POISON PILLS: PANORAMA ATUAL

MARCELLA BLOK

1. Introdução. 2. "Poison pills": panorama geral: 2.1 Conceito; 2.2 Aspectos positivos das "poison pills"; 2.3 Aspectos negativos das "poison pills"; 2.4 "Poison pills": tipo A e B. 3. As "poison pills" no Brasil, nos Estados Unidos e na Europa. 4. Parecer de Orientação CVM n. 36, de 26.6.2009. 5. Diretivas da Comunidade Europeia. 6. Mecanismos de defesa concernentes às "poison pills". 7. Novas modalidades de "poison pills". 8. "Leading cases" envolvendo "poison pills": 8.1 Aquisição do controle da Mannesman pela Vodafone; 8.2 Aquisição da Perdigão pela Sadia; 8.3 Aquisição do controle da Medial pela Amil; 8.4 Oferta da indiana Mittal Steel pela Arcelor. 9. Conclusão. 10. Bibliografia.

1. Introdução

Lexicamente, o termo *poison pill* tem sua origem nas cápsulas de veneno compostas por cianeto que os espiões eram instruídos a ingerir para evitar que fossem capturados durante uma missão, daí a conotação de "fatal" quando o assunto é a manutenção do poder de controle e da dispersão acionária diante de aquisição hostil. O instrumento, como mecanismo de defesa, foi juridicamente arquitetado pelo advogado Martin Lipton em 1983, um dos sócios fundadores do escritório de advocacia norte-americano Watchell, Lipton, Rosen & Katz e renomado especialista em fusões e aquisições.

As *poison pills* tiveram sua origem e seu auge na década de 80 do século passado nos Estados Unidos.

Surgiram estas como uma forma de reação à onda de *takeovers* que varreu a bolsa. As ofertas de compras de ações por preços atrativos, chamadas de *tender offers*, sempre existiram, mas eram voltadas para pequenas companhias. Ganharam força e passaram a atingir as grandes corporações quando começou a ser adotada uma postura de liberalismo com relação aos cartéis, permitindo operações que antigamente não seriam aprovadas. Essa época foi também o auge das operações chamadas de *leveraged buyout* (LBO).

Estas *poison pills* surgidas no ano de 1982, constituem-se em uma família de direitos contratuais de acionistas, ativados quando da ocorrência de um evento específico, como, por exemplo, uma oferta pública de ações (OPA) de controle ou a acumulação de um percentual específico de ações da firma-alvo. As *poison pills*, em regra, conferem ao acionista o direito de adquirir ações adicionais da firma-alvo ou vendê-las para a firma-alvo por preços extremamente atrativos.

Nos EUA, podem-se citar três gerações distintas pelas quais evoluíram as *poison pills*: (i) aquela feita mediante a distribuição de ações preferenciais a acionistas, a título de dividendos; (ii) *a poison pill* feita como emissão de ações preferenciais, as quais impactavam o balanço das empresas, passando a ser concebidas como *stock purchase right* (direito de compra de ação); e (iii) as *poison pills* como *flip-in* e *flip-over*.

No que toca a esta última "fase", no caso de uma aquisição, as características *flip-in* darão direito aos acionistas (sempre se excetuando, obviamente, o adquirente) de comprarem ações da empresa remanescente com desconto; dando as *flip-over*, por sua vez, o direito de comprarem ações ordinárias do adquirente a um preço inferior ao do mercado no caso de uma incorporação.

Com um maior ativismo dos acionistas nos EUA, contudo, a adoção das *poison pills* sofreu uma flexibilização, sendo que muitas companhias passaram a condicionar a implementação desses mecanismos à votação dos investidores. Dessa forma, houve uma redução no número de empresas que utilizaram esta cláusula estatutária. As pesquisas da Shearman & Sterling mostram que, entre 2004 e 2008, o número de companhias norte-americanas na lista da *Fortune* 100 que adotavam a *poison pill* caiu de 33 para 12. No mesmo sentido, de 2002 a 2006, o número de empresas dos EUA no índice S&P 500 que utilizavam tal cláusula caiu de 300 para 185.

A partir de 2005/2006, no entanto, tais "pílulas de veneno" ressurgiram.

Hodiernamente, no Brasil e no mundo, em ambientes de mercado de capitais bem desenvolvidos, em que algumas companhias abertas são eminentemente públicas, com ações com poder de voto distribuídas de modo pulverizado, sem um controlador identificado, não é raro testemunhar, por vezes, contendas privadas derivadas de operações de oferta pública voltadas à aquisição de controle acionário: as denominadas aquisições hostis. Observam-se, em alguns casos, verdadeiras batalhas pela conquista do controle acionário de uma dada companhia (*take over*). A possibilidade de aquisição do poder de controle de companhias aumenta na medida em que o capital for pulverizado, característica que marca a estrutura de várias das empresas brasileiras que foram a mercado recentemente.

No Brasil, a adoção do modelo norte-americano de negociação de ações no mercado mobiliário, originou, ainda que timidamente, as companhias abertas com capital pulverizado, resultando também na importação do referido sistema de cláusulas *poison pills*.

E é justamente nesse panorama que surge a necessidade de buscar alternativas de defesa que sirvam ao propósito de manter o poder na mão dos controladores, de forma a impedir, limitar ou dificultar o aumento da participação de eventuais acionistas.

Importante denotar que, no Brasil, prevalece, ainda, o conceito de companhia sob o modelo em que esta tem um "dono", ou seja, a sociedade pertence a um acionista controlador ou a um grupo de controle (normalmente constituído por pessoas relacionadas ou da mesma família). Ressalte-se, que no nosso Novo Mercado da Bovespa, a média de dispersão acionária das empresas (40,68%) é significativamente superior à do mercado (22,28%, excluídas as companhias listadas no Novo Mercado).

Mesmo assim, as *poison pills* passaram a integrar os estatutos sociais de diversas companhias nos últimos anos, em especial naquelas sem acionista controlador, obrigando os investidores a realizar ofertas públicas com determinadas condições (muitas vezes onerosas) com o intuito de preservar a dispersão acionária.

Em junho de 2008, das 99 empresas brasileiras listadas no Novo Mercado da Bovespa,[1] apenas 16 possuem capital disperso no mercado e 56 delas possuíam *poison pills* em seus estatutos sociais, todas elas com o dispositivo do tipo que obriga a realização de uma Oferta Pública de Aquisição de ações – OPA – aos demais acionistas, caso um acionista adquirente atinja um

1. Segundo estudo de Erica Gorga, dessas 99 companhias listadas, 84 não tem acionista controlador/majoritário.

determinado percentual de ações (o tão conhecido "gatilho").[2]

A aquisição hostil do poder de controle (expressão traduzida do equivalente inglês *hostile takeover*; ou também *takeover-bid*) revela-se como um fenômeno jurídico relativamente embrionário no Brasil. A denominação que foi atribuída ao instituto, no Brasil enseja uma certa confusão, pois o termo "hostil" conduz à ideia de agressividade e desrespeito aos padrões mínimos de conduta, sendo que, na realidade, significa tão somente a "apresentação de uma proposta sem que tenha ocorrido prévia negociação ou elemento volitivo na alienação da participação do acionista controlador".[3] Ou nas palavras de Comparato e Salomão Filho:

"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 efetivamente colimado pelo ofertante, e estimulado pela regulamentação normativa."[4]

O professor Fran Martins, ao comentar a Lei das Sociedades Anônimas, apresenta o objetivo da aquisição hostil do controle, que em nosso direito assume a feição de oferta pública para aquisição do controle acionário:

"A oferta pública para aquisição do controle acionário de sociedades anônimas é, assim, um procedimento que visa, sobretudo, fazer com que a operação se realize com uma participação direta dos proprietários das ações votantes de referidas sociedades. Procura-se evitar uma disputa com os administradores das sociedades, que muitas vezes detêm o controle social sem possuir a maioria das ações. Em última análise, a oferta pública para a aquisição do controle tende a beneficiar os acionistas minoritários que, desse modo, poderão participar da operação em igualdade de condições com os acionistas majoritários, no que diz respeito ao preço dado às ações dos primeiros."[5]

No Brasil, a aquisição hostil – que independe do consentimento dos controladores da companhia – está prevista na Lei de Sociedades Anônimas e na Instrução Normativa da CVM (Comissão de Valores Mobiliários), que condiciona a aquisição do controle de uma companhia aberta à realização de uma OPA (Oferta Pública para Aquisição de Ações) e vem regulada pelos arts. 257 a 263 da LSA e pela Instrução n. 361, de março de 2002 da CVM, (ICVM 361/2002).

