com terceiros.

§ 2º O negócio contratado com infração do disposto no § 1º é anulável, e o administrador interessado será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que dele tiver auferido. (Disponível em : <www.planalto.gov.br/>. Acesso em: 22/11/2015)

mercado acionário não fosse tão vulnerável e frágil diante dos conflitos de agência envolvendo as sociedades anônimas.

CAPÍTULO 3 – GOVERNANÇA CORPORATIVA

3.1 – Considerações sobre a origem e delimitação conceitual

A denominação governança corporativa é a tradução literal do termo em inglês *corporate governance*, usado para se referir ao governo estratégico da empresa, à distribuição e articulação do poder entre as partes com direitos de propriedade e os responsáveis pela gestão. Nas corporações orienta questões que envolvem as relações entre controladores, minoritários, gestores, financiadores, mercado de capitais, além de outras partes interessadas na empresa e, inclusive, influenciadas por ela, tais como funcionários, clientes, fornecedores, órgãos fiscalizadores e sociedade.⁹

A sua origem está intimamente relacionada com o intuito de superação do conflito de agência, consequência natural da pulverização do capital das corporações, do divórcio entre gestão e propriedade, e do contrato no qual os principais acionistas concedem poderes aos agentes (administradores) para atuarem em seu nome. Anos após Jensen e Meckling proporem como solução para minimização dos problemas a adoção de medidas de práticas de monitoramento, controle e ampla divulgação de informações, convencionou-se chamar esse conjunto de condutas de governança corporativa. Nos anos 1990, momento em que eclodiram vários escândalos contábeis envolvendo grandes empresas, foi publicado na Inglaterra o primeiro código de boas práticas de governança corporativa, o Relatório *Cadbury*. Pouco depois, mais da metade das 300 companhias dos EUA já

⁹ Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Mecanismos e Diretrizes para fortalecimento da Governança Corporativa. Disponível em <www.ibgc.org.br>. Acesso em: 21/05/2014.

havia inserido recomendações de governança corporativa em seus manuais, sendo a *General Motors* (GN) a primeira empresa a elaborar um código de governança.¹⁰

As discussões internacionais foram fortalecidas pelas iniciativas da OCDE (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico) e pelos escândalos corporativos envolvendo as empresas *Enron*, *WorldCom*, *Parmalat* e *Tyco*. Em seguida, o congresso norte-americano aprovou a Lei *Sarbanes-Oxley* (SOX), com definições de práticas de governança corporativa.¹¹

No Brasil, as discussões sobre governança corporativa surgiram em 1995 com o Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA)¹², posteriormente, em 1999, alterado para Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC); neste mesmo ano houve a publicação do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa.¹³

Em uma de suas definições, considera o IBGC (2009) que a governança corporativa é:

[...] o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo o relacionamento entre proprietários, Conselho de Administração, Diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de governança corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso a capital recursos e contribuir para a sua longevidade. (IBGC, 2009)

Portanto, percebe-se que por meio de princípios ou valores o sistema de governança corporativa permite aos investidores controlarem os processos e

¹⁰ Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro. Disponível em: <www.ibgc.org.br>. Acesso em: 02/11/2015.

¹¹ Ibidem

¹² O IBCA foi idealizado por Bengt e João Bosco Lodi e suas crenças levou um grupo de 36 pessoas (empresários, conselheiros, estudiosos, consultores e executivos) a fundar em 27 de novembro de 1995 o IBDA. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18166>>. Acesso em 22/12/2015.

¹³ Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. O Movimento no Brasil e o Debate Internacional. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18166>>. Acesso em: 05/12/2015.

procedimentos da empresa, por meio da organização de conselhos, comitês executivos, ouvidoria, auditorias externas e/ou controladoria, com o objetivo de dar maior transparência aos atos de gestão dos administradores da empresa, bem como tratar com equidade os sócios, prestando conta aos diversos públicos, atendendo ao aspecto de responsabilidade e sustentabilidade social da companhia.

Cabe ressaltar que a adoção das práticas de governança corporativa é voluntária, ou seja, cabe às empresas a decisão de incorporar ou não as recomendações elaboradas. No Brasil, o código mais conhecido e influente (Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC) se norteia por quatro princípios: transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa (IBGC, 2009).

O princípio da transparência prevê mais do que a obrigação de informar, mas o desejo de disponibilizar para as partes interessadas as informações que sejam de seus interesses, e não apenas aquelas impostas por leis e regulamentos¹⁴, especialmente as informações de alta relevância, que impactam os negócios e que envolvem resultados, oportunidades e riscos (IBGC, 2009). A adequada transparência resulta em clima de confiança, tanto internamente, quanto com terceiros, além de propiciar maior aproximação dos interessados ao negócio da companhia, atraindo investimentos.¹⁵

Como exemplo de setor em que o princípio da transparência é extremamente importante tem-se as informações contábeis. A contabilidade possui como função essencial promover a transparência em relação ao desempenho das companhias, ao controle das informações para tomadas de decisões e à divulgação das demonstrações contábeis (financeiras) para reduzir a assimetria de informações

¹⁴ Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro. Disponível em: <www.ibgc.org.br>. Acesso em 02/11/2015.

¹⁵ Ibidem

entre a firma e os agentes externos (mercado, acionistas, governo, entre outros). Quando se pensa nos grandes escândalos corporativos, como o da *Enron* (EUA), *WorldCom* (EUA), Banco Nacional (Brasil), Banco Santos (Brasil) e *Gallus Agropecuária* (Brasil), em todos esses casos as informações contábeis não foram fidedignas o suficiente para prevenir perdas e revelar a sua inteira extensão. Em situações como essas os acionistas minoritários sofrem pesados prejuízos, além de trazerem desconfiança aos agentes econômicos (IBGC, 2009).

O princípio da equidade caracteriza-se pelo tratamento justo e igualitário de todos os sócios e partes interessadas, sobretudo, grupos minoritários, como colaboradores, clientes, fornecedores, investidores, dentre outros, evitando atitudes ou políticas discriminatória (Rodrigues, 2012).

A prestação de contas orienta que os administradores e outros agentes prestem informações de sua atuação de modo claro, conciso e tempestivo, assumindo inteiramente a responsabilidade das omissões e de todos os atos praticados (Ibidem). No Brasil, fato relevante foi a falência do Banco Santos que teve início com o decreto de intervenção do Banco Central na instituição financeira e o afastamento dos diretores do controle, a respeito de supostas irregularidades na gestão de fundos de investimento por parte da *Santos Asset Management*, que era responsável pela administração dos recursos pertencentes a terceiros. O Banco Central, durante as investigações, calculou o rombo na instituição e chegou à conclusão de que apresentava déficit de R\$ 2,2 bilhões. Edegar Cid Ferreira, principal controlador, e 18 executivos do banco foram acusados de gestão fraudulenta e formação de quadrilha.¹⁶

¹⁶ BANCO SANTOS. Disponível em: <<http://www.bancosantos.com.br/>>. Acessado em: 17/02/2016.

Por fim, o princípio da responsabilidade corporativa informa que os agentes de governança devem zelar pela sustentabilidade e perenidade da empresa, considerando aspectos de ordem social e ambiental. O foco das ações da empresa não deve ser apenas nos resultados financeiros, mas também na preservação do valor da organização e na sua imagem junto ao mercado. É natural que nas tomadas de decisões do conselho de administração, este seja influenciado pelos acionistas majoritários, contudo, a responsabilidade corporativa pressupõe que o administrador tome as decisões pensando no benefício de todos os envolvidos de alguma forma, traçando estratégias de longo prazo no interesse da companhia e, ainda, cuidando em preservar os valores da empresa.

Considerando todos os interesses envolvidos, a governança corporativa não é um modismo a mais. A internalização e o seu exercício estão presentes há mais de vinte anos. O desenvolvimento da governança corporativa tem raízes firmes, fundamentos sólidos e definidos, além de razões substantivas para se disseminar.

A governança corporativa é de suma importância, pois enfatiza as práticas de boas políticas para proteger as partes interessadas, principalmente os sócios minoritários, mitiga os conflitos decorrentes de interesses divergentes, gera maior confiança nos investidores, protege credores, proporciona melhoras significativas na gestão das companhias e no ambiente regulatório, monitora riscos e sugere controles, evita ou minimiza perdas catastróficas, dentre outros benefícios.

3.2 – Os níveis de Governança Corporativa e o Novo Mercado da BOVESPA

A BM&FBovespa é uma companhia de capital aberto formada a partir da integração das operações da Bovespa e da BM&F, sendo a principal instituição

brasileira para intermediação de operações do mercado de capitais, e estando sujeita à regulação e à supervisão da CVM e do Banco Central do Brasil.¹⁷

No final do ano 2000, a Bovespa lançou seus segmentos de Novo Mercado e Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa, os quais possuem regras rígidas em termos de divulgações de informações e proteção dos acionistas, indo além do que estabelece a legislação (SANTANA; GUIMARÃES, 2008). Os níveis 1 e 2 são chamados de níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa foram criados a fim de incentivar e preparar gradativamente as empresas para aderirem ao Novo Mercado.

A BM&FBovespa desenvolveu tal segmento de listagem, chamado de Novo Mercado, na expectativa de melhorar a governança corporativa de suas companhias com capital aberto para incentivar o investimento em ações por parte de investidores nacionais e estrangeiros, bem como aprimorar e melhorar o processo de governança corporativa entre as companhias brasileiras.¹⁸ De modo que a principal função da Bovespa é proporcionar ambiente transparente e líquido, adequado com a realização de negócios com valores mobiliários.¹⁹

As regras consolidadas em um Regulamento de Listagem da Bolsa ampliam os direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações prestadas pelas empresas e, em alguns casos, impõe a resolução de conflitos por meio de Câmara de Arbitragem do Mercado, oferecendo aos investidores mais segurança por meio de redução dos riscos e, portanto, atraindo-os.²⁰

¹⁷ Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro. Disponível em: <www.ibgc.org.br>. Acesso em 02/11/2015.

¹⁸ InfoMoney. Governança corporativa: diferenças entre o nível I, nível II e Novo Mercado. Disponível em: <<http://www.infomoney.com.br/educacao/guias/noticia/318197/governanca-corporativa-diferencas-entre-nivel-nivel-novo-mercado>>. Acesso em: 04/01/2016.

¹⁹ Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro. Disponível em: <www.ibgc.org.br>. Acesso em: 06/12/2015.

²⁰ Ibidem

No nível 1 de governança corporativa as empresas se comprometem, principalmente, com melhorias na prestação das informações ao mercado e com a dispersão acionária. As praticas obrigatórias mais relevantes são²¹:

- Divulgação de informações adicionais às exigidas por lei, favorecendo a transparência e o acesso a informações pelos investidores, como relatórios financeiros mais completos, informações sobre operações com partes relacionadas, divulgação de acordos de acionistas;
- Manter um *free float* mínimo de 25%, ou seja, manter pelo menos 25% do capital social em circulação, fora das mãos do grupo de controle;
- No caso de venda de controle da companhia, os acionistas que possuem ações preferenciais têm assegurado o direito de *tag along*²², no mínimo de 80% do preço pago pelas ações ordinárias do acionista controlador.

No nível 2 de governança corporativa as exigências são maiores que no nível 1. Além das regras estipuladas para o nível 1, a empresa deverá adotar algumas outras práticas ²³:

- No caso de venda de controle da companhia. É assegurado aos acionistas que possuem ações preferenciais o direito de *tag along* de 100% do valor pago ao acionista controlador;
- As ações preferenciais permitirão o direito de voto aos acionistas em decisões sobre transformação, incorporação, cisão e fusão, e sobre contratos com empresas do mesmo grupo;

²¹ Ibidem

²² É o direito concedido aos acionistas minoritários de venda conjunta de ações a um determinado percentual do valor atribuído às ações dos controladores, garantido por lei aos detentores de ações ordinárias das companhias abertas, nos termos do artigo 254-A da Lei n. 6.404/76.

²³ Ibidem

- A manutenção de conselhos de administração com um mínimo de cinco membros e mandato unificado de um ano;
- A disponibilização de balanço anual seguindo as normas contábeis dos Estados Unidos;
- A adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de quaisquer conflitos societários.