Nos termos do imortal Carvalhosa, trata-se a Oferta Pública de Ações – OPA:

"De uma declaração pública pela qual uma pessoa física ou jurídica propõe aos acionistas de uma companhia a celebração de contrato de compra ou permuta de ações. Dirige-se a oferta a pessoas indeterminadas quanto à identidade, porém determináveis pela categoria patrimonial que ostentam como acionistas de uma companhia. E nestes termos, a oferta constitui elemento necessário à formação do contrato. É assim uma declaração que invariavel-

2. Marco Antonio Papera Monteiro, *Um Estudo sobre a Utilização de "Poison Pills" no Brasil*, Dissertação (Mestrado em Economia Empresarial), Rio de Janeiro, Universidade Cândido Mendes, junho 2008. Disponível em *http://www.cvm.gov.br/port/infos/Dissertação%20Poison%20Pills.pdf*, acesso 6.8. 2008.

3. Daniel Correa D'Agostini, *A Oferta Pública de Ações como Mecanismo de Proteção à Dispersão Acionária: a Realidade Brasileira da "Poison Pill"*, Monografia, PUC-SP, 2007, p. 27.

4. Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, 4ª ed., Rio de Janeiro, Forense, 2005, p. 28.

5. Fran Martins, *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas: Lei n.6.404, de 15 de dezembro de 1976*, vol. 3, Rio de Janeiro, Forense, 1978, p. 377.

mente precede outra declaração a qual, por sua vez, propicia a formação do negócio: a aceitação."[6]

Dessa forma, um dos mecanismos mais utilizados atualmente no Brasil é de que o investidor que adquirir mais do que um percentual preestabelecido do total de ações ordinárias é obrigado a realizar uma OPA para a aquisição de todas as ações da companhia, mediante um preço mínimo acrescido de um prêmio sobre o valor da ação ("papel").[7]

Conditio sine qua non salientar que realizar uma OPA não cumpre a apenas uma função. Diversos podem ser os seus objetivos, conforme se pode observar na ICVM n. 361/2002, expedida pelo poder público no exercício de sua competência regulamentar.

2. "Poison pills": panorama geral

2.1 Conceito

"*Poison pill* é um termo que se refere a qualquer estratégia, geralmente negocial ou política, para aumentar a probabilidade de que resultados positivos advenham de um resultado negativo no que toca a terceiras pessoas que intentem qualquer tipo de *takeover* (mudança no controle acionário de uma companhia). O termo deriva do significado literal de uma 'pílula de veneno' jorrada/carregada por algumas espécies ao longo da história, quando descobriram que poderiam eliminar a possibilidade de serem interrogados a respeito dos ganhos de seus adversários."[8]

"*Poison pill* is a financial tactic or provision used by a company to make an unwanted takeover prohibitively expensive or less desirable."[9]

Poison pill ou *pílula de veneno* "é um mecanismo que objetiva evitar uma aquisição hostil de controle ou evitar a redução da dispersão acionária".[10]

Nas palavras de André Bela Janszky,[11] a *poison pill* é um "bônus de subscrição que acompanha as ações ordinárias e garante a todos os acionistas (com exceção do Adquirente) o direito de comprar ações a um preço muito inferior ao seu valor de mercado".

O mecanismo do *poison pill* é baseado em dois princípios básicos: (i) atua como um veículo que torna mais devagar o "ataque", permitindo que os acionistas e administradores tenham mais tempo para analisar a aquisição ou para criarem algu-

6. Modesto Carvalhosa, *Oferta Pública de Aquisição de Ações*, São Paulo, Gráfica Cairu, 1978, p. 18.

7. Exemplos de cláusula de *poison pill*, constante no estatuto social de algumas companhias pulverizadas:

"Qualquer acionista que adquira ações de emissão da companhia em quantidade igual ou superior a *20%* (vinte por cento) do capital total *deverá*, no *prazo máximo de 60 (sessenta) dias* a contar da data de aquisição, realizar uma *OPA* da totalidade das ações de emissão da companhia" (grifos nossos).

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

8. "Poison pill is a term referring to any strategy, generally in business or politics, to increase the likelihood of negative results over positive ones for a party that attempts any kind of takeover. It derives from its original meaning of a literal poison pill carried by various spies throughout history, taken when discovered to eliminate the possibility of being interrogated for the enemy's gain".

9. Merriam, *Webster's Dictionary of Law*, United States, 1996, pp. 367-368. Tradução: "*Poison pill* é uma tática financeira ou uma provisão usada pela companhia para realizar uma mudança no controle acionário da sociedade não desejada e proibidamente cara ou menos desejável".

10. *http://www.cvm.gov.br/port/infos/Dissertação%20Poison%20Pills.pdf* – consulta realizada em 5.8.2010.

11. Em palestra realizada pelo IBGC, em 2008, intitulada de *A Poison Pill Norte-Americana e sua Adoção em outros Países*, patrocinado pelo Sherman and Stearling.

ma alternativa; e (ii) atua como instrumento capaz de bloquear as aquisições.

A *poison pill* serve para proteger as companhias abertas de uma tomada hostil de controle, ou seja, uma troca de comando via compra direta de ações em bolsa, sem nenhuma negociação prévia. Acredita-se que tal proteção confira maior estabilidade à administração e também assegure que mudanças no modelo de gestão não ocorram de forma irrazoável. Ela se caracteriza por impor aos compradores potenciais a obrigatoriedade de vultosos desembolsos, principalmente por meio de cláusulas que prevejam o pagamento de prêmios sobre o preço de mercado das ações e o resgate de títulos a valores que cresçam em progressão geométrica e não aritmética.

As versões brasileiras das *poison pills* são bastante variadas. Podem ser brandas – adotadas por companhias com acionista controlador definido (e, nestes casos, voltadas, basicamente, a evitar a concentração de liquidez por um único acionista) –, ou mais fortes, criadas para prevenir uma aquisição hostil propriamente dita – estas, sim, utilizadas por companhias que recentemente anunciaram a intenção de pulverizar o controle.

Se "disparada", a *poison pill* tem por objetivo fazer que o *hostile takeover* fique extremamente caro e desinteressante. Dessa maneira, o acionista ou terceiro adquirente que detiver sob seu domínio uma quantidade "x" de ações (via de regra, de 15% a 30%) deverá, no prazo determinado pelo estatuto social da companhia, realizar ou solicitar registro de oferta pública de ações para aquisição das demais ações de emissão da companhia pelo preço determinado por uma fórmula/cláusula estatutária,[12] sob pena da suspensão dos seus direitos de acionista, nos termos do art. 120 da LSA.

Curioso notar que acionistas que adquiram a porcentagem de 15% das ações através de aquisição de direitos tais como o usufruto e o fideicomisso também deverão realizar a oferta.[13] Porém, aqueles que passarem a deter a quantidade mínima para disparar a *poison pill* no caso da incorporação de ações de outra sociedade pela companhia ou da subscrição de ações da companhia, realizada em uma única emissão primária, não estarão obrigados a realizar a oferta.[14]

A *poison pill* é, assim, uma cláusula estatutária, podendo ser alterada mediante deliberação em assembleia, estabelecendo que a aquisição de determinado percentual de ações de emissão da companhia no mercado gera, para o comprador, o dever de realizar Oferta Pública de Aquisição de ações (OPA) a todos os demais acionistas.

É, ainda, um instituto típico das companhias pulverizadas (ou no jargão americano: *free float*).[15] No Brasil, as companhias mais pulverizadas e que têm *poison pills* em seus estatutos são as das Lojas Renner (maior companhia de capital aber-

12. Como exemplo, de acordo com o art. 41 do estatuto social das Lojas Renner S/A disponível no sítio da CVM, a fórmula adotada consiste no seguinte: maior valor entre (i) o valor econômico; (ii) 120% do preço de emissão das ações em qualquer distribuição pública dos 24 meses anteriores atualizado pelo IPCA; e (iii) 120% da cotação média das ações nos 90 dias anteriores.

13. Daniel Correa D'Agostini, *A Oferta Pública de Ações como Mecanismo de Proteção à Dispersão Acionária*, cit., p. 37.

14. Assim como o estatuto da Cosméticos Natura S/A, outros como Perdigão S/A, Totvs S/A, Datasul S/A, Klabin Segall S/A, Profarma Distribuidora de Produtos Farmacêuticos S/A, Brasil Ecodiesel Indústria e Comércio de Biocombustíveis e Óleos Vegetais S/A, Odontoprev S/A, Positivo Informática S/A, São Martinho S/A, Tecnisa S/A, LPS Brasil Consultoria de Imóveis S/A, São Carlos Empreendimentos e Participações S/A, M. Dias Branco S/A, Medial Saúde S/A, Embraer – Empresa Brasileira de Aeronáutica S/A, Lupatech S/A, Obrascon Huarte Lain S/A e Santos Brasil Tecon S/A possuem cláusulas de *poison pill* semelhantes.

15. V. também o art. 4º-A, § 2º, da Lei 6.404/1976, com alteração promovida pela Lei 10.303/2001: "Consideram-se ações em circulação no mercado todas as ações do capital da companhia aberta menos as de propriedade do acionista controlador, de diretores, de conselheiros de administração e as em tesouraria".

to com 100% de seu capital pulverizado), Submarino,[16] Embraer, Natura, Perdigão, DASA, e Ideiasnet. Saliente-se, contudo, que mesmo estas companhias ou outras pulverizadas não estão livres de um acionista controlador, o que por si só já confere o caráter peculiar da *poison pill* no ambiente brasileiro.

Têm estas *pílulas de veneno*, ainda, como principal particularidade o fato do preço de aquisição das ações na OPA, geralmente, ser bastante elevado, às vezes inviabilizando a concretização da operação. Seu objetivo é desestimular a compra em bolsa de percentual de participação significativo por não controladores, assegurando, com esse desestímulo, um número ideal de ações em circulação no mercado e sua liquidez; e preservar a estabilidade do controle pelos acionistas minoritários.

A título de ilustração, conforme o art. 33 do estatuto social da Natura Cosméticos S/A, qualquer acionista – ou pessoa que venha a se tornar acionista – que adquira a quantidade de, no mínimo 15% de ações de emissão da companhia, dispara-se a *poison pill*. Sendo assim, no prazo de 60 dias a contar da data de aquisição, o acionista adquirente deverá realizar ou solicitar pedido de registro de oferta pública, indistintamente, por todas as ações da companhia.

Nesta trilha, a *poison pill* torna desinteressante a aquisição da participação acionária relevante, pois impõe um preço substancialmente alto para a oferta pública. A empresa supracitada – Natura Cosméticos S/A – optou pelo seguinte: "Preço da OPA = Valor da Ação + Prêmio".[17]

Além da *poison pill* da Natura Cosméticos S/A, a adotada pelas Lojas Renner S/A tem algumas peculiaridades que merecem ser destacadas. O § 11 do art. 44 do estatuto social dessa companhia exige que a alteração do estatuto que limite o direito dos acionistas à realização da OPA ou a exclusão da cláusula que prevê a *poison pill* obrigará o acionista (ou futuro acionista) que tiver votado a favor de tal alteração ou exclusão em assembleia geral, a realizar a Oferta Pública de Aquisição de ações.

Imprescindível, nesse contexto, apresentarmos a seguinte questão: por quais motivos uma companhia instala mecanismos defensivos de controle?

Algumas hipóteses podem ser levantadas para tentar responder a essa questão, dentre elas: (i) a administração da companhia pode estar agindo em interesse próprio, com receio de perder seus cargos, mesmo que a oferta pelas ações seja vantajosa para os demais acionistas; (ii) a administração, como agente de barganha dos acionistas, busca negociar o melhor preço de oferta; ou (iii) adiar o momento de aquisição do controle da companhia por julgar não ser melhor cenário para tanto. Com a adoção de uma previsão defensiva no estatuto de uma companhia que atue em um ambiente de controle com menos de 50% (cinquenta por cento) das ações votantes,

16. O estatuto social do Submarino prevê que *qualquer acionista que adquira ou se torne titular de 20% ou mais das ações da empresa deve fazer uma oferta pública para adquirir as demais ações em mercado. O preço ofertado deverá ser pelo menos igual ao valor de avaliação da companhia, apurado com base em critérios como o patrimônio líquido contábil, patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, fluxo de caixa descontado, comparação por múltiplos ou cotações das ações. A revisão do valor ofertado é assegurada aos investidores que ficarem insatisfeitos com a avaliação.*

17. Segundo o § 2º do art. 33 do estatuto desta companhia, corresponde "ao maior valor entre: (i) quotação unitária mais alta atingida pelas ações de emissão da companhia durante o período de 12 (doze) meses anterior à realização da OPA em qualquer bolsa de valores na qual as ações da companhia forem transacionadas; (ii) o preço unitário mais alto pago pelo acionista adquirente, a qualquer tempo, para uma ação ou lote de ações de emissão da companhia; e (iii) o valor equivalente a 12 (doze) vezes o EBITDA Consolidado Médio da Companhia, deduzido do endividamento consolidado líquido da companhia, dividido pelo número total de ações de emissão da companhia".

objetiva-se preservar a independência societária da companhia sob a ótica de quem detém o poder de controle. O escopo de defesa amplia-se na medida em que o acionista controlador tem o interesse em permanecer na direção do interesse social e no controle dos órgãos societários, tornando a companhia menos atrativa financeiramente perante os olhos de um potencial adquirente não desejado. Além disso, nota-se que a possibilidade de ofertas em melhores condições a serem apresentadas cresce, aumentando a disputa pela companhia-alvo e tornando sedutora a possível "ingestão" da *poison pill* ou até mesmo a utilização de algum mecanismo que a torne inócua.[18]

Faz-se necessário destacar, entretanto, que a *poison pill* brasileira não consiste na obrigação de se realizar oferta pública de ações por força do art. 254-A da LSA, como em princípio se poderia imaginar. Esse instituto jurídico é um mecanismo de proteção aos interesses dos demais acionistas proprietários de ações com direito a voto da companhia. Por sua vez, traz a previsão do direito de *tag along* – ou saída conjunta – da companhia dos acionistas minoritários, caso as seguintes características se revelem (Carvalhosa, 2003): (i) que da operação, em seu conjunto, e de uma só vez ou por etapas, resulte na presença de um novo acionista controlador ou de um grupo de controle (v. art. 118, LSA[19]), e (ii) que em algum momento, o antigo controlador ou participante do bloco de controle receba alguma forma de remuneração, inclusive por permuta, pela transferência de suas ações ou valores mobiliários conversíveis em ações.[20]

A *poison pill*, entretanto, tem a sua eficácia e faz-se cumprir por derivar diretamente de disposição constante do estatuto da companhia, sendo de observância obrigatória, sob pena da suspensão dos direitos de acionista, nos termos do art. 120 da LSA.[21]

É importante lembrar que no caso da obrigatoriedade de realização de oferta pública de ações em razão da *poison pill*, não se exclui a obrigação legal de conceder o direito de retirada aos acionistas proprietários de ações com direito a voto se houver alienação de controle na companhia, devidamente preenchidos os requisitos aqui apresentados.