No nível de Novo Mercado, a principal inovação foi a proibição de emissão de ações preferenciais²⁴, de modo que o capital deve ser composto exclusivamente por ações (ordinárias) com direito a voto. Ademais, além das regras já mencionadas seguem algumas outras:

- No caso de venda do controle, todos os acionistas têm direito a vender suas ações pelo mesmo preço, ou seja, é assegurado *tag along* de 100%;
- Mandato unificado de até dois anos para todo o conselho de administração, sendo 20% dos conselheiros independentes;
- Em caso de deslistagem ou cancelamento do contrato com a BM&FBOVESPA, a empresa deverá fazer oferta pública para recomprar as ações de todos os acionistas no mínimo pelo valor econômico;
- Divulgação de dados financeiros mais completos, revisados por auditor independente.

Ao se pensar na auto-regulação promovida pela BM&FBovespa, verifica-se que a preocupação imediata do órgão é com a presença dos conflitos de interesses que impedem a existência de ambiente favorável aos negócios; por isso, essa forma

²⁴ Este tipo de ação confere ao titular, chamado de preferencialista, a prioridade no recebimento de dividendos (geralmente em percentual mais elevado do que o atribuído às ações ordinárias) e no reembolso de capital, no caso de dissolução da sociedade. Disponível em: < www.bmfbovespa.com.br/ >. Acesso em: 18/12/2016.

de regulação e supervisão no âmbito privado funciona melhor num ambiente em que o regulador seja forte e atuante. É preciso que ele seja, de um lado, aplicado no acompanhamento das atividades de auto-regulação e, de outro, atento para a necessidade de atuar diretamente, diante de comportamento ineficaz por parte da entidade privada, a fim de fiscalizar e contribuir para que os princípios básicos da governança corporativa se convertam em recomendações objetivas, bem como diminuir os eventuais problemas que podem surgir na relação entre gestores e acionistas e, conseqüentemente, diminuir o risco de custos da agência. (Santana & Guimarães, 2008)

CAPÍTULO 4 – A UTILIZAÇÃO DE MECANISMOS DE PROTEÇÃO CONTRA AQUISIÇÃO HOSTIL

4.1 – Formas de aquisição de controle

A aquisição ou tomada de controle acionário pode ocorrer de duas formas: amigável (*friendly takeover*) ou hostil (*hostile takeover*), a depender do modo como seja conduzida pelas partes.

A aquisição amigável acontece quando o acionista controlador participa da negociação com o adquirente, de modo que ocorre acordo entre as partes negociantes, além de, normalmente, contar com o conhecimento da administração para a concretização do negócio. Percebe-se que a oferta é bem recebida, sendo a espécie menos agressiva, pois o acionista controlador recebe a proposta e, considerando-a vantajosa, prossegue o negócio, anunciando os seus termos e condições ao mercado e aos demais acionistas da sociedade. Não é raro que alguns detalhes da negociação não sejam divulgados e que os acionistas minoritários só fiquem sabendo após o término das negociações, contudo, isso não descaracteriza a oferta como sendo amigável (SADI, CASTRO, & SANTOS, 2011).

Neste mesmo sentido Franco (2008) leciona que as ofertas serão consideradas amigáveis “quando solicitadas pela própria administração da empresa-alvo ou quando esta estiver de acordo.”

Já a aquisição hostil é aquela realizada mediante compra de ações no mercado de valores mobiliários, sem prévia negociação entre o acionista controlador da companhia alvo e o adquirente (Franco, 2008). Ou seja, opera-se com o controlador anunciando no mercado sua intenção de comprar as ações de emissão

da companhia diretamente aos acionistas desta, informando o preço a ser pago e as condições suspensivas a serem preenchidas para que a operação ocorra. O objetivo do ofertante é convencer determinado número de acionistas que possuam ações com direito a voto a venderem suas ações, de modo que passe a deter a maioria do capital votante da companhia alvo e, com isso, assuma o controle desta (Abreu, 2009).

Fábio Konder Comparato define aquisição hostil, conforme segue:

Reduzida à sua expressão mais simples, a operação consiste na oferta pública de aquisição, durante certo período, de todas ou parte das ações de determinada classe, ou de determinadas classes de uma companhia, mediante pagamento de certo preço ou troca por ações ou debêntures de outra companhia. A oferta pública pode, teoricamente, objetivar ou não a tomada de controle da companhia visada, mas na quase totalidade dos casos este tem sido o objetivo colimado pelo ofertante, e estimulado pela regulamentação normativa (COMPARATO & SALOMÃO FILHO, 2005).

Portanto, segundo Comparato e Salomão Filho, a aquisição hostil é um mecanismo alternativo à companhia que deseja incorporar outra, cuja maioria acionário está dispersa no mercado e a administração recusa a operação. De modo que com a recusa, restaria apenas a opção á adquirente de comprar as ações no próprio mercado de capitais, mediante oferta pública.

Vera Helena de Mello Franco (2008) considera que ofertas hostis são, *verbis*:

[...] publicadas sem o conhecimento e contra a vontade dos controladores e, muitas vezes, com a intenção de apenas se apropriar dos despojos societários. Isto é, quando inesperada – ou seja, não solicitada – e contra a estratégia da administração da empresa-alvo (FRANCO, 2008).

Gabriel S. k. Buschinelli cita Christian Bank e Kay-Michael Schanz (BUSCHINELLI, 2009), os quais criticam a terminologia empregada “oferta hostil”, surgida no direito norte-americano como *hostile takeover*, pois levanta preconceitos

injustificados contra a tentativa de controle, já que nem sempre há hostilidade na tentativa de aquisição; ao tarjar de hostil a oferta de aquisição da companhia, o discursante torna a decisão quanto à conveniência e oportunidade da aceitação da oferta desde já enviesada com conotação negativa. Para Schanz, por exemplo, é a administração que vê a oferta como hostil, pois são os administradores que correm o risco de perder seus empregos caso os acionistas e ofertantes cheguem a um acordo, já para os acionistas, em muitos casos leva à elevação do curso acionário, promovendo, pelo menos, a curto prazo, incremento patrimonial aos acionistas. Por essa razão alguns autores preferem utilizar a expressão oferta “descoordenada”, pois a grande diferença da aquisição tradicional de controle é que não há negócio entre adquirente e controlador, mas, no mais não há razão para adotar um tom pejorativo uma vez que a proposta pode vir a ser amplamente favorável aos acionistas.

A estratégia de aquisição hostil tem como condição *sine qua non* que a empresa tenha substancial grau de pulverização do seu capital no mercado, caso contrário, será impossível o adquirente conseguir alcançar percentual suficiente de ações que lhe capacite eleger a maioria dos administradores e que lhe permita dirigir as atividades sociais, sem antes negociar diretamente com o controlador da sociedade. Nota-se que a oferta hostil é a forma mais invasiva de aquisição do controle, pois envolve comunicação a todos os acionistas da empresa alvo simultaneamente, sem negociação prévia das partes envolvidas (Sadi, Castro, & Santos, 2011).

A diferença central entre oferta hostil e outras operações de mudança de controle acionário envolvendo capital social disperso como, por exemplo, fusão, aquisição e incorporação, reside principalmente na ausência de participação da

administração ou do acionista controlador da companhia; o que se percebe é que nas ofertas hostis o ofertante transpassa os administradores da empresa “alvo”, dirigindo a sua oferta diretamente aos acionistas que se encontram dispersos no mercado. Dessa forma, na realidade o que ocorre é o ofertante passando a competir com o próprio mercado, pois os acionistas não lhe venderão as ações sem que lhes seja oferecido preço maior que o do mercado, ou seja, exigirão um “prêmio” sobre a cotação das ações (Ibidem).

Conforme relata João Francisco P. P. Lima ²⁵, a história informa que no ano de 1974 os representantes da *International Nickel Company* não ficaram contentes com a negativa de sua proposta de aquisição da ESB e, pela primeira vez, houve a realização de oferta pública voluntária de aquisição de controle da companhia diretamente no mercado, uma vez que a resposta negativa por parte dos controladores e administradores representava o ponto final e intransponível de uma proposta. Contudo, foi na década de 80 que essa prática se tornou cada vez mais comum nos Estados Unidos. Registros apontam a ocorrência de 3.400 operações de aquisições de empresas nos EUA no ano de 1985, e no ano seguinte 3.600 destas operações ²⁶ (MARTINS NETO, 2009).

Apesar de o Brasil ainda não ter vivenciado exemplo bem sucedido de oferta hostil como em outros países com mercado acionário notadamente mais desenvolvido, bem como prevalecer no País o modelo de companhias com controle definido, verificou-se em 2005 o surgimento de companhias com o capital

²⁵ João Francisco Pasqual Pereira Lima, 2015. “Hostile Aquisition”: Aquisição Hostil. Disponível em: <<https://jus.com.br/artigos/39496/hostile-aquisition-a-aquisicao-hostil>> Acessado em 21/12/2015.

pulverizado, sendo pioneira a Lojas Renner S.A., seguida por empresas como Gafisa, BR Malls, Embraer, Valid Soluções, PDG Realty e Hering.²⁷

Cabe ressaltar que, segundo o critério adotado pelo IBGC, empresas de capital pulverizado são aquelas em que o maior acionista possui menos de 10% do capital votante (SOUZA B. , 2012).

Diante do cenário de recorrentes ofertas hostis nos Estados Unidos, como não poderia deixar de ser, nessa época começou a surgir mecanismos de defesa como objetivo de preservar a estrutura de controle das companhias, bem como surgiram as primeiras decisões judiciais acerca de suas validades, conforme será analisado no próximo capítulo.

4.2 – *Poison Pills*: origem e conceito

Conforme visto no subcapítulo anterior, nos anos 80 houve uma explosão do fenômeno da aquisição hostil de controle, o que provocou forte reação das companhias que, ao se sentirem ameaçadas por essa prática, traçaram estratégias para proteger aqueles que detinham o controle acionário; essas estratégias ficaram comumente conhecidas no Brasil como *poison pills* ou pílulas de veneno.

O significado original e literal do termo *poison pills* faz alusão às pílulas de veneno compostas por cianeto e utilizadas por espões, ao longo da história, sobretudo na Segunda Guerra Mundial, como último recurso para evitar qualquer possibilidade de ceder ao inimigo em caso de captura; de modo que os espões eram instruídos a ingeri-las no intuito de pôr fim à própria vida e, com isso, evitar que fossem capturados durante uma missão. Percebe-se, portanto, que a expressão

²⁷ SIFFERT, A. O. (s.d.). *UMA ANÁLISE REFLEXIVA SOBRE AS POISON PILLS*. Fonte: Siffert, Secco & Estrella Advogados. Disponível em: <http://sseadvogados.com.br/noticias_publicacoes/>. Acesso em: 04/01/2016.

utilizada para denominar as táticas de defesa faz alusão a algo fatal, tendo sido construída sob conotação negativa, inclusive, por décadas as *poison pills* foram representadas nos EUA por símbolo composto por uma caveira e ossos cruzados (D'AGOSTINI apud COSTA, 2007).

Como o próprio nome sugere as *poison pills* não são invenção brasileira, mas foram importadas dos EUA, apesar das diferenças entre o mercado acionário americano e o brasileiro (FOGAÇA, 2009). O instituto amplamente difundido no mercado norte-americano foi arquitetado pelo advogado Martin Lipton, que o denominou como “*Warrant Dividend Plan*”. Conforme relatado em *Pills, Polls and Professors: A reply to professor Gilson*²⁸, em setembro de 1982, Lipton publicou memorando descrevendo o “Plano de Garantia de Dividendo”. A “garantia” do plano era uma garantia real que poderia ser emitida pelo conselho de administração da companhia alvo e teria o efeito de aumentar o tempo disponível ao conselho para reagir a uma oferta não solicitada, bem como permitir que o conselho mantivesse o controle do processo de responder à oferta. Esse mecanismo foi utilizado com sucesso por empresas alvo nos anos de 1982 e 1983, fazendo com que essas empresas ganhassem tempo e maximizassem o valor dos acionistas. Em 1983, o plano do Sr. Lipton foi batizado com o infeliz nome de *poison pills* por um banqueiro que não tinha nenhuma ligação com a criação do plano.