2.2 Aspectos positivos das "poison pills"

Incontestável e indubitável que as *poison pills* possuem alguns benefícios, principalmente o da proteção contra a natureza aleatória de ofertas públicas de aquisição de controle, aumentando, assim, o poder de negociação dos acionistas – tudo a diminuir os custos da operação. Assegura-se também um tratamento mais igualitário entre os acionistas da companhia, uma vez que a oferta pública é única nestes casos, evitando, com isso, aquisições isoladas por preços diversos e a perda da mais-valia que a negociação em bloco enseja.

Três são basicamente os benefícios das "*poison pills*": (i) promover o tratamento equitativo (igualitário) entre os acionistas; (ii) proteger os acionistas con-

18. Como exemplo, de acordo com o art. 41 do estatuto social das Lojas Renner S/A disponível no sítio da CVM, a fórmula adotada consiste no seguinte: maior valor entre (i) o valor econômico; (ii) atualizado pelo IPCA; e (iii) 120% da cotação média das ações nos 90 dias.

19. Lei 6.404/1976: "Art. 118. Os acordos de acionistas, sobre a compra e venda de suas ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto, ou do poder de controle deverão ser observados pela companhia quando arquivados na sua sede" *(redação dada pela Lei n. 10.303, de 2001).*

20. Modesto Carvalhosa, *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, 2ª ed., 2003, p. 166.

21. Lei 6.404/1976: "Art. 120. A assembleia 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".

tra ofertas coercitivas; e (iii) aumentar o poder de barganha dos acionistas.[22-23]

Outro benefício de uma *poison pill* bem desenhada é o de conferir estabilidade à administração, o que é especialmente importante se a companhia tiver o controle disperso.

Ressalte-se que, por enquanto, não há dispositivo legal específico que preveja particularidades para companhias com controle disperso (ou mesmo com controle definido e mais elevado: *free float*) e não diz nada a respeito dos *poison pills*.

A Instrução n. 361/2002 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) prevê uma oferta pública para o aumento da participação do controlador, mas não faz a mesma exigência para as ofertas voluntárias de aquisição do controle via Bovespa.

A oferta hostil de aquisição de controle é um dos principais mecanismos para evitar essas perdas. Nas companhias sem controlador, a dispersão acionária reduz os incentivos de cada acionista para monitorar a administração da companhia. Companhias geridas de maneira ineficiente (negligente) ou oportunista (desleal) perdem valor de mercado, tornando-se menos atraentes para um potencial comprador. A oferta hostil elimina as perdas *ex post*, através da substituição dos administradores, bem como reduz as perdas *ex ante*, considerando que a simples ameaça de mudança de controle cria um incentivo para que os administradores sejam mais eficientes (diligentes) e leais para com os acionistas (v. arts. 153 e 155 da LSA).

O potencial interessado em adquirir o controle de determinada companhia poderá, nesta trilha, apelar diretamente aos acionistas, para que estes revoguem a *poison pill*. Isso poderá ser feito mediante anúncio nesse sentido, acompanhado de um pedido público de procuração, ou através de uma oferta condicionada à supressão da *poison pill*.

Nesse sentido, Jánszky lista estudo estatístico que demonstra que a adoção da cláusula de *poison pill* não afeta o preço das ações (Kidder Peabody, 1997) e outros três que mostram um aumento no prêmio mediante o uso do dispositivo, todos realizados pelo JPMorgan. O primeiro mostra uma elevação de 15,9% (1995), o segundo um aumento de 9,6% (1997) e o terceiro um aumento de 4% em transações acima de US$ 1 bilhão (2001).

O pesquisador e professor da Harvard Law School, Guhan Subramanian, um dos autores que mais escreveu sobre o assunto nos Estados Unidos, no preâmbulo de apresentação de excelente trabalho por ele desenvolvido, afirma que a adoção de mecanismos de defesa do controle e de manutenção da dispersão acionária são benéficos, visto trazerem um retorno positivo para os acionistas que pertencem à companhia-alvo. Isso se justifica em face do poder de barganha que o acionista passa a deter perante o ofertante sem espaço para negociação. Observe, *in verbis*:

"Among the arguments that have been put forward to support the view that takeover defenses increase shareholder returns when a company becomes a takeover target, the 'bargaining power hypothesis' is the most commonly cited argument today. Under this theory, takeover defenses allow the target to extract more in a negotiated acquisition because the bidder's no-deal

22. Teoricamente, as disposições acessórias seriam importantes para impedir que tais benefícios fossem eliminados mediante reforma estatutária.

23. Na prática, todavia, essa proteção revela-se dispensável em relação aos dois primeiros benefícios e contraproducente no caso do terceiro benefício. Nas companhias sem controlador (com capital disperso), nenhum dos acionistas tem especial interesse em suprimir a *poison pill*, pois eles serão os principais prejudicados pelo tratamento desigual ou por uma oferta coercitiva. Supondo-se que o potencial adquirente faça uma oferta de aquisição de controle da companhia condicionada à revogação da *poison pill*, os acionistas somente deliberarão nesse sentido se a maioria estiver convencida de que o preço ofertado é justo. O acionista que achar o preço baixo, por uma questão de precaução, poderá aceitar a oferta e votar contra a revogação da *poison pill*. Logo, as chances de coerção são praticamente nulas.

alternative, to make a hostile bid, is worsened."[24]

Em suma, o mercado tem aceitado as *poison pills*, como mecanismo que confere estabilidade à administração e ao controle de companhias com ações dispersas na bolsa ou com controle minoritário e que garanta a liquidez das ações.

2.3 Aspectos negativos das "poison pills"

Os argumentos desfavoráveis à adoção das *poison pills* são tão convincentes quanto os favoráveis.

Consoante Jánszky, a doutrina contrária à adoção das *poison pills* afirma que esta pressupõe que os acionistas não são capazes de tomar decisões adequadas, retirando seu direito de aceitar ou recusar uma oferta. Poderia, ainda, tal cláusula, favorecer a continuidade de uma administração ruim.

Nas companhias com controlador, o tratamento igualitário já é parcialmente assegurado pela lei, nos moldes do art. 254-A,[25] da Lei das Sociedades Anônimas, e pelo regulamento do Novo Mercado da BMF&Bovespa, sendo a proteção contra ofertas coercitivas praticamente desnecessária, em decorrência das regras aplicáveis às ofertas públicas para fins de fechamento de capital e aumento de participação societária.

Relevante salientar que das 63 companhias abertas que possuem *poison pills* em seus estatutos, 60 estão listadas no Novo Mercado da BM&FBovespa, cujo regulamento prevê *tag along* de 100% para todos os acionistas em caso de alienação de controle. Portanto, ainda que a *poison pill* seja suprimida, o tratamento igualitário será assegurado por regulamento na maioria dos casos.[26]

No tocante ao poder de barganha dos acionistas, o dispositivo legal, em verdade, restringe a possibilidade de negociação às exceções expressamente previstas no estatuto social. Na ausência de cláusula pétrea, a administração pode negociar livremente o preço e as demais condições do negócio com o possível interessado em adquirir o controle da companhia e, em seguida, convocar a assembleia geral de acionistas para revogar a *poison pill*.

A questão do alto custo da adoção dessas "pílulas de veneno" constitui uma questão relevante. Os custos mais notáveis das cláusulas pétreas atreladas às *poison pills* são: (i) o aumento dos "custos de agência", representados pelas perdas sofridas em razão da ineficiência ou oportunismo da administração, e (ii) o fato de que estas "pílulas venenosas" impedem ou podem vir a impedir a realização de negócios eficientes do ponto de vista econômico.[27]

Ademais, as barreiras impostas pela *poison pill* também podem colocar em dúvida as vantagens oferecidas pelo Novo Mercado. Afinal, nas empresas em que essas "pílulas" forem muito severas, o *tag along* pode estar fadado a nunca passar de um direito pró-forma, uma vez que as chances de aquisição do "poder de controle" estariam sempre reduzidas. Na prática, a coexistência de *poison pills* e *tag along*

24. Guhan Subramanian, *Bargaining in the Shadow of Takeover Defenses*, Cambridge, Harvard Law School, 2003, p. 4.

25. Lei 6.404, de 15.12.1976: "Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle" *(acrescentado pela Lei 10.303/2001).*

26. Além disso, das três outras companhias não listadas no Novo Mercado, apenas uma possui disposição acessória (cláusula pétrea).

27. P. ex., se a aquisição for estruturada como incorporação, terá características bastante diversas de uma aquisição de ações, em especial a forma de pagamento. Essas diferenças, evidentemente, podem tornar a incorporação menos atraente para os acionistas.

pode, inclusive, deixar uma dúvida no ar. Se a companhia for do Novo Mercado e alguém quiser comprar os 30% dos "quase controladores", o que acontece? Deve ser obrigatória a OPA prevista na *poison pill*, que pode ser muito mais cara e, até mesmo, inviável, ou a OPA do *tag along*, que tem chances de ser mais factível?

Ressalte-se que, ciente da possibilidade de esta dúvida surgir, a Bovespa se antecipou e tratou de solucionar isto. Desde setembro de 2006, vem sido incluída nos contratos assinados entre as companhias e os segmentos especiais de governança uma cláusula, segundo a qual, em caso de conflito entre as regras do estatuto social e as do Novo Mercado ou do Nível 2, prevalecem as destes últimos. Na situação descrita supra, a OPA do *tag along* sobrepor-se-ia, pois à da *poison pill*, se configurado o prejuízo aos acionistas.

Outros pontos igualmente relevantes, porque negativos, são a redução da eficiência econômica e o fato da cláusula desestimular boas ofertas pelo adquirente, afastando a possibilidade de uma operação potencialmente favorável aos acionistas. Nesse caso, Jánszky cita três estudos de Ryngaert (1986), Malatesta & Walking (1988) e Comment & Schwert (1993 e 2000) que mostram ligação entre a redução do preço das ações mediante a adoção da *poison pill*. Mais específico, o estudo de Ryngaert mostra uma queda de 2,21% nos preços no caso do anúncio ser feito durante uma oferta e 0,61% nos demais casos.

Saliente-se que o maior ponto de controvérsia no que toca a essa matéria é o art. 36 da Lei das S/A, o qual dispõe sobre a imposição de limites à circulação das ações.[28] A livre transferência de ações é característica essencial de uma companhia de capital aberto e uma das principais formas de distingui-la das sociedades limitadas, sendo, sob esse ponto de vista, perfeitamente possível fazer tal alegação. A dúvida maior é quando determinado investidor tem, por exemplo, 19,9% do capital, e a *poison pill* obriga a OPA com preços preestabelecidos para aquisições superiores a 20%. Pergunta-se: e o investidor que poderia lhe vender ações – não estaria limitado a comprar novos papéis? Não ficaria assim limitada a circulação das ações? Pode-se argumentar, no entanto, que esse impedimento ocorre apenas em uma situação específica (quando a participação a ser adquirida ultrapassa a barreira do *poison pill*) e que, em qualquer outra hipótese, o investidor estaria livre para comprar ou vender papéis na bolsa a preço de mercado.

2.4 "Poison pills": tipo A e B

Conforme estudo de Érica Gorga, há 84 companhias listadas na Bovespa sem acionista controlador majoritário, sendo que 36 destas possuem *poison pills* do tipo A, 4 do tipo B e algumas outras conjugando os tipos A e B.

A *poison pill* do tipo A tem a seguinte estrutura: o acionista que adquira quantidade equivalente ou superior a X% do capital votante deve, no prazo de Y dias contados da data de aquisição dos *papéis*, realizar OPA para a totalidade das ações. O gatilho mais usual aqui é de 20%. Já aquela do tipo B prevê que após a aquisição de X%, qualquer nova aquisição deve ser notificada à companhia e à Bovespa para que outras companhias possam oferecer um valor superior e comprar aquele novo bloco de ações (leilão). O gatilho aqui varia de 5% a 30%, sendo mais comum o gatilho de 10%.

Tanto a *poison pill* do tipo A quanto a do tipo B pode ser conjugada com as já mencionadas cláusulas pétreas, devendo ser realizada OPA pelo acionista que votou pela aprovação da retirada ou limitação da *poison pill* dirigida à totalidade das ações da companhia.

28. Lei 6.404, de 15.12.1976: "Art. 36. O estatuto da companhia fechada pode impor limitações à circulação das ações nominativas, contanto que regule minuciosamente tais limitações e não impeça a negociação, nem sujeite o acionista ao arbítrio dos órgãos de administração da companhia ou da maioria dos acionistas".

No que toca às sanções concernentes às *poison pills* do tipo A e B: tem-se que a sanção imposta pelo art. 120, LSA, de que o Conselho de Administração convocará AGE, na qual o acionista adquirente não poderá votar, para tratar da suspensão dos seus direitos, deve estar em consonância com o interesse social, sob pena de contestação judicial. Por sua vez, no que toca à sanção relacionada à cláusula pétrea, no caso de ter-se deliberado a flexibilização ou exclusão da *poison pill*, de dever realizar uma OPA, seja pelo adquirente, seja pelos outros acionistas que votaram acerca de tal matéria; esta sanção não seria válida, visto estar-se aumentando a possibilidade de criação de um feudo dos minoritários e dos administradores.

É necessária a flexibilização, pois, das *poison pills* A e B e da sanção imposta pelo art. 120, LSA. A rigidez prejudica a própria companhia, onde deve prevalecer a soberania da assembleia geral.

3. As "poison pills" no Brasil, nos Estados Unidos e na Europa

As nossas *poison pills* não correspondem às *poison pills* norte-americanas, tampouco às *takeover bids* de Londres e as *poison pills* tratadas pela Diretiva Europeia.

Nos EUA, as *poison pills* são em sua maioria configuradas como *shareholder rights plans*, cujo objetivo é diluir a participação do acionista adquirente. Lá, a decisão sobre a aplicabilidade ou não das pílulas cabe ao *Board of Directors*,[29] observadas as limitações impostas pela Corte de Delaware.

No Brasil, o que ocorre é o estabelecimento de um "gatilho" para que haja oferta pública de compra da totalidade das ações ou para que se inicie um procedimento de leilão daquele bloco de ações.

A similaridade entre a estrutura brasileira e norte-americana é o fato do efeito venenoso ser justamente o "gatilho". A *poison pill*, no Brasil, tem por objeto o "disparo" de uma oferta pública de ações obrigatória e indistintamente, pela aquisição de todas as ações da companhia, por quem – acionista ou não – adquirir certo número de ações, mediante condições definidas no estatuto social de determinada companhia.

A nossa dose de *poison pill* é "letal" no sentido de tornar desinteressante a aquisição de ações que ameaçam a posição de controle do acionista controlador e manter as ações dispersas em bolsa de valores.[30]

Nos EUA, a Corte de Delaware exige que se avalie a conformidade com o interesse social. O *Board of Directors* não pode aplicar automaticamente o *shareholder rights plan*, tendo inclusive que levar a aplicação das *poison pills* à assembleia geral, em certos casos. Na experiência brasileira, diferentemente, a aplicação é automática.

Interessante notar o entendimento oriundo da decisão da Corte Suprema de Delaware em tema referente à conduta da administração de uma companhia-alvo de aquisição hostil ao se utilizar de mecanismos defensivos, visando obstar a transferência compulsória do controle societário:

"If a defensive measure is to come within the ambit of the business judgment rule, it must be reasonable to the threat posed. This entails an analysis by the directors of the nature of the takeover bid and its effect on the corporate enterprise. Examples of such concerns may include:

29. O *board* norte-americano é um órgão societário dotado de amplos poderes de deliberação e condução das atividades da companhia, podendo até mesmo promover alterações no seu estatuto e adotar *poison pills* e outros mecanismos defensivos da noite para o dia (ao contrário do Brasil, onde à assembleia geral compete essa função).