O mecanismo funcionava da seguinte forma: o *Warrant Dividend Plan* tinha como instrumento a distribuição de “direitos” a todos os acionistas, à proporção de um direito por ação. Quando um acionista realizasse oferta para adquirir o controle, via mercado, de percentual específico da companhia, ou anunciasse sua intenção de fazê-la, a faculdade de se adquirir ações a preços muito abaixo dos praticados no

²⁸ LIPTON, Martin; ROWE, Paul k., *Pills, polls and professors: a reply to professor Gilson*. University Center for Law and Business, New York, 2001.

mercado, conferida pelos “direitos”, poderia ser exercida. Assim, ocorrendo o evento que disparava o gatilho, cada “direito” (que tinha feição de opção de compra cujo exercício era condicionado à verificação de determinados eventos) outorgaria ao seu titular a faculdade de adquirir uma ou mais ações da companhia alvo (*poison pill* do tipo *flip-in*) ou uma ou mais ações do potencial adquirente do controle (*poison pill* do tipo *flip-over*), em qualquer um dos casos, os acionistas titulares de ações teriam o direito de adquirir ações da companhia remanescente com grande desconto, ou seja, por preço bem abaixo do valor de mercado. Esses direitos não poderiam ser exercidos pelo potencial adquirente do controle, o que fazia com que ele tivesse a sua participação bastante diluída na companhia alvo. Portanto, o objetivo final da *poison pill* era elevar o custo da operação a patamar que fosse desinteressante para o potencial adquirente do controle, de modo a desestimular a *hostile takeover* (MARTINS NETO, 2009).

A *poison pill* originalmente concebida conforme o *Warrent Dividen Plan* foi evoluindo com o passar do tempo, e as *poison pills* foram sofrendo modificações conforme as peculiaridades das companhias envolvidas em operações de *takeover hostile*, contudo, desde a sua criação até os dias atuais, o que se percebe é que a intenção de sua criação e aplicação sempre foi a mesma: tornar a conclusão da tomada do controle extremamente onerosa para aquele que deseja adquiri-lo (Ibidem).

A título de comparação entre os Estados Unidos e o Brasil quanto às disposições antiaquisição, convém citar outras estratégias, além do *flip-in* e *flip-over*, utilizadas pelos administradores nos EUA, usando da prerrogativa que a legislação americana lhes confere de reformar o estatuto, independentemente de aprovação

dos acionistas em assembleia. Tais dispositivos possuem mecanismo que possibilitam o novo controlador alterar o estatuto social, sendo eles:

Share purchase right plan: também conhecida como *shareholders right plan* é a poison pill mais conhecida e disseminada nos EUA. Diante de aquisição hostil, a companhia alvo, sob a supervisão do Conselho de Administração, emite bônus de subscrição aos seus acionistas, exceto ao ofertante-adquirente, permitindo-lhes adquirir relevante número de ações por preço consideravelmente inferior ao seu valor de mercado. Tal modalidade, se não for capaz de frustrar completamente uma aquisição, forçará o ofertante a negociar com a administração da companhia (MONTEIRO, 2008).

Pac man defense: denominação extraída do tradicional *video game*, trata-se de operação defensiva no qual a companhia alvo, confrontada por uma oferta de aquisição hostil, lança contra-oferta de aquisição do próprio adquirente-ofertante, logo, adquirindo ações de sua potencial compradora, no intuito de inverter a situação (VIEIRA, MARTINS, & FÁVERO, 2009).

Golden Parachute: Modalidade de defesa prévia segundo o qual a companhia firma contrato com seus administradores prevendo a possibilidade de multas elevadas em caso de mudança de controle acionário; o que pode trazer desvantagem à companhia caso o administrador, por exemplo, no final de carreira, aceite a oferta visando tão somente o recebimento das multas rescisórias (Ibdem).

Classified Board: são dispositivos estatutários que criam classes diferentes no conselho de administração, de forma que cada classe tem mandato extinto em assembleias gerais ordinárias em momentos diferentes. Assim, se algum acionista atingir participação que lhe permita eleger a maioria dos administradores, ele será obrigado a esperar no mínimo duas assembleias gerais ordinárias (no caso do

Conselho de Administração ser dividido em três classes) para exercer o controle (MONTEIRO, 2008).

Essas são apenas algumas modalidades de defesa adotadas nos Estados Unidos. Além dessas seis que foram citadas, é possível elencar várias outras formas de *poison pills* utilizadas pelas companhias norte-americanas, de modo que tais mecanismos podem assumir inúmeras feições, seja quanto a sua natureza, seja quanto ao seu momento de implementação, bem como podem ser empregadas isoladas ou conjuntamente. Ao revés, veremos adiante que as *poison pills* brasileiras não possuem tantas modalidades como observada nos EUA.

É comum referências equivocadas ao termo *poison pills*, sobretudo no Brasil, frequentemente utilizado como termo genérico de todas as espécies de medidas defensivas contra aquisição hostil. No entanto, a *poison pill* é apenas uma das espécies mais famosas das medidas defensivas e que foi desenvolvida por Lipton. As medidas de proteção contra a aquisição hostil são conhecidas como *shark repellent* (repelente de tubarão) e a *poison pill* é uma espécie de *shark repellent* (LOBO, 2011).

Segundo o IBGC (2009), o mecanismo adotado no sistema nacional diferiu do homônimo; a designação adotada no Brasil foi motivada em razão dos objetivos, comuns a ambos os mecanismos, qual seja, de repelir operações hostis de tomada de controle. Em síntese, o mecanismo adotado pelas empresas brasileiras corresponde, primordialmente, à obrigação imposta a adquirentes de percentual acima de determinado patamar de realizarem oferta pública aos demais acionistas por valor a ser fixado conforme critérios previstos no estatuto social; já o no mercado norte-americano há previsão de repertório mais abundante e útil desses mecanismos.

Os instrumentos de proteção contra a aquisição hostil de controle são classificados em preventivo, quando a companhia já o adota sem a premência do lançamento de qualquer oferta indesejada, ou seja, independentemente de ser alvo de aquisição hostil, ou repressivo, quando a companhia o adota com a intenção de frustrar uma tomada aquisição hostil em curso. Tecnicamente, as *poison pills* seria uma das espécies dos mecanismos preventivos, porém, usualmente é aceito que sejam enquadradas tanto como uma espécie de medidas preventivas de defesa, quanto como gênero mecanismo repressivo.

Conforme visto, nos Estados Unidos, os mecanismos de defesa se configuram sob vasto leque de alternativas descritas como *shark repellent* (afasta tubarão). Contudo, no Brasil, todas as medidas defensivas presentes no estatuto social das companhias receberam o nome genérico de *poison pills*, ou seja, verdadeira confusão da espécie com o gênero²⁹. Neste sentido, as cláusulas de *poison pill* apadrinhadas pelo mercado de capitais brasileiro em pouco se assemelham às *poison pills* norte-americanas, de modo que foi fundamental a lapidação das estruturas da *poison pill* para que fizessem sentido ao direito pátrio. Mas, ainda que o conceito se diferencie daquele utilizado em outros países, especialmente nos Estados Unidos, onde o objetivo deste instituto é o mesmo, ou seja, desestimular a tomada hostil de controle por meio de obrigações ou limitações impostas que tornassem o investimento pouco atrativo (Simões, 2014).

Modesto Carvalhosa (2009) discorre sobre o conceito do instituto ensinando que ele protege tanto o acionista quanto a administração:

²⁹ ISTO É DINHEIRO. *Ora, pilulas!* 2009. Disponível em: <<http://istoedinheiro.com.br/noticias/dinheiro-em-acao/20090715/ora-pilulas/12568>>. Acesso em: 06/01/2016.

De forma geral, a *poison pill* pode ser compreendida como um instrumento jurídico adotado pela companhia com o intuito de dificultar a aquisição do poder de controle oriunda de uma oferta hostil – diretamente endereçada aos acionistas da companhia, sem consulta prévia à sua administração. Pode ainda ser compreendida como operação de compra de ações conhecida como ‘escalada em bolsa’. Trata-se, neste caso, de estratégia dos acionistas ou da administração da companhia para evitar que a configuração do poder de controle da companhia seja alterada repentinamente, graças à estrutura de acionária não concentrada que a sociedade passou a ter (CARVALHOSA, 2009).

Deste conceito, extrai-se que a *poison pill* é em mecanismo de proteção contra aquisição hostil de controle viável apenas em companhias com o capital disperso no mercado acionário e, portanto, com controle diluído nas mãos de enorme número de acionistas com título que confere direito a voto; tendo em vista que somente nesse tipo de mercado as ofertas hostis são factíveis.

Plínio José Lopes Shiguematsu (2009) especificou com clareza o conteúdo, informando que:

As chamadas *poison pills* que, numa tradução literal e não muito adequada, chamaríamos de pílula de veneno, são direitos conferidos aos acionistas de uma companhia com o intuito de (i) dificultar ou desestimular a aquisição do controle por terceiros interessados ou pelos próprios acionistas que não detenham o controle acionário e de (ii) criar mecanismos que protejam os acionistas, estabelecendo procedimentos ou direitos que permitam um maior prazo de resposta pela companhia, ganhando um prazo para análise adequada ou mais aprofundada da oferta formulada. O objetivo das *poison pills* não é e nem poderia ser impedir a venda ou a transferência do controle da companhia, mas maximizar o valor pago ao acionista pelos valores mobiliários que confirmam direito a voto na companhia (SHIGUEMATSU, 2009).

Segundo artigo publicado pelos juristas Ricardo B. F. da Silva e Priscila G. Guidi, o mecanismo das *poison pills* é baseado em dois princípios básicos. Primeiro, atuando como veículo que torna mais devagar o ataque, permitindo que os acionistas ou os administradores tenham tempo para analisar a aquisição ou para

criarem alguma alternativa. Segundo, funcionando com instrumento capaz de bloquear a aquisição (Silva & Guidi, 2006).

Maestri (2011) alega que as *poison pills* são cláusulas inseridas nos estatutos com a característica de serem parassociais, ou seja, acordos firmados entre a sociedade e os acionistas que aderirem ao estatuto, mas que têm a possibilidade de serem retirados por meio de votação em assembleia, em defesa do princípio da supremacia da vontade dos acionistas, em detrimento do caráter perpetualista imposto às *poison pills* pelo controlador; porém, veremos adiante a recorrente adoção de cláusulas péticas e suspensão dos direitos dos acionistas, que impedem a remoção das pílulas de veneno dos estatutos sociais.

4.3 – Prós e contras da adoção das *poison pills*

No processo de análise sobre o impacto da adoção do mecanismo de defesa à tomada de controle societário, foi possível observar incentivos legítimos em ambos os sentidos, a favor e contrários à sua adoção, tendo sido selecionados aqueles registrados a seguir.

Em um extremo, alguns autores consideram as ofertas hostis de aquisição de ações prejudiciais às empresas, as quais representam custos à companhia e, por isso, levantam argumentos para justificar o uso das *poison pills*. Noutro extremo estão os opositores às cláusulas de *poison pills*, que acreditam nos benefícios da *hostile takeover*. Primeiramente, será realizada análise sobre as vantagens da modalidade de proteção contra aquisições hostis, para posteriormente apontar as suas desvantagens.

4.3.1 – Vantagens da modalidade

O primeiro argumento favorável às *poison pills* é que esta permite que se tenha um maior tempo hábil para que uma aquisição hostil de controle possa ser efetuada, permitindo aos administradores melhor análise da operação, de modo a encontrar a melhor solução tanto para a empresa quanto para os acionistas.³⁰ Além disso, esse maior intervalo de tempo até a eventual concretização da oferta, daria oportunidade à realização de ofertas concorrentes, a preços maiores, maximizando os retornos aos acionistas da companhia alvo.³¹

Cumprido ressaltar que, devido à assimetria informacional, sob os efeitos de uma *poison pill* os administradores que possuem acesso a número elevado de informações sobre a companhia alvo, terão maior capacidade de avaliar a oportunidade e a conveniência da oferta, ou seja, as melhores condições para a companhia e para os acionistas, bem como se o preço ofertado é adequado ao valor real da empresa. Inclusive, isso favorece o surgimento de leis que expandem os deveres fiduciários dos administradores, a fim de atribuir-lhes responsabilidades, sobretudo, de defender os interesses da companhia e também dos acionistas no momento de decidir sobre a aceitação de oferta pública de aquisição. (MONTEIRO, 2008)

Outro argumento é que os mecanismos de defesa ao garantirem estabilidade aos administradores, diminuindo suas incertezas quanto à permanência no cargo, permitem que estes se empenhem em implantar projetos de longo prazo na

³⁰ LUCAS, M. C. (2013). *Utilização das poison pills nas companhias listadas no Novo Mercado: A influência de possíveis aquisições no mercado brasileiro no período de 2007 - 2012*. Fonte: Revistas Eletrônicas .PUC – RS. Disponível em: <www.revistaseletronicas.pucrs.br/ojs/index.php/graduacao/art>. Acesso em: 03/01/2016.