30. Daniel Correa D'Agostini, *A Oferta Pública de Ações como Mecanismo de Proteção à Dispersão Acionária*, cit., p. 7.

inadequacy of the price offered, nature and timing of the offer, questions of illegality, the impact on 'constituencies' other than the shareholders (i.e., creditors, employees, and perhaps even the community generally), the risk of nonconsumption, and the quality of securities being offered in the Exchange."[31]

Apesar de o Conselho de Administração nos Estados Unidos – o já mencionado *Board of Directors* – ter características diferentes em relação ao direito societário brasileiro, é possível extrair conclusões convenientes da decisão citada. *A prima vista*, observa-se que a reação do Poder Judiciário diante do fenômeno afirma a regra do *Business Judgment Rule*, e o seu descumprimento superaria a esfera de poderes concedidos pela companhia, caracterizando concreto descumprimento de dever de atuação em nome da sociedade, previsto no art. 154, *caput*, da Lei n. 6.404/1976, e consequentemente induziria a responsabilidade nos termos do art. 158, II da mesma lei (Comparato e Salomão Filho, 2005, p. 251).

Segundo a Diretiva n. 25 da União Europeia, não é o Conselho de Administração que decide. Esta competência é privativa da assembleia geral, órgão que deverá ser informado pelo Conselho de Administração, tendo-se em vista o interesse da sociedade *as a whole* (como um todo) e não o(s) interesse(s) particular(es) dos administradores.

Importante contribuição a de Daniel Correa D'Agostini, quem por meio de sua brilhante monografia, expressa:

"Nos Estados Unidos, como foi visto, a *poison pill* pode ser adotada em questão de horas, sem necessidade de sua aprovação pelos acionistas. Mesmo que esse cenário não seja possível no Brasil – tendo em vista que é de competência da assembleia geral alterar ou modificar o estatuto social com maioria absoluta dos votos –, a experiência norte-americana com a *poison pill* oferece algumas linhas mestras para a empreitada que significa a sua colocação no mercado. Até hoje no Brasil nenhum potencial adquirente 'engoliu' uma *poison pill* na tentativa de consumar a oferta não solicitada da compra do bloco de controle e teve de lidar com os seus efeitos. Tudo ainda é muito elementar, sendo necessário quantificar através de uma análise numérica o impacto da adoção estatutária dos mecanismos de *poison pill* com relação à avaliação da companhia, dos padrões de governança corporativa, preço das ações e outros elementos essencialmente relevantes de análise macro e microeconômica."[32]

Pelo acima exposto, faz-se necessário que haja, no Brasil, um equilíbrio entre os princípios da jurisprudência norte-americana, da Diretiva Europeia e os princípios do *takeover panel* britânico.

4. Parecer de Orientação CVM n. 36, de 26.6.2009

Em recente Parecer, a CVM formalizou, por meio de ato administrativo consubstanciado pelo Parecer de Orientação n. 36/2009, publicado em 26 de junho de 2009, seu entendimento sobre as disposições estatutárias que impõem ônus aos acionistas que votarem favoravelmente à supressão de cláusula de proteção à dispersão acionária (as *poison pills*), facilitando sua retirada dos estatutos sociais das empresas que tenham como objetivo limitar o direito de voto e a manifesta intenção de proteger a dispersão acionária, isentando referidos acionistas de penalidades em processos administrativos sancionadores promovidos sob a tutela da CVM.

Em síntese, a autarquia não aplicará penalidade aos acionistas que votarem

31. Texto extraído da decisão da Corte Suprema de Delaware "Unocal Corp. *vs.* Mesa Petroleum Co.", 493 A.2d 946 (Del. 1985).

32. Daniel Correa D'Agostini, *A Oferta Pública de Ações como Mecanismo de Proteção à Dispersão Acionária*, cit., p. 44.

pela modificação ou supressão de cláusulas de dispersão acionária e que não realizem a consequente Oferta Pública de Aquisição de ações, na condição de obrigação acessória.

Em linhas gerais, as *poison pills* – no modelo que foram instituídas no Brasil – consistem em cláusulas estatutárias que obrigam os acionistas (ou terceiros) que adquirirem determinada quantidade de ações em circulação a realizar uma oferta pública visando à aquisição das ações de titularidade dos demais acionistas por um determinado preço, acrescido de elevado prêmio. Ocorre que, em certos estatutos, há disposições acessórias a essas cláusulas, as quais impõem um ônus aos acionistas que votarem pela supressão ou alteração de tais cláusulas, obrigando-os, para tanto, a realizar uma Oferta Pública de Aquisição das demais ações da companhia.

A CVM entende que a existência de cláusulas no estatuto que não podem ser suprimidas ou modificadas é incompatível com o previsto na legislação. De acordo com a lei societária, deve-se preservar o princípio da soberania da assembleia geral, que tem poderes para decidir sobre todos os negócios da companhia e, inclusive, para dispor de certos direitos dos acionistas, desde que observados os comandos legais.

A CVM identificou, ainda, os custos e benefícios que as *poison pills* oferecem ao mercado. Sob esse aspecto, chegou à conclusão que as *poison pills*, em sua modalidade "pétrea", são desnecessárias para o alcance dos benefícios genericamente esperados das *poison pills* convencionais, tais como a proteção contra ofertas "hostis" pela aquisição do controle e o aumento do poder de barganha dos acionistas na negociação do controle acionário. Tais cláusulas "pétreas" podem, por outro lado, aumentar significativamente os custos relativos às *poison pills*, dentre os quais a CVM destacou o impedimento de realização de negociações eficientes. Segundo o memorando subscrito pelos Diretores da CVM, o parecer reforça o direito de propriedade sobre as ações, uma vez que permite aos acionistas dispor livremente dos referidos valores com maior facilidade. As cláusulas pétreas, nesse sentido, impediriam a livre disposição dos valores mobiliários, bem como o exercício de outros direitos previstos em lei.

Ao analisar a matéria, a CVM, a meu ver, acertadamente, concluiu que a aplicação concreta dessas disposições acessórias é incompatível com diversos princípios e normas da Lei das Sociedades por Ações. O embasamento jurídico adotado pela CVM está contido no direito essencial de voto dos acionistas, conforme se infere da análise dos arts. 115,[33] 121,[34] 122, inciso I,[35] e 129, *caput* e § 1º[36] da Lei n. 6.404/1976, em que são exaradas as seguintes considerações:

(i) o *caput* do art. 115 determina que o acionista deva exercer seu direito de voto no interesse da companhia, o que seria violado pela disposição acessória, quando impõe ônus econômico ao acionista, impedindo-o de exercer seu direito ao voto nas deliberações em que se decidem a alteração ou supressão das cláusulas de disper-

33. Lei 6.404/1976: "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, 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 n. 10.303, de 2001)*.

34. "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."

35. "Art. 122. Compete privativamente à assembleia geral: I – reformar o estatuto social" *(redação dada pela Lei n. 10.303, de 2001)*.

36. "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 quórum exigido para certas deliberações, desde que especifique as matérias."

são acionária no interesse da própria companhia;

(ii) o art. 121 determina que a assembleia geral de acionistas é soberana para deliberar sobre todos os negócios relativos ao objeto social da companhia, soberania essa que estaria sendo limitada pela disposição acessória que impõe um ônus significativo aos acionistas que votarem aprovando a supressão ou alteração das *poison pills*;

(iii) o art. 122, inciso I, outorga poderes à assembleia geral de acionistas para alterar o estatuto social, sempre que o interesse social assim o exigir, conflitando com as referidas disposições acessórias, que tem por objetivo tornar praticamente imutável as *poison pills*;

(iii) o art. 129, § 1º, veda à companhia aberta aumentar o quórum previsto em lei para deliberações da assembleia geral de acionistas (o que somente é permitido para as companhias fechadas), contrariando a disposição acessória, que indiretamente eleva esse *quórum*, ao exigir unanimidade, ou quase unanimidade, para que a "*poison pill*" possa ser suprimida.

Tendo em vista que a disposição acessória classificada como "cláusula pétrea" não se harmoniza com a legislação societária em vigor, pelos motivos acima expostos, o Parecer de Orientação esclareceu que a CVM não aplicaria penalidades, em processos administrativos sancionadores, aos acionistas que votarem pela supressão ou alteração da *poison pill* contida no estatuto social, ainda que não realizem a oferta pública prevista na referida disposição acessória.

5. Diretivas da Comunidade Europeia

A "Diretiva" é um instrumento jurídico presente no direito comunitário europeu que propõe um objetivo comum a ser alcançado por todos os Estados-membros, deixando, no entanto, a estes a decisão sobre o modo e a forma de atingi-lo através de sua legislação nacional. Assim, pode-se pôr em prática um dos princípios básicos da União Europeia: o da aplicação subsidiária do direito comunitário. A União Europeia só deve legislar quando os objetivos definidos não podem ser realizados de maneira suficiente pelos Estados-membros isoladamente e, desta forma, seriam mais facilmente alcançados no nível comunitário. A ideia original da Comissão Europeia era obter a aplicação de regras homogêneas no bloco europeu em matéria de defesa face a uma Oferta Pública de Aquisição de ações buscando o pleno desenvolvimento do mercado. No entanto, no meio de questões políticas, o consenso só foi obtido através das opções previstas nas Cláusulas 9, 11 e 13 da Diretiva, que deixam à discricionariedade dos Estados-membros a regulamentação sobre o uso desses mecanismos de defesa.

O art. 9º da Diretiva determina o princípio de que toda medida de defesa utilizada durante um período de oferta – que vai desde quando a sociedade recebe as informações sobre a proposta até o momento em que esta se torna pública ou caduca – deverá ser antes aprovada por uma assembleia extraordinária de acionistas, especialmente convocada nesse período. Da mesma forma, todas as decisões dos órgãos sociais tomadas antes do período da oferta, ainda não totalmente executadas e com potencial para ocasionar o fracasso da aquisição, ficam suspensas e devem ser objeto de uma aprovação ou confirmação pela assembleia de acionistas.

O art. 11º, por sua vez, prevê a neutralização das restrições. Com isso, toda e qualquer restrição à transferência de ações não possui eficácia durante o período de aceitação da oferta, até que a assembleia extraordinária de acionistas decida sobre sua aplicabilidade ou não.

No que toca à Diretiva da Comissão Europeia (CE) n. 13, pode-se afirmar que representou esta o capítulo final de um processo iniciado em 2001 e que buscava

eliminar a maior parte dos dispositivos de defesa existentes. Como a maioria dos países apresentou forte rejeição a essa proposta, a Comissão Europeia permitiu que a proibição de tais mecanismos deixasse de ser obrigatória e fosse passada à condição facultativa. Dentre as regras que a diretiva oferecia para tornar os mercados menos protecionistas, a que ficou conhecida como *break-through rule*, foi a mais rejeitada: previa esta que, se um ofertante chegasse a reunir 90% das ações da companhia-alvo, os minoritários não poderiam vetar tal operação.

Através da Diretiva 2004/25/CE sobre Aquisições Hostis, que em 21.4.2004 foi promulgada, em conjunto, pelo Parlamento Europeu e pelo Conselho Europeu, foi regulamentada a Oferta Pública de Aquisição de ações (OPA). A finalidade dessa Diretriz foi, essencialmente, a facilitação de operações de reestruturação e consolidação dentro da União Europeia, como forma de aumentar a competitividade das companhias europeias. Tudo visando à proposta de eliminação dos mecanismos de proteção contra aquisições hostis, rejeitando o protecionismo por parte de Estados-membros, impedindo o consenso e tornando algumas regras opcionais.

As principais regras propostas por essa Diretiva foram:

1. *Cláusula de neutralidade*: ratifica a necessidade de aprovação dos acionistas para o Conselho de Administração adotar qualquer medida com o objetivo de frustrar uma oferta;

2. *Cláusula de "breakthrough"*: configura a invalidação de acordos entre os acionistas e a companhia-alvo, e cláusulas do estatuto social da companhia-alvo que tenham a finalidade de frustrar aquisições hostis; e

3. *Exceção de reciprocidade*: as cláusulas de neutralidade e de *breakthrough* teriam efeito somente se o adquirente também estivesse sujeito a estas regras.

Importante ressaltar a Diretiva n. 25 da CE a qual dispõe que não é o Conselho de Administração que decide: somente tem essa competência a assembleia geral, que será informada pelo Conselho de Administração tendo em vista o interesse social, e não o(s) interesse(s) particular(es) dos administradores.

6. Mecanismos de defesa concernentes às "poison pills"

Consolidou-se, com mais vigor nas décadas de 70 e 80 do século passado, no modelo norte-americano, uma série de estratégias e medidas de defesa sempre com nomes exóticos e até mesmo lúdicos a fim de, sobretudo, obrigar uma melhor negociação do preço de venda das ações para os acionistas.

Elucidar-se-á, aqui, mais pormenorizadamente tais mecanismos que visam impedir as aquisições hostis de controle:

1. *White knights (Cavaleiro do bem/ cavaleiro branco)*: trata-se de uma medida adotada pela administração da companhia-alvo que consiste em procurar um investidor amigável que esteja interessado em defendê-la de uma aquisição hostil, e propenso a formular uma OPA de controle concorrente. O investidor formula outra OPA com a qual a administração da companhia-alvo trabalhará no convencimento dos seus acionistas. Em geral, é considerada uma das táticas de defesa mais usada para combater ofertas públicas de ações. Por meio desse mecanismo, estabelece-se um bloco de defesa com a venda de ações.

2. *Share Purchase Right Plans (Plano de Direito de Aquisição de Ações)*: mecanismo por meio do qual, no caso de uma aquisição hostil, a companhia emite bônus de subscrição aos seus acionistas (exceto ao adquirente) que os possibilitam adquirir ações da firma a um baixo custo, com o objetivo de diluir a participação acionária do pretenso novo controlador. Tais bônus de subscrição podem ser resgatados pela

companhia, no caso de deliberação favorável do Conselho de Administração.[37]

3. *Pac Man (Come-come – característico do vídeo game)*: trata-se de uma operação defensiva segundo a qual a companhia-alvo começa a adquirir ações de companhia que seja sua potencial compradora, visando a inverter a situação, intentando a aquisição hostil da potencial compradora. No Brasil, esse tipo de operação teria como reforço disposições da lei voltadas às participações recíprocas, que as vedam acima de determinados limites (v. art. 244 da Lei n. 6.404/1976[38]). A companhia-alvo, assim, "vira o jogo" e tentar adquirir a empresa que havia lhe feito a oferta de aquisição hostil, constituindo, pois, uma contraoferta de uma tomada de controle.

4. *Shark-repellent (Repelente de tubarão)*: medidas tomadas pela administração da companhia-alvo ou cláusulas contratuais que na mesma linha das *poison pills* inviabilizam as aquisições hostis. Um exemplo é a inserção de dispositivos nos contratos de trabalho celebrados com os administradores da companhia (membros do Conselho de Administração e da Diretoria), que garantam a esses pesadas indenizações, no caso de rescisões de seus contratos após uma aquisição hostil (*golden parachute* – listado abaixo), o que torna precário o poder de controle de um proponente comprador da companhia-alvo, uma vez consumada a transação. Exemplos de *shark repellents* mais comuns são as disposições estatutárias que conferem mandatos alternados aos membros de conselho de administração – *staggered board* (restringindo, pois, o poder de atuação do adquirente hostil, via nomeações de novos membros) ou requerem um *quórum* qualificado (2/3 ou 3/4 de votos, por exemplo), para deliberação em assembleia geral de acionistas, quando a matéria for concernente a uma Oferta Pública de Ações de controle, o que requer uma adesão substancial de acionistas à oferta.