³¹ MOURA, A. A. (2008). *Mecanismos de Proteção à Dispersão da Base Acionária: uma Análise do Desenvolvimento do Instituto no Brasil*. Fonte: CAPITAL ABERTO. Disponível em: <[www.http://capitalaberto.com.br/wp-content/uploads/2012/07/extra_pilula_no_caminho.pdf](http://capitalaberto.com.br/wp-content/uploads/2012/07/extra_pilula_no_caminho.pdf)>. Acesso em: 07/01/2016.

empresa, frequentemente mais rentáveis que os de curto e médio prazo, gerando mais riqueza para os acionistas que procuram retornos consistentes num horizonte de tempo maior (Ibidem). Dessa forma, as *poison pills* atuam de forma a reduzir a pressão sobre os administradores terem que buscar a maximização do valor das ações num espaço curto prazo em detrimento da solidez do desempenho a longo prazo.³² Ademais, permite que as empresas recorram ao importante princípio da governança corporativa, qual seja, o princípio da sustentabilidade, enquanto elemento estratégico nas tomadas de decisões, adotando uma postura de visão de longo prazo para preservação da integridade dos sistemas ambientais e sociais da companhia.

Alguns doutrinadores adotam também a justificativa de que a precificação eficiente dos ativos de mercado nem sempre é possível, a exemplo das bolhas especulativas e boatos, contrariando a ideia de Oliveira Lima, segundo o qual os preços dos títulos revelam inteiramente as informações disponíveis no mercado num determinado momento. Considerando um mercado ineficiente, as *poison pills* reduzem as chances de ofertas oportunistas a preço abaixo do valor, pois o preço atribuído às ações em oferta poderia não representar a totalidade do valor real de dada empresa (Abreu, 2009).

Com a existência de uma *poison pill* pode acontecer de um adquirente ter que pagar alto prêmio com relação ao valor de mercado da ação e, com isso, apresentar a vantagem de evitar mudança de controle indesejada (no caso de administração

³² MOURA, A. A. *Mecanismos de Proteção à Dispersão da Base Acionária: uma Análise do Desenvolvimento do Instituto no Brasil*. 2008. Disponível em: <[www.http://capitalaberto.com.br/wp-content/uploads/2012/07/extra_pilula_no_caminho.pdf](http://capitalaberto.com.br/wp-content/uploads/2012/07/extra_pilula_no_caminho.pdf)>. Acesso em: 07/01/2016.

altamente eficiente), impedindo ofertas coercitiva pelo adquirente e protegendo os acionistas.³³

Além disso, há o argumento de que a adoção das pílulas aumenta a riqueza do acionista, partindo do pressuposto que, mesmo com determinado desempenho da empresa, ao receberem o pagamento do prêmio sobre o valor de mercado da ação no caso de mudança de controle, a *poison pill* permite que os administradores consigam melhores negociações com o adquirente. O estudo de Glee (2006) analisou o reflexo das *poison pills* estatutárias no mercado de ações norte-americano, chegando à conclusão que na década de 80 tais medidas foram acompanhadas de uma reação negativa no preço das ações das companhias, devido ao fato de serem utilizadas tão somente para evitar aquisições hostis de controle; contudo, à partir da década de 90, a inserção das *poison pills* nos estatutos resultou em relevante reação positiva no mercado, isso porque possuía um objetivo adicional – que ganha cada vez mais força: obter melhores termos em negociações, passando a ser utilizada também como instrumento para aumentar o poder de barganha em uma eventual aquisição de controle (MONTEIRO, 2008).

Portanto, como se vê, as *poison pills* são mecanismos jurídicos originalmente criados para reduzir riscos e custos das companhias pulverizadas no mercado, haja vista que quanto maior a liquidez das ações de uma firma, maiores são as chances de sofrer uma aquisição hostil. Como as tomadas hostis são, há anos, constante no mercado norte-americano, foi donde surgiu a necessidade de criação desta medida de proteção, apto a proteger não só a companhia, mas também os acionistas.

³³ LUCAS, M. C. **UTILIZAÇÃO DAS POISON PILLS NAS COMPANHIAS LISTADAS NO NOVO MERCADO: A INFLUÊNCIA DE POSSÍVEIS AQUISIÇÕES NO MERCADO BRASILEIRO NO PERÍODO DE 2007 - 2012.** Revistas Eletrônicas .PUC – RS. Disponível em: <www.revistaseletronicas.pucrs.br/ojs/index.php/graduacao/art>. Acesso em: 03/01/2016.

4.3.2- Desvantagens da modalidade

Aqueles que questionam a conveniência da adoção das *poison pills*, principalmente sob o ponto de vista da governança corporativa, afirmam que diversas vezes as cláusulas não atingem seus reais objetivos, prejudicando os interesses dos acionistas minoritários e, inclusive, da própria empresa.

Vigora o entendimento bastante difundido de que as *poison pills* acabam por desestimular o fechamento de negócios favoráveis. Nesse caso, o mecanismo pode ser visto apenas como empecilho para fechamento de negociações, como fusões e aquisições, tendo em vista o elevado preço e os onerosos custos para o adquirente. Dessa forma, um dos efeitos perversos de sua utilização é o de engessar negociações de aquisição de controle que poderiam ocorrer pela via do mercado. Nota-se, portanto, que em muitas situações a *poison pill* pode acabar provocando o efeito contrário, impedindo o crescimento da companhia, gerando ineficiência operacional e deixando de cumprir o seu papel de mecanismo de defesa para se tornar instrumento com enorme potencial para prejudicar a empresa e os acionistas (Sadi, Castro, & Santos, 2011).

Sobre o tema, Renato Ventura Ribeiro ensina que:

As *poison pills* trazem, no mínimo, dois paradoxos. Tentam evitar prejuízos aos acionistas impedindo ou dificultando a assunção de controlador indesejado. Mas ao dificultar a venda do controle causam prejuízos aos acionistas, por diminuir o valor de venda da empresa. Sem contar o fato de que uma mudança de controle e assunção de controlador com recursos e ideias novas podem gerar mais lucros aos acionistas. Nem sempre a aquisição de controle é prejudicial (RIBEIRO, 2009).

Segundo o estudo de Vieira e Fávero (2007), o ambiente econômico incipiente, o ambiente institucional ainda não consolidado e, sobretudo, a postura

passiva dos acionistas minoritários no Brasil, podem estimular os administradores das firmas com esse mecanismo a adotarem uma postura conservadora, não se utilizando da discricionariedade que as pílulas lhes oferece para se engajarem em projetos grandiosos e arriscados para a empresa.

Assim, segundo Abreu (2009), as ofertas hostis acabam sendo, muitas vezes, forma de proteção aos investidores, bem como modo de monitoramento dos administradores, sendo a explicação bem simples, dado que o preço das ações reflete o desempenho da companhia, uma vez que os administradores estivessem colocando em prática estratégias gerenciais que não aumentassem a eficiência na alocação dos recursos, haveria diminuição no preço das ações de emissão da companhia, aumentando a probabilidade de oferta hostil o que, por sua vez, resultaria na perda de seus empregos; destarte, percebe-se o efeito disciplinador das *hostile takeover*, estimulando a administração das empresas a serem mais eficientes.

Além disso, com a adoção das cláusulas contratuais anti-aquisição hostil, existe o risco atrelado ao excesso de poder concedido ao executivo da empresa, o que implica empecilhos à troca de controle que poderia ser benéfica para a companhia e para os investidores; ou seja, tal fato sustenta a hipótese dos administradores utilizarem mecanismo a fim de protegerem a sua perpetuidade no cargo. Uma visão popular nos EUA é de que o problema do entrincheiramento da administração é exacerbado pelas *poison pills*, uma vez que os administradores podem simplesmente se recusarem a negociar com potencial comprador sob a alegação de que a oferta é insuficiente como, por exemplo, utilizando do argumento de que as ações estão sendo subvalorizadas, enquanto a recusa pode, na verdade, configurar manipulação das informações, tendo em vista que os demais acionistas

não possuem informações confidenciais que eles dispõem nos negócios, que são fundamentais para a precificação (MONTEIRO, 2008).

No Brasil, a decisão dos administradores de recusar oferta de aquisição de controle, sendo essa oferta benéfica à empresa e aos acionistas, configura ilegalidade, sendo passível de punição pela Comissão de Valores Mobiliários, nos termos dos artigos 153 a 156 da LSA que estabelece os deveres fiduciários dos administradores da companhia, com atenção especial ao inciso II do artigo 155 da referida lei.³⁴

Em relação aos motivos pelos quais as companhias brasileiras passaram a adotar as *poison pills*, mesmo em estrutura de capital concentrado, para Alexandre Silveira seria a manutenção da mentalidade de empresa com dono, criando o denominado “mito” da *necessidade de poison pills*. Outros estudiosos também criticam a inserção desses dispositivos nos estatutos das empresas que operam no mercado nacional, questionando qual seria o sentido do uso desses mecanismos senão para caracterizar a intenção ilegítima e antijurídica dos administradores de perpetuarem na companhia; o que resulta no incentivo à manutenção de administração ineficaz, com as consequências já vistas.

Por fim, as *poison pills* diversas vezes são utilizadas indevidamente pelos acionistas controladores titulares de menos de 50% do capital votante, no intuito de receberem o prêmio duas vezes: a primeira, quando alienarem efetivamente o

³⁴ Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado:

I - usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo;

II - omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia;

III - adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir. (Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm>. Acessado em: 10/01/2016)

controle na Oferta Pública Inicial (IPO), e a segunda quando o terceiro adquirente fizer proposta hostil de tomada de controle, pois este deverá pagar o incremento de preço previsto no estatuto (SADI, CASTRO, & SANTOS, 2011).

Como se vê, as *poison pills* são, em diversas situações, mal utilizadas pelos administradores, de modo que o seu emprego nos estatutos são resultado de um imbróglio causado pela importação por vezes impensada de uma estrutura contratual norte-americana, adotando instrumento jurídico, em geral, incompatível com a realidade do mercado de capitais brasileiro.

4.4 – A *poison pill* nacional

Como consideração inicial, para alguns juristas, como Müssnich & Melo (2013), a utilização da expressão *poison pills* dentro do cenário brasileiro é inadequada para denominar as medidas defensivas de proteção à tomada hostil de controle, utilizadas hodiernamente nos estatutos das companhias abertas. Para o autor *poison pills* representa nomenclatura do instrumento jurídico norte-americano que em nada se assemelha com a variação jurídica incorporada aos estatutos das empresas no Brasil, chegando, inclusive, a chamá-la de *variação tupiniquim*, termo que acentua e evidente confusão de espécie com gênero. Por tal motivo, Müssnich e Melo, na falta de nomenclatura específica, denominam as tais cláusulas de *brazilian pills*.

Neste mesmo sentido, de considerar a utilização da expressão *poison pills* inadequada dentro do cenário nacional, Carlos Martins Neto sugere a utilização da expressão Mecanismos Estatutários de Proteção à Dispersão Acionária (MPDA), tendo em vista que os próprios diretores da CVM já se manifestaram que a utilização do termo *poison pills* pode levar à associação indesejável com as *poison pills* norte-

americanas, que têm características bem diferentes das brasileiras. (MARTINS NETO, 2009)

Como já estudado, uma das novidades trazidas pela Lei n. 6404/76 (Lei das S.A.) foi a criação do acionista controlador. Ao mesmo tempo, o fenômeno da dispersão acionária fez surgir a figura de órgão administrativo com o objetivo de exercer a função de controlador por meio de cargos gerenciais. Essas mudanças, segundo Müssnich & Melo (2013), provocou legisladores, reguladores, advogados e acionistas a adaptar as leis, regulamentos, estatutos e acordos de acionistas a uma nova realidade societária em que a existência do acionista controlador nem sempre é identificada.

Os operadores do direito se viram na obrigação de tornar o mercado cada vez mais acessível e atraente para os investidores, além disso, os investidores experientes exigiam a “modernização” do mercado, principalmente, criando mecanismos que favorecessem os acionistas minoritários, ou seja, através da inserção de regras da governança corporativa (como a obrigação de se manter um *free float*³⁵, manutenção da liquidez das ações de emissão da companhia etc) e, surfando nessa onda, certas companhias inseriram cláusulas de proteção contra *hostile takeover*. Esse movimento sofre várias críticas por comumente se mostrar ser cópia mal concebida e sem o mínimo de reflexão com relação à realidade de outros países como, por exemplo, os Estados Unidos – local em que surgiu o mecanismo de proteção contra oferta hostil. Não se pode, contudo, demonizar tais cláusulas, pois excepcionalmente há casos bem estruturados e adaptados à situação da

³⁵ *Free float* é a quantidade percentual de ações livres à negociação no mercado. São aquelas ações que não pertencem a acionistas estratégicos, como: controladores e diretores da companhia, e acionistas que detenham mais de 5% do capital total da empresa. Também se excluem do *free float* as ações com restrições (que não podem ser negociadas) e aquelas em tesouraria. Na prática, quanto maior o *free float* de uma companhia, maior sua liquidez no mercado e maior a facilidade com que os investidores minoritários podem adquirir e vender livremente suas ações. Disponível em: <<http://www.investpedia.com.br/artigo/O+que+e+Free+Float.aspx>>. Acesso em: 15/01/2016.

companhia brasileira; como naquelas listadas no Novo Mercado BM&FBovespa e com alto grau de pulverização do capital, a título de exemplo tem-se a Lojas Renner S.A. que possui 98,72% do total de suas ações em circulação.

Érica Gorga (apud MARTINS NETO, 2013) relata que, em abrangente estudo, identificou a presença de dois tipos de *poison pills* no mercado brasileiro: (i) a do “tipo A” que cria a obrigação para o acionista que atinge determinada concentração acionária de realizar oferta para adquirir até a totalidade das ações remanescentes da companhia; e (ii) a do “tipo B” que cria a obrigação para o acionista que atinge uma determinada concentração acionária, mas que deseja adquirir mais ações da firma, de ter que comunicar sua intenção à companhia e ao diretor de pregão da Bovespa com certa antecedência.

A *poison pill* do “tipo A” tem a comum redação:

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

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

Parágrafo 2º - O preço de aquisição na OPA de cada ação de emissão da companhia não poderá ser inferior ao maior valor entre (i) o valor econômico apurado em laudo de avaliação; (ii) “Z”% (“z” por cento) do preço de emissão das ações no mais recente aumento de capital realizado mediante distribuição pública ocorrido no período de 24 (vinte e quatro) meses que anteceder a data em que se tornar obrigatória a realização da OPA nos termos deste artigo, devidamente atualizado pelo IPCA até o momento do pagamento; e (iii) “Z”% (“z” por cento) da média ponderada da cotação unitária média das ações de emissão da Companhia durante o período de 90 (noventa) dias de negociação anterior à realização da OPA

na bolsa de valores em que houver o maior volume de negociações das ações de emissão da Companhia (MARTINS NETO, 2013).

Já a poison pill do “tipo B” geralmente aparece sob a seguinte redação:

Qualquer acionista que tenha subscrito e/ou adquirido ações de emissão da companhia, em quantidade igual ou superior a “X”% (“x” por cento) do capital social da companhia e que deseje realizar uma nova aquisição de ações de emissão da companhia em bolsa de valores, estará obrigado a, previamente a cada nova aquisição, comunicar por escrito à companhia e ao diretor de pregão da BOVESPA, por meio da sociedade corretora pela qual pretenda adquirir as ações, sua intenção de adquirir outras ações de emissão da companhia, com antecedência mínima de “Y” dias úteis da data prevista para a realização da nova aquisição de ações, de tal modo que o diretor possa previamente convocar um leilão de compra a ser realizado em pregão da BOVESPA do qual possam participar terceiros interferentes e/ou eventualmente a própria companhia, observados sempre os termos da legislação vigente, da regulamentação da CVM e os regulamentos da BOVESPA aplicáveis (MARTINS NETO, 2013).

O modelo de preferência das companhias brasileiras é pela *poison pill* estatutária que obriga a realização de oferta pública de ações (OPA), o que pode ser explicado por determinados empecilhos que dificultam a adoção de outras formas do instituto, tendo em vista a legislação brasileira, rigorosa em questões que visam proteger os minoritários (MARTINS C. L., 2015). Há também a crítica de que, em comparação ao mercado norte-americano que possui enorme gama de estratégias de defesa, as soluções brasileiras mais parecem sintoma de falta de criatividade. No entanto, a verdade é que no Brasil precisa-se menos de instrumentos *antitakeover*, uma vez que não há verdadeira dispersão acionária e, conclusivamente, pouco provável que se verifique uma tomada hostil; com isso, não floresce no mercado medidas defensivas alternativas.³⁶

Érica Gorga (apud YOKOI, 2011) faz uma única ressalva à falta de medidas alternativas, que são os acordos de acionistas. Para a especialista os acordos de

³⁶ YOKOI, Y. (2011). PORQUE AS COMPANHIAS CONTINUAM PRESAS A UM ÚNICO MODELO DE DEFESA CONTRA AQUISIÇÕES HOSTIS. *CAPITAL ABERTO* .

acionistas representam substituto às *poison pills*, pois eles garantem a determinado grupo o controle de companhia, apesar de nenhum dos seus integrantes possuírem mais de 50% do capital. Não por acaso foi, constatado incidência cada vez maior dos acordos de acionista entre as companhias listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa (YOKOI, 2011).

Cumprе ressaltar que alguns operadores do direito entendem, de forma equivocada, que além da *poison pill* estatutária, há outras modalidades de *poison pills* adotadas no Brasil, quais sejam, a do tipo contratual, prevista no artigo 118 da LSA, e a do tipo legal, prevista no artigo 254-A; inclusive, Modesto Carvalhosa é um dos defensores dessa classificação. Porém, nenhuma das duas hipóteses pode ser considerada *poison pill* (MAESTRI, 2013).

No caso da denominada *poison pill* legal, nada mais é do que um *tag along*, direito previsto aos acionistas minoritários de participarem da transferência de controle com oportunidade de venderem as suas ações ao novo controlador, ou seja, significa instrumento de proteção aos acionistas minoritários, que lhes garante o direito de vender suas ações por meio de oferta pública, no caso de transferência de controle da companhia, e receber por elas, no mínimo, 80% do valor pago aos acionistas controladores da empresa (Sadi, Castro, & Santos, 2011).

Conforme ensina MAESTRI (2013), apesar de tanto a *poison pill* estatutária, quanto a “*poison pill*” legal tratarem da obrigatoriedade da OPA quando ocorre uma compra de participação acionário significativa, a OPA legal busca garantir o tratamento da lei aos acionistas minoritários quando o controlador decide se retirar da sociedade; já o motivo da *poison pill* estatutária é manter a dispersão acionaria, resguardando a liquidez das ações em circulação, bem como dificultar a *hostile takeover*.

A respeito do fenômeno, Marco Antonio S. Vasconcellos (2010), observa, verbis:

A poison pill estatutária não é aplicável em caso de alienação de controle, por se tratar de aquisição de ações detidas por um controlador definido e, portanto, excluídas do free float. É certo que sua transferência para um novo controlador não afetará a dispersão ou liquidez das ações da empresa, única condição para a OPA decorrente de poison pill. [...] Qualquer outra interpretação que não dê prevalência à OPA de *tag along* e seus procedimentos específicos importará em violação direta da lei e na criação de desnecessário e inadequado conflito quanto ao direito cabível. Portanto, prevalecendo o mecanismo de OPA *tag along*, não há que se falar em preço definido por regras estatutárias de *poison pill* (VASCONCELLOS, 2010).

No que concerne ao artigo 118 da LSA, esse determina a existência de acordos de acionistas que versem sobre o direito de preempção, quando da aquisição de ações vinculadas ao acordo. No entanto, o simples fato de dificultar a aquisição do poder de controle por pessoas estranhas à sociedade, não torna o remédio contratual do referido artigo uma *poison pill* estatutária.

4.4.1 – Considerações sobre as Ofertas Públicas de Ações (OPAs)

Segundo Vera Helena de Mello Franco (2008), a oferta pública para aquisição de ações nada mais é que a operação que se revela publicamente aos acionistas de determinada companhia aberta a intenção de comprar parte ou todas as ações, por determinado preço, com a finalidade de assumir ou reforçar o controle sobre a companhia alvo, sendo que o preço a ser pago normalmente é superior à cotação atual.

Há duas modalidades de OPA: a OPA obrigatória, prevista no artigo 254-A da Lei n. 6404/76, imposta em virtude de negócio de alienação de controle; e a OPA voluntária prevista nos artigos 257 a 263 da LSA. A doutrina definia a OPA

obrigatória como oferta pública para aquisição de ações e a OPA voluntária como oferta pública para a aquisição de controle. (Franco, 2008)

As OPAs voluntárias, também conhecidas como *tender offers* ou *takeover bid*, são as destinadas à aquisição de número suficiente de ações que assegurem o controle da companhia, cuida-se, portanto, da oferta destinada para a aquisição de controle, e não para a aquisição de ações prevista na norma do art. 254-A, §1º, da LSA; e podem ser amigáveis ou hostis (Ibidem).

Quanto às ofertas de aquisição de controle hostis, vigorou por um tempo a dúvida se caberia ou não a OPA aos acionistas não controladores da sociedade. O entendimento final da CVM no Processo Administrativo CVM/RJ-2006/6209 foi pela obrigatoriedade da OPA aos acionistas minoritários. Porém, com a Lei n. 10.303/2001, o resultado foi a aprovação do tratamento diferenciado e não igualitário, fixando valoração de preço diferenciada ao controlador e aos minoritários (para este, o limite de até 80% do valor), sendo que a imposição da igualdade, segundo a CVM, somente se daria entre os minoritários (Ibidem).

4.4.1.1 - O estabelecimento do preço para a OPA

Carvalhosa (2009) argumenta que o desestímulo à aquisição de controle se dá ao estabelecerem fórmulas e critérios de avaliação que tornam o preço de aquisição ofertado na OPA bastante elevado. Há exemplos de redação de estatutos em que se pode constatar a evidente intenção de impedir ou tornar absurdamente onerosa a aquisição do controle.

Segundo Müssnich & Melo (2013), há de ser realizado exercício de comparação entre dificultar aquisição e torná-la impossível. Dificultar uma aquisição é estabelecer um preço razoavelmente acima da avaliação de determinado bem,

causando no potencial adquirente uma dúvida e, conseqüentemente, análise de conveniência e prudência. No entanto, algumas *poison pills* acabam por estipular preços que atingem graus astronômicos e se tornam claramente instrumento que torna a OPA inalcançável e impagável.

A intenção de impedir a tomada de controle por meio de critérios de preço elevadíssimos e desproporcionais, por vezes, faz com que as companhias tomem do seu próprio veneno; a título de exemplo tem-se a crise de crédito no ano de 2008, no qual as companhias profundamente afetadas por não conseguirem acesso a crédito não conseguiam ser vendidas a terceiros interessados e capitalizados em virtude da redação de suas *poison pills* que tornavam o preço a ser pago uma irrealdade (Ibidem).

Como se vê, há que se ter cautela no momento de elaborar a redação das *poison pills*, haja vista a conforme a regra consolidada no direito canônico e previsão da Lei 6.404/76, é irredutível o acordo de vontades, portanto, o contrato deverá ser cumpridos pela mesma razão que a lei deve ser obedecida.

4.4.1.2 - O “gatilho” para incidência das *poison pills*

De acordo com Müssnich & Melo (2013), outro absurdo das redações frequentemente utilizadas os estatutos é o estabelecimento de porcentagem bem baixa que seja deflagrada a necessidade de realização da OPA.

É possível imaginar casos em que um indivíduo adquira certa quantidade de ações de emissão de uma companhia bem abaixo daquela necessária para se adquirir o controle e, mesmo assim, seja obrigada a realizar OPA para adquirir a totalidade das ações.

Com o aperfeiçoamento do mercado de capitais brasileiro, diversas companhias têm aberto seus capitais e aderido ao mais elevado grau de regras de governança corporativa da BM&FBovespa, sendo que foi proposta às companhias listadas no Novo Mercado a inserção contratual da obrigação da OPA por aquisição de participação de 30%, o que não foi aprovado pelas companhias listadas.

Müssnich & Melo (2013) criticam a proposta feita ao segmento especial da BM&FBovespa, pois tal obrigação retiraria a liberdade dos acionistas de avaliarem a pertinência da cláusula em seus estatutos, levando em consideração a estrutura de controle de cada empresa. Ao revés, os defensores desse tipo de cláusula, denominada OPA por aquisição de participação relevante, entendem que a obrigação garantiria a liquidez das ações.

4.4.1.3 – Aquisição de participação relevante

Müssnich e Melo (2013) elencam outra característica presente nas *poison pills* que é a definição de *aquisição da participação acionária relevante*. A redação das cláusulas brasileiras anti-aquisição hostil afasta os pré-requisitos da onerosidade e da necessidade da aquisição ser derivada, usando como referência a OPA prevista no 254-A da LSA.

Ao afastar essas condições, não há a exigência de que a aquisição seja de ações de acionista ou grupo de acionistas que detenham o controle, e nem que a operação se dê de forma onerosa, o que abre espaço para a hipótese de uma pessoa que simplesmente herdou ações seja forçada a realizar OPA direcionada a todos os demais acionistas. Desse modo, a aquisição de participação relevante pode mostrar-se descabida, seja por atingir acionistas que se tornaram titulares de

determinada participação por fatores externos ou postura não volitiva, seja por perturbar a paz de pessoas em momentos difíceis (Müssnich & Melo, 2013).

4.5 – *Poison Pills* e as cláusulas acessórias

4.5.1 – A suspensão do direito do acionista

Conforme descreve Müssnich & Melo (2013), as *poison pills* comumente possuem cláusulas acessórias que visam garantir a eficácia das disposições previstas na redação das *poison pills*, sobretudo, quando se trata de medida de proteção do tipo OPA. Carlos Martins Neto (2009) afirma que a maneira que se encontrou para dar efetividade à *poison pill* foi estabelecer, como sanção ao descumprimento da obrigação, a convocação de assembleia geral para deliberar sobre a suspensão dos direitos do adquirente, decorrente da sua condição de acionista, nos termos do artigo 120 da LSA³⁷.

O referido artigo dispõe que ao ser averiguado o descumprimento de obrigação imposta pelo estatuto, o conselho de administração da companhia deverá convocar assembleia geral extraordinária para deliberar a respeito da suspensão dos direitos do acionista descumpridor. De modo que essa punição é cabível tanto para o completo descumprimento das *poison pills*, quanto para o descumprimento de meras regras procedimentais (Ibidem).

Martins Neto (2009) cita exemplo bastante comum de redação desse tipo de sanção:

³⁷ **SEÇÃO VII - Suspensão do Exercício de Direitos**

Art. 120. A assembléia-geral poderá suspender o exercício dos direitos do acionista que deixar de cumprir obrigação imposta pela lei ou pelo estatuto, cessando a suspensão logo que cumprida a obrigação. (Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm>. Acessado em: 17/01/2016.)

Na hipótese do acionista adquirente descumprir as obrigações impostas por esta cláusula [de MPDA], inclusive no que concerne ao atendimento dos prazos, o conselho de administração da companhia convocará assembleia geral extraordinária, no qual o acionista adquirente não poderá votar, para deliberar sobre a suspensão dos exercícios dos seus direitos, conforme disposto no artigo 120 da Lei as S/A, sem prejuízo da sua responsabilidade pelas perdas e danos causados aos demais acionistas e à companhia (MARTINS NETO, 2009).

Para Müssnich & Melo (2013) essa obrigação funciona como verdadeira cláusula penal dentro de outra de igual natureza, que é a própria *poison pills*; por isso, entende ser abusiva às normas societárias e à melhor doutrina.

Contudo, verifica-se que a *poison pill* acompanhada pela cláusula prevendo a suspensão dos direitos dos acionistas não fere a legislação societária brasileira, nem tampouco caracteriza abuso. A liberdade contratual encontra limites apenas na medida em que viole a ordem jurídica, o que não acontece nesse caso, pois o artigo 120 da LSA prevê a possibilidade do acionista ter seus direitos suspensos em AGE subsequente, na qual ele não poderá votar, quando deixar de cumprir obrigação imposta pela lei ou pelo estatuto. Com efeito amplo, a cláusula visa proteger interesses legítimos da sociedade e dos acionistas, inclusive, impondo a responsabilidade por perdas e danos causados aos demais acionistas e à companhia.

4.5.2 – Posion pills e as cláusulas pétreas

As empresas brasileiras não satisfeitas com a implementação das *poison pills* em seus estatutos, recorreram às cláusulas acessórias que fossem capazes de tornar as *poison pills* com caráter de cláusula pétrea. Ocorre que esse assunto vem sendo foco de intensos debates por parte da comunidade jurídica e financeira

quanto à validade e legalidade dessas cláusulas, que nada mais são do que a imposição de ônus aos acionistas que eventualmente votarem pela supressão ou alteração das *poison pills*, obrigando-os a realizar OPA.³⁸

De modo geral, as *poison pills* podem ser suprimidas dos estatutos das empresas caso haja aprovação dos acionistas em assembleia; no entanto, ela vem sendo protegida pela existência de cláusula acessória que tem como objetivo dificultar ou até mesmo impedir a supressão das *poison pills* do estatuto social da companhia e, por isso, são chamadas de cláusula pétrea (Sadi, Castro, & Santos, 2011).

Um exemplo recorrente de redação das cláusulas pétreas, *verbis*:

Art 45 (...) Parágrafo 11 – A alteração que limite o direito dos acionistas à realização à OPA prevista neste Artigo ou a exclusão deste Artigo obrigará os acionistas que tiverem votado a favor de tal alteração ou exclusão na deliberação em Assembleia Geral a realizar a OPA prevista neste Artigo (Müssnich & Melo, 2013).

Trata-se de redação contratual estabelecendo regras que obrigam os acionistas que votarem a favor de uma eventual exclusão ou alteração da *poison pill*, a realizar oferta pública de ações (OPA) direcionada a todas as ações de emissão da companhia.

As cláusulas pétreas recebem duras críticas, pois estão previstas com penas severas aos acionistas; pois, dificilmente um acionista aprovaria a remoção das regras do estatuto sabendo que seria penalizado. Dessa forma, a punição atribuí às *poison pills* a característica de perpetuidade, além de ter boas chances de ser desproporcional tanto para o adquirente de participação relevante de uma

³⁸ SOUZA, A. B., & GOULAR, M. B. GOVERNANÇA CORPORATIVA DE EMPRESAS SEM CONTROLADOR: O CASO DA LOJAS RENNER S.A. 2012.

companhia aberta, quanto para proprietário de quantidade minúscula de ações integrante da classe media brasileira, em relação ao qual tal obrigação seria impossível.

De acordo com Müssnich & Melo (2013) não se trata de condição, mas sim de obrigação impossível ou, no mínimo, excessivamente onerosa, se for considerado o perfil do cidadão brasileiro que investe em ações. Ainda, as cláusulas pétreas podem ser consideradas nulas, pois o referido acionista sem meios para arcar com as consequências de sua decisão, acaba por não manifestar a sua vontade, contribuindo para a manutenção do *status quo ante* da hierarquia do poder na empresa.

Essa limitação ao direito de voto ofende princípios basilares do direito societário e normas de ordem pública, o que evidencia que as cláusulas pétreas são consideradas por muitos operadores do direito como sendo ilegítimas e ilegais. Primeiramente, fere o princípio da soberania da assembleia geral, positivado na Lei das SA, em seus artigos 121 e 122³⁹ que definem a assembleia geral como órgão máximo das companhias, sobretudo, para aprovar a reforma do seu estatuto. Também desencadeia ofensa frontal ao princípio majoritário, segundo o qual se confere à maioria do capital votante o poder de deliberar e prevalecer nas assembleias, salvo algumas exceções legais⁴⁰. Ainda, vai de encontro ao artigo 115 da LSA que preconiza que o acionista possui liberdade para exercer o seu direito de

³⁹ Art. 121. A assembleia-geral, convocada e instalada de acordo com a lei e o estatuto, tem poderes para decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento. [...] Disponível em:

Art. 122. Compete privativamente à assembleia geral: (Redação dada pela Lei nº 12.431, de 2011).

I - reformar o estatuto social; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001) [...]

⁴⁰ Art. 129. 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.

§ 1º O estatuto da companhia fechada pode aumentar o quorum exigido para certas deliberações, desde que especifique as matérias. [...] (Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm>. Acessado em: 20/01/2016.)

voto, desde que no interesse social da empresa, bem como ao artigo 421 do CC/2002 que prevê os princípios da autonomia privada e da liberdade de contratar, inclusive, para criar e alterar normas entre si (Müssnich & Melo, 2013).

4.6 – O posicionamento da CVM

Em decorrência das transformações vividas pelo mercado de capitais brasileiro, o aumento do número de empresas com o capital cada vez mais pulverizado e, sobretudo, com a prática recorrente de inclusão das *poison pills* nos estatutos, acrescidas de cláusulas pétreas, a CVM⁴¹ editou no dia 23 de junho de 2009, o Parecer de Orientação nº 36/2009, por meio do qual a autarquia se manifestou quanto às cláusulas acessórias, mais especificamente as cláusula pétreas.

O Parecer de nº 36 surgiu a partir da necessidade de manifestação de opinião pela CVM da situação que vinha incomodando as pessoas envolvidas com o universo corporativo, qual seja, a imposição de oferta pública para aquisição de todas as ações da companhia àqueles acionistas que votasse pela supressão ou alteração de cláusula *poison pill*, numa flagrante restrição ao direito de liberdade de voto em assembleia (SADI, CASTRO, & SANTOS, 2011). Esse parecer teve início com o envio de minuta proposta por dois diretores do órgão, os Senhores Otávio

⁴¹ A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) foi criada em 07/12/1976 pela Lei 6.385/76, com o objetivo de fiscalizar, normatizar, disciplinar e desenvolver o mercado de valores mobiliários no Brasil. A CVM é uma entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/menu/acesso_informacao/institucional/sobre/cvm.html> Acessado em:

Yasbek e Marcos Barbosa Pinto, a qual foi posteriormente submetida a uma audiência pública (Audiência Pública 03/2009)⁴².

Com relação às *poison pills* e as cláusulas pétreas a CVM declarou que:

Poison pills dificultam ofertas hostis de controle e, por isso, aumentam custos de agência. As cláusulas pétreas exacerbam esse problema, pois evitam que o potencial interessado em adquirir o controle apele diretamente aos acionistas para que suprimam a *poison pill*, seja mediante um anúncio nesse sentido acompanhado de um pedido público de procuração, seja por meio de uma oferta condicionada à revogação da pílula (MARTINS, 2015).

Nos termos do Parecer nº 36/2009 a CVM⁴³ entendeu que a aplicação das cláusulas pétreas não é compatível com o previsto na legislação pátria, em especial, com os artigos 115, 121, 122, I, e 129 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Por tais motivos a CVM decidiu que não irá aplicar penalidades, em processos administrativos sancionadores, aos acionistas que, nos termos da legislação em vigor, votarem pela alteração ou supressão da cláusula de proteção à dispersão acionária, ainda que não realizar a oferta pública prevista na disposição acessória.

O órgão entendeu que a disposição acessória vai de encontro ao artigo 115 por não permitir que o acionista exerça o seu direito de voto no interesse da companhia. Já o conflito com o artigo 121 se dá por restringir a soberania da assembleia geral para deliberar sobre os negócios relativos ao objeto social da companhia. Ao limitar os poderes conferidos à assembleia geral para alteração do estatuto social, há colisão com o artigo 122, I, da LSA. Por fim, a cláusula acessória que demanda unanimidade ou quorum mais elevado que o previsto em lei para a

⁴² COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Parecer de Orientação nº 36, de 23 de junho de 2009. Dispõe sobre disposições estatutárias que impõe ônus a acionistas que votarem favoravelmente à supressão de cláusula de proteção à dispersão acionária. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/pare.html>>. Acesso em: 21/01/2016.

⁴³ Ibidem

supressão da *poison pill* do estatuto em assembleia, é incompatível com o artigo 129, §1º.

Neste sentido, o entendimento da CVM é acolhido por Modesto Carvalhosa:

As *poison pills* são cláusulas estatutárias de relativa ou completa ilegalidade. São ilegais a partir do momento em que adquirem feições de cláusulas pétreas, quando, na verdade, trata-se de normas jurídicas de caráter parassocial. Nesse sentido, as cláusulas *poison pills*, quando têm o caráter de perpetuidade, a partir do seu aspecto punitivo da obrigatoriedade de realização de oferta pública por parte do acionista que votar no sentido de alterá-la ou excluí-la do estatuto social, demonstram claramente a intenção ilegítima e antijurídica de perpetuar a administração da companhia, ainda que esta seja eleita por um controlador minoritário (CARVALHOSA, 2009).

Para Martins Neto (2009), do ponto de vista técnico, a iniciativa do Parecer de Orientação da CVM é louvável e o entendimento do órgão é irrepreensível, porém, considera que a CVM poderia ter ido além de tão somente informar que não irá punir os acionistas que votarem a favor da supressão das *poison pills* dos estatutos das companhias de capital aberto, mas que deveria utilizar de sua competência conferida pelo artigo 8º, I, da Lei 6.385/76 para baixar ato normativo proibindo de uma vez por todas a adoção das chamadas cláusulas pétreas. A esse respeito, JULIO RAMALHO DUBEUX (apud MARTINS NETO, 2009) sustenta que:

(...) não há dúvida de que a atuação regulatória da CVM tem amparo sobretudo no art. 174 da Constituição, sendo-lhe conferidas, por conseguinte, as atribuições de normatizar o mercado de capitais, fiscalizar o cumprimento de suas normas, infligir sanções aos infratores do mercado e, por fim, zelar pelo seu pleno desenvolvimento¹¹² (DUBEUX apud MARTINS NETO, 2009).

Compartilhando do entendimento oposto, James Hirose, que participou da audiência pública 03/2009, propôs que a CVM considerasse as cláusulas pétreas ilegais; ao revés, Souza Cescon, que também esteve presente na audiência,

externou a sua preocupação e pediu que a CVM esclarecesse que as cláusulas pétreas não seriam decretadas nulas ou que perderiam a sua eficácia. A CVM deu publicidade, conforme já havia reconhecido em decisões precedentes que a autarquia não possui competência para declarar a nulidade de atos jurídicos, razão pela qual entendeu ser desnecessário reiterar esse ponto no parecer.⁴⁴

Como proposta de ampliação da Minuta, na audiência pública 03/2009, o IBGC e Renato Chaves propuseram que a CVM não reconhecesse registro de companhia aberta a sociedades cujos estatutos possuísem cláusulas pétreas; e, ainda, no caso das companhias já registradas, que a CVM não registrasse novas operações da companhia até a remoção das cláusulas pétreas. Contudo, a CVM deu publicidade ao seguinte entendimento:

A CVM considerou desnecessário e inoportuno definir *a priori* efeitos do parecer de orientação sobre o procedimento de registro da companhia. Além disso, a CVM entende que a segunda medida sugerida, qual seja, condicionar o registro de ofertas públicas de valores mobiliários à supressão das Cláusulas Pétreas, acabaria por prejudicar as companhias envolvidas e os próprios investidores. Considerando ainda o disposto no art. 2º, parágrafo único, XIII, da Lei nº 9.784, de 29 de janeiro de 1999, a CVM já decidiu não condicionar o registro de ofertas públicas à supressão de Cláusulas Pétreas que já constem dos estatutos de companhias abertas.⁴⁵

Na opinião de Mussnich e Melo (2013), Martins Neto (2009), e outros juristas, o colegiado da CVM, como órgão, perdeu uma ótima oportunidade para enfrentar o assunto com mais densidade e, aproveitando das contribuições obtidas na audiência pública, assumir uma posição firme em relação ao expediente de adoção das *poison pills* e as cláusulas pétreas nas companhias brasileiras, sobretudo, no aspecto da legalidade.

⁴⁴ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Edital de Audiência Pública nº 03/2009. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 24/01/2016.

⁴⁵ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Edital de Audiência Pública nº 03/2009. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 24/01/2016.

Além do exposto, a CVM identificou custos e benefícios oferecidos pelas *poison pills* ao mercado, chegando à seguinte conclusão:

5.3 De um lado, esse regime cria incentivos para que os potenciais adquirentes do controle procurem a administração para negociar o preço e demais condições do negócio, o que é benéfico para os acionistas.

5.4 Por outro lado, o regime não sujeita os acionistas à decisão dos administradores, que têm um óbvio interesse pessoal nessa questão. Preserva-se assim o direito essencial dos proprietários das ações de decidir, em última instância, se devem ou não vender sua participação.

5.5 Além disso, esse regime protege o direito de escolha dos acionistas devido à capacidade da *poison pill* de filtrar ofertas coercitivas. Afinal, de nada adiantaria preservar formalmente o direito do acionista de vender ou manter suas ações se sua liberdade de escolha fosse suprimida na prática por meio de ofertas coercitivas.

5.6 O regime atende ainda a preceitos básicos de justiça, pois promove o tratamento igualitário dos acionistas, exigindo que a aquisição de controle se dê por meio de uma oferta pública dirigida a todos.”

5.7 Por fim, esse regime diminui os custos normalmente associados às *poison pills*, sendo por isso mais eficiente que o status quo, pois a possibilidade de supressão da pílula cria, a um só tempo, alternativas e ameaças para a administração. Com as alternativas, diminuem-se as chances de que negócios que geram riqueza para os acionistas não sejam realizados; por meio das ameaças, reduzem-se os custos de agência relacionados a eventual ineficiência e oportunismo dos administradores.⁴⁶

Sob esse aspecto, chegou à conclusão que o mecanismo das *poison pills* em sua modalidade pética é desnecessário para o alcance dos benefícios esperados e que, por outro lado, as *poison pills* podem aumentar os custos relativos ao impedimento de realização de negócios eficientes.

Cumprе ressaltar que, embora a CVM tenha dado a relevante contribuição de não penalizar acionistas que descumpram as cláusulas pétreas, isso não afasta a possibilidade de acionistas ou companhias que se sintam prejudicados, buscarem a satisfação de seus anseios no judiciário ou em câmara arbitral. (Müssnich & Melo, 2013)

⁴⁶ MARTINS, C. L. AS POISON PILLS E A PROTEÇÃO CONFERIDA AOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS NO BRASIL. DISSERTAÇÃO (PÓS-GRADUAÇÃO LATO SENSU EM DIREITO) - Insper . SÃO PAULO, 2015.

4.7- Poison pills e a governança corporativa

Após intensas negociações e audiências envolvendo as companhias listadas no Novo Mercado durante o ano de 2010, e acatando as orientações da CVM apresentadas no Parecer nº 36/2009, a BM&FBovespa aprovou, em março de 2011, nova redação para os regulamentos de seu governo interno, sobretudo, para o Novo Mercado.⁴⁷

Criticou-se intensamente a postura retraída das empresas listadas em aceitar as propostas das novas regras, mas, apesar disso, considera-se que sensíveis alterações foram trazidas pela minuta aprovada.

As mais importantes alterações encontravam-se no item 4, com a inserção de dispositivos vedando: (i) estabelecimento de quorum qualificado para a deliberação de matérias que devessem ser submetidas à assembleia geral de acionistas; e (ii) o exercício de voto favorável ou que impusesse ônus aos acionistas que votarem favoravelmente à supressão ou alteração de cláusulas estatutárias.⁴⁸

Sobre esse tema, o IBGC (2009) deu seu parecer, *in verbis*:

A reversibilidade constitui uma prerrogativa fundamental e que não pode ser subtraída aos acionistas reunidos em Assembleia Geral, que constitui o órgão soberano da companhia. O IBGC entende que, sob hipótese alguma, se justifica a inserção da cláusula pétrea, porque esta retira dos acionistas a capacidade de revogá-la ainda que no melhor interesse da companhia, como, por exemplo, para promover a reestruturação quando a maioria entender que esta se torna necessária (IBGC, 2009).

Apesar da aprovação das propostas pelas companhias listadas no Novo Mercado, Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa, as disposições transitórias do Novo Regulamento de Listagem, permitiram que as companhias já listadas

⁴⁷ Ibidem

⁴⁸ Ibidem

mantivessem as cláusulas em seus estatutos, portanto, dando-lhes a faculdade de aderir ou não às mudanças. No entanto, as referidas cláusulas não poderão, a partir da entrada em vigor do novo regulamento (10/05/2011), ser objeto de alteração, salvo para a sua exclusão e consequente adequação às novas disposições da BM&FBovespa. Dessa forma, o novo regulamento de listagem do Novo Mercado acabou com o caráter imutável e perene das *poison pills*.

Somada a essa novidade, o novo regulamento também trouxe determinadas regras referentes à atividade do conselho de administração, exigindo a elaboração de parecer público prévio, fundamentando sobre toda e qualquer oferta pública de aquisição que tenha por objeto as ações da companhia e, inclusive, a manifestação do conselho de administração: (i) sobre a conveniência e oportunidade da oferta quanto ao interesse conjunto dos acionistas e em relação à liquidez dos valores mobiliários de sua titularidade; (ii) sobre as repercussões das ofertas sobre os interesses da companhia; (iii) quanto aos planos estratégicos divulgados pelo ofertante em relação à companhia; e (iv) outros pontos que considerar pertinentes.

Apesar das louváveis regras, Müssnich & Melo (2013) afirma que as hipóteses de análise (i) e (iv) já eram previsíveis e compreensíveis tais exigências a um órgão que precisa se manifestar sobre a aceitação ou não de uma oferta. Ao mesmo tempo, critica mencionando que o dispositivo causa estranheza, pois, os temas que o conselho precisa opinar são completamente abstratos e, não importando qual seja a sua orientação e fundamentação, provavelmente não será responsabilizado pela opinião que proferirá, já que pela análise do documento intitulado “Esclarecimentos acerca das propostas de alteração do Regulamento de Listagem do Novo Mercado”, elaborado pela BM&FBovespa, a responsabilidade do conselho de administração se restringe à elaboração do parecer e à sua divulgação.

Dessa forma, configura-se aí grande possibilidade de persistirem os conflitos de interesses, tendo em vista que a administração sempre terá ligação bastante íntima com o controle.

Em vista dos argumentos apresentados, embora o Novo Regulamento de Listagem tenha sido criado com o objetivo de modernizar e dinamizar a relação dos emissores com a BM&FBOVESPA e participantes do mercado, bem como buscar aprimorar a qualidade das informações prestadas, conferindo maior transparência e equidade aos negócios, além de alinhar os interesses da companhia às melhores práticas da governança corporativa, as disposições previstas nas Disposições Transitórias demonstram que as companhias brasileiras ainda não estão preparadas para as alterações substanciais em seus estatutos sociais.

5 – CONCLUSÃO

Ao longo desse trabalho, buscou-se trazer e examinar os principais elementos das *poison pills* estatutárias, decorrente da abertura de capitais e da dispersão acionária, fenômenos ainda tão contemporâneos no Brasil, porém bem desenvolvidos em outros países, como nos Estados Unidos. Foi analisada, de forma breve, a estrutura orgânica da empresa, *in casu*, a atual separação entre a propriedade e controle, no que consiste o poder de controle, bem como as suas espécies e as formas de se adquirí-lo, e o motivo ardente pelo qual se busca a aquisição e a estabilidade desse poder.

Neste novo cenário em que o controle já não é mais assumido com a maioria das ações, o estudo da *hostile takeover* é de grande importância para a compreensão das *poison pills*, haja vista que essas somente existirão se houver vulnerabilidade e risco de perda do controle da empresa. A importância se dá não apenas para o confronto entre a aplicação da cláusula e o tratamento da legislação em vigor, mas também para que se questione sobre a possibilidade de desvirtuamento do fim precípua das *poison pills* aqui no Brasil, transformando o mecanismo num instrumento de blindagem excessiva pela companhia e prejudicando a sua boa administração. Ademais, embora seja trabalho de cunho jurídico, e não econômico, há que se pensar nos impactos do mau uso da *poison pill* sobre mercado e, de modo reflexo, sobre os direitos dos acionistas.

Em princípio, considera-se as *poison pills* dispositivo eficaz, pois garante a liquidez das ações das companhias e impede ofertas de aquisições hostis a preços baixos. No entanto, há a indagação se as pílulas de veneno vão de encontro às boas práticas da governança corporativa, prejudicando os interesses dos acionistas minoritários e o bom gerenciamento empresarial. Verifica-se que quando se utiliza o

mecanismo de proteção contra aquisição hostil no estatuto social das empresas que tem capital pulverizado no mercado ou que estão em processo de pulverização, tal prática pode ser considerada benéfica, desde que não se inclua cláusulas acessórias restritivas de direitos dos acionistas minoritários. Porém, o que não se encontrou, até hoje, foi a lógica de uma companhia com controlador majoritário possuir a pílula de veneno em seu estatuto, pois o mecanismo serve apenas para engessar a alienação, adotando rígidos modelos de restrição para a aquisição de controle; portanto, o resultado são perdas de boas ofertas à companhia e aos acionistas, bem como constitui claramente hipótese de proteção da administração ao dificultar ao máximo a sua substituição em casos de ineficiência. No entanto, uma vez que a companhia opta por incluir as *poison pills* em seu estatuto social, entende-se que é necessária cautela para que não se estabeleça cláusulas excessivamente rigorosas que gerem consequências negativas para a vida comercial da corporação, inviabilizando a realização de operações vantajosas e eficientes.

No nosso sistema jurídico, ao contrário do norte-americano, não há precedente no Judiciário, nem manifestação do Poder Legislativo. Portanto, prevalece o Parecer de Orientação nº 36 da CVM, de 23 de junho de 2009, apontando a ilegalidade das cláusulas acessórias. Ao mesmo, na própria doutrina nacional especializada, verifica-se carência de publicações devido à estrutura do mercado de capitais brasileiro, que caminha lentamente na direção da dispersão acionária; em sua grande maioria, as companhias de capital aberto no Brasil são regidas pelo controle do tipo majoritário com controlador bem definido.

Nessa trilha, foi abordada a irrelevância do controle totalitário, tão típico no Brasil, no que concerne as *poison pills*; pois, como prevalece a figura do “dono” e há

o controle pré-definido, não apresenta nenhum tipo de risco para o acionista ou pequeno grupo de controle.

Portanto, a importação jurídica pura e simples das medidas de proteção contra aquisição hostil, nem sempre se mostra vantajosa para as companhias brasileiras, sendo imperioso que se faça adaptações conforme a estrutura de controle da empresa.

No Brasil, o tipo de *poison pills* mais adotado é a oferta pública de ações a todos os acionistas para a aquisição de controle (OPA voluntária), que recebe várias críticas quanto ao estabelecimento do preço, o percentual para que seja deflagrada a sua realização (“gatilho”) e a aquisição de ações relevantes, além das cláusulas acessórias que acompanham a sua redação. Embora se verifique número enorme de companhias que preveem a OPA, a *hostile takeover* não é operação habitual no Brasil, contudo, a lógica por essa opção só faz sentido se os controladores estiverem preparando a firma para a pulverização de seu capital.

BIBLIOGRAFIA

ABREU, G. S. (2009). ***A Oferta Hostil de Aquisição do Controle Societário.*** Disponível em: <http://academico.direitorio.fgv.br/wiki/P%C3%A1gina_principal>. Acesso em: 20/11/2015.

BANCO SANTOS. Disponível em: <<http://www.bancosantos.com.br/>>. Acessado em: 17/02/2016.

BERLE, A. A., & MEANS, G. C. ***The Modern Corporation and Private Property.*** 1991.

BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS. REGULAMENTO DE LISTAGEM DO NOVO MERCADO. 2008. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/home.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em:

BM&FBOVESPA - A NOVA BOLSA. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/intros/intro-regulamentos-e-normas.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 10/12/2015.

BUSCHINELLI, G. S. ***Aquisições hostis de controle societário e cláusulas de proteção à dispersão acionária.*** 2009.

COELHO, F. U. ***CURSO DE DIREITO COMERCIAL.*** 2004.

COELHO, F. U. ***O CONCEITO DE PODER DE CONTROLE NA DISCIPLINA JURÍDICA DA CONCORRÊNCIA. EDIÇÕES ESPECIAIS REVISTAS DOS TRIBUNAIS.*** 1999.

COMPARATO, F. K., & FILHO, C. S. ***O Poder de Controle Na Sociedade Anônima.*** 2005.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. ***Edital de Audiência Pública nº 03/2009.*** Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 23/01/2016.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. ***Parecer de Orientação nº 36, de 23 de junho de 2009.*** Dispõe sobre disposições estatutárias que impõe ônus a acionistas que votarem favoravelmente à supressão de cláusula de proteção à dispersão acionária. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/pare.html>>. Acesso em: 21/01/2016.

D'Agostini, D. C. ***A Oferta Pública de Ações como Mecanismo de Proteção à Dispersão Acionária: A Realidade Brasileira da Poison Pill.*** 2007.

FOGAÇA, G. **Um veneno para os negócios?**. 2009. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/revista-exame/edicoes/953/noticias/veneno-negocios-501968>>. Acesso em: 03/01/2016.

Franco, V. H. **Considerações sobre a OPA**. *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro*. 2008.

INFOMONEY. **Governança corporativa: diferenças entre o nível I, nível II e Novo Mercado**. Disponível em:

<<http://www.infomoney.com.br/educacao/guias/noticia/318197/governanca-corporativa-diferencas-entre-nivel-nivel-novo-mercado>>. Acesso em: 06/12/2015.

BM&FBOVESPA. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/intros/intro-regulamentos-e-normas.aspx?idioma=pt-br>> . Acesso em:

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Origens da Governança Corporativa**. Disponível em:

<<http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18166>>. Acesso em: 20/12/2015.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro**. Disponível em: <www.ibgc.org.br>. Acesso em: 02/11/2015.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **O Movimento no Brasil e o Debate Internacional**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18166>>. Acesso em: 05/12/2015.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Mecanismos e Diretrizes para fortalecimento da Governança Corporativa**. Disponível em <www.ibgc.org.br>. Acesso em: 21/05/2014.

Lima, J. F. **"Hostile Aquisition": A Aquisição Hostil**. 2015. Disponível em: <<https://jus.com.br/artigos/39496/hostile-aquisicao-a-aquisicao-hostil>>. Acesso em: 21/12/2015.

LOBO, O. E. **FUSÕES E AQUISIÇÕES - FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS**. 2011. Disponível em:

<http://academico.direitorio.fgv.br/ccmw/images/4/42/Fus%C3%B5es_e_Aquisi%C3%A7%C3%B5es.pdf>. Acesso em: 11/01/2016.

LUCAS, M. C. **UTILIZAÇÃO DAS POISON PILLS NAS COMPANHIAS LISTADAS NO NOVO MERCADO: A INFLUÊNCIA DE POSSÍVEIS AQUISIÇÕES NO MERCADO BRASILEIRO NO PERÍODO DE 2007 - 2012**. 2013. Fonte: Revistas Eletrônicas. PUC - RS. Disponível em:

<www.revistaseletronicas.pucrs.br/ojs/index.php/graduacao/art>. Acesso em: 03/01/2016.

MAESTRI, H. C.. **Estudo comparado sobre a aplicabilidade das Poison Pills no Direito Brasileiro e Norte-Americano**. *Revista Direito em (Dis)curso* . 2013.

MARTINS NETO, C. **Dispersão acionária, tomada hostil de controle e "poison pills": breves reflexões.** *RSDE. Revista Semestral de Direito Empresarial* . 2009.

MARTINS, C. L. **AS POISON PILLS E A PROTEÇÃO CONFERIDA AOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS NO BRASIL.** *DISSERTAÇÃO (PÓS-GRADUAÇÃO LATO SENSU EM DIREITO) - Insper* . SÃO PAULO, 2015.

MARTINS, P. A. (2005). **RESPONSABILIDADE DE ACIONISTA CONTROLADOR: CONSIDERAÇÕES DOUTRINÁRIA E JURISPRUDENCIAL.** *EDIÇÕES ESPECIAIS REVISTA DOS TRIBUNAIS* .

MONTEIRO, M. A. (2008). **UM ESTUDO SOBRE A UTILIZAÇÃO DE “POISON PILLS” NO BRASIL.** *DISSERTAÇÃO (MESTRADO EM ECONOMIA EMPRESARIAL) - Universidade Cândido Mendes* . Rio de Janeiro.

MOURA, A. A. (2008). **Mecanismos de Proteção à Dispersão da Base Acionária: uma Análise do Desenvolvimento do Instituto no Brasil.** Disponível em: <[www.http://capitalaberto.com.br/wp-content/uploads/2012/07/extra_pilula_no_caminho.pdf](http://capitalaberto.com.br/wp-content/uploads/2012/07/extra_pilula_no_caminho.pdf)>. Acesso em: 07/01/2016.

Müssnich, F. A., & Melo, V. d. **Análise prática e considerações sobre a realidade e a aplicação das medidas de proteção à tomada hostil de controle nos estatutos sociais das companhias abertas brasileiras ("Brazilian Pills").** *Direito Societário - Estudos Sobre a Lei de Sociedades Por Ações*. 2013.

ISTO É DINHEIRO. **Ora, pílulas!.** 2009 Disponível em: <<http://istoedinheiro.com.br/noticias/dinheiro-em-acao/20090715/ora-pilulas/12568>>. Acesso em: 06/01/2016.

Rodrigues, C. A. **Princípios e Valores: Base da Boa Governança.** Disponível em: <<https://endeavor.org.br/principios-e-valores-a-base-da-governanca-corporativa/>>. Acesso em: 24/01/2016.

SADI, N. M., CASTRO, D. S., & SANTOS, M. B. **A adoção da Poison Pill Estatutária no Brasil - os Riscos da Importação do Modelo Americano.** *DIREITO EMPRESARIAL ATUAL NACIONAL E INTERNACIONAL*.. 2011.

Sadi, N. M., Castro, D. S., & Santos, M. B. **A adoção da Poison Pill Estatutária no Brasil - os Riscos da Importação do Modelo Americano.** *Direito Empresarial Atual Nacional e Internacional*. 2011.

SIFFERT, A. O. **UMA ANÁLISE REFLEXIVA SOBRE AS POISON PILLS.** Disponível em: <http://sseadvogados.com.br/noticias_publicacoes/>. Acesso em: 04/01/2016.

Silva, R. B., & Guidi, P. G. **Poison Pill: mecanismo de defesa contra aquisições hostis ou mecanismo de proteção de dispersão acionária? 2006.** Disponível em: <<http://www.original123.com.br/assessoria/2006/07/19/poison-pill-mecanismo-de->

defesa-contra-aquisicoes-hostis-ou-mecanismo-de-protecao-de-dispersao-acionaria/>. Acesso em: 17/12/2016.

Simões, P. V. **Poison Pills**. 2014 Disponível em: <<https://jus.com.br/artigos/33839>>. Acesso em:

SOUZA, A. B., & GOULAR, M. B. **GOVERNANÇA CORPORATIVA DE EMPRESAS SEM CONTROLADOR: O CASO DA LOJAS RENNER S.A.** 2012.

SOUZA, B. **Corporations**. 2012. Disponível em : <<http://exame.abril.com.br/mercados/noticias/7-empresas-listadas-na-bovespa-que-nao-tem-controle-definido>>. Acesso em: 04/01/2016.

VIEIRA, J., MARTINS, E., & FÁVERO, L. P. **Poison pills no Brasil: um estudo exploratório**. *REVISTA CONTABILIDADE & FINANÇAS*. 2007.

WALD, A. **DA CARACTERIZAÇÃO DA ALIENAÇÃO DE CONTROLE**. *EDIÇÕES ESPECIAIS REVISTA DOS TRIBUNAIS*. 2007.

YOKOI, Y. **PORQUE AS COMPANHIAS CONTINUAM PRESAS A UM ÚNICO MODELO DE DEFESA CONTRA AQUISIÇÕES HOSTIS**. *CAPITAL ABERT*. 2011.