Deve-se ter em mente, ainda, que a estrutura prática dos mecanismos de defesa, chamados de *shark repellents*, na qual a *poison pill* consiste em apenas uma das espécies, são diferentes nos sistemas jurídicos internacionais. No Brasil o que as companhias elegeram como a atitude mais adequada ao objetivo de manutenção do poder de controle e da dispersão acionária foi disparar a obrigação de realizar oferta pública de ações, muito diferente do que ocorreu nos Estados Unidos, país pioneiro no assunto.

5. *Golden Parachute (Paraquedas dourado)*: contratos firmados entre a companhia e seus administradores as quais estabelecem multas elevadas no caso de mudança do controle acionário. Segundo Jensen, esse dispositivo serve como salvaguarda para que gestores atuem no melhor interesse dos acionistas em um processo de aquisição de controle, uma vez que podem endurecer a negociação e aumentar os prêmios.[39]

6. *Obrigatoriedade de realização de oferta pública*: cláusula estatutária que obriga o acionista que atingir determinada participação no capital social da empresa a realizar uma Oferta Pública de Aquisição de ações – OPA – à totalidade dos demais acionistas.

7. *Scorched-earth policy (Política da terra arrasada)*: medida adotada pela ad-

37. Segundo Spercel (2006), 260 das 500 empresas que integram o índice Standard & Poor's adotam a *poison pill* do tipo *Share Purchase Right Plans*, sendo esse o tipo de dispositivo mais popular entre os adotados por companhias americanas. Desse modo, atribui-se ao Conselho de Administração a prerrogativa de aceitar ou não os termos da eventual aquisição.

38. Lei 6.404, de 15.12.1976: "Art. 244. É vedada a participação recíproca entre a companhia e suas coligadas ou controladas".

39. Em que pese a opinião do autor, segundo Spercel (2006), esse mecanismo pode não ser benéfico à companhia, pois pode incentivar os administradores a seguirem adiante com a alteração do controle, notadamente se estiverem em fase final de carreira.

ministração da companhia-alvo que compreende a venda da principal linha de negócios da companhia-alvo ou a venda dos seus principais ativos (*crown jewels*) ou o planejamento do vencimento antecipado de todas as suas dívidas. Esse tipo de estratégia, no Brasil, esbarraria em disposições de lei, voltadas ao controle dos atos praticados pelos administradores (deveres e responsabilidades, disciplinados pelos arts. 153 a 160 da Lei n. 6.404/1976).

8. *Limitação ao direito de voto*: cláusula que limita o direito de voto dos acionistas a um determinado percentual estabelecido no estatuto social da companhia, ainda que tais acionistas possuam participação acionária superior a esse limite.

9. *Mão morta*: cláusula que impede a remoção de uma determinada *poison pill*, mesmo quando os acionistas da companhia-alvo aprovam a aquisição. O mecanismo prevê que apenas os conselheiros que originalmente instituíram o dispositivo de defesa, possam retirá-la, impedindo que novos conselheiros possam interferir.

10. *Anti-freezeout provision*: mecanismo para impedir que em uma incorporação, posterior a uma aquisição de controle, os acionistas minoritários recebam ações da incorporadora com uma relação de troca desfavorável ou o reembolso do valor de suas ações por um preço inferior ao pago na aquisição do controle. Os estatutos sociais preveem que operações de incorporação sejam aprovadas em assembleia geral de acionistas com quórum qualificado (segundo Spercel, entre 2/3 e 95% dos acionistas). No caso brasileiro, a legislação já exige a realização de OPA aos demais acionistas, quando da alienação do controle, no valor de, no mínimo, 80% do preço pago na aquisição (*tag along*). Para as companhias listadas no Novo Mercado esse percentual é de 100%.

11. *Vencimento antecipado de dívidas e contratos relevantes*: prática que consiste na antecipação de dívidas e assinatura de contratos com altas multas rescisórias, no caso de haver alteração do controle acionário.

12. *Classified board*: dispositivos estatutários que criam classes distintas no Conselho de Administração, de modo que cada classe tem vencimento de mandato em Assembleias Gerais Ordinárias diferentes. Desse modo, caso algum acionista atinja participação que lhe possibilite eleger a maioria dos conselheiros, será obrigado a esperar, no mínimo, duas Assembleias Gerais Ordinárias para controlar a gestão da firma, no caso do Conselho de Administração ser dividido em três classes. Tais dispositivos possuem mecanismos que impossibilitam o novo controlador alterar o estatuto social, de sorte a extinguir tais classes ou aumentar o número de conselheiros.

13. *Greenmail*: prática em que a própria companhia recompra ações dos seus acionistas, com prêmio, de modo a impossibilitar a alteração do controle acionário. Conforme Spercel, essa medida é proibida por lei em alguns estados norte-americanos, por caracterizar o uso indevido de recursos da companhia.

14. *Pílula de Jonestown*: a companhia-alvo envereda por atividades que podem destruí-la ao invés de tentar impedir a aquisição, chegando a vender seus ativos mais atraentes e contrair grande volume de dívidas. É uma versão extrema da *poison pill* e seu nome remete ao famoso suicídio em massa cometido na Guiana, pelos seguidores do fanático religioso Jim Jones.

15. *Lobster trap (Armadilha de lagostas)*: previsão que impede qualquer investidor com mais de 10% em títulos conversíveis (*v.g.*, debêntures e ações preferenciais) de transformá-los em ações com direito a voto.

16. *Macaroni defense (Defesa macarrão)*: a companhia emite um grande número de bônus com uma cláusula que obriga o seu resgate a um preço altíssimo em caso de aquisição. Tem essa denominação pelo fato de que, em caso de perigo, o preço de

resgate dos títulos expandir-se feito massa (macarrão) instantânea em água fervendo!

17. *Chastity Bond (Bônus de castidade)*: semelhante à defesa macarrão, acima explicitada: a manobra prevê que a "maturidade" de um título seja ativada antecipadamente em casos de tomada de controle.

18. *Aquisições defensivas*: aquisição de ativos pela companhia ou ingresso em determinados ramos de atividade, em que o eventual adquirente é impedido de atuar pela legislação vigente.

Ressalte-se que uma vez colocados em prática, tais dispositivos tornam mais caras as operações de tomada hostil, isto é, não necessariamente impedem as operações, mas forçam os compradores a oferecer mais dinheiro aos acionistas, ou a negociar a compra. De toda a sorte, depois de efetuada a operação, os acionistas costumam contabilizar um bom ganho (leia-se: lucro).

Da mesma forma que os tribunais americanos – notadamente a *Court of Chancery* – definiram o que seria legal ou ilegal como instrumento de defesa em uma tomada hostil, delineou-se muito do que é aplicado corriqueiramente pelos especialistas em finanças empresariais. Em um caso clássico e muito estudado nas faculdades de Direito nos Estados Unidos, a referida Corte decidiu que, se há mais de um possível adquirente para a compra das ações de uma empresa, as negociações não podem ser terminadas até que se chegue à maior oferta. Caso contrário, os administradores podem estar descumprindo seus deveres fiduciários em relação aos acionistas da empresa. Foi este o caso da disputa pelo controle da Revlon, em que os acionistas aceitaram uma oferta que não era a maior, trancando a operação.

7. Novas modalidades de "poison pills"

Oferece-se um panorama bem geral e conciso das mesmas:

Chewable pill: é uma modalidade de *poison pill* não aplicável caso a oferta seja em dinheiro, envolva todas as ações em circulação e inclua um prêmio de X%. Seu maior empecilho é o fato de retirar a decisão do Conselho de Administração e correr-se o risco do prêmio preestabelecido mostrar-se ser inadequado.

Chewable pill genérica: é bastante similar à *Chewable pill*, porém contêm condições menos específicas, sendo de pouca utilidade prática.

Shareholder referendum pill: o resgate da *poison pill* é submetido à votação dos acionistas, caso a oferta atenda a certas condições (compra de todas as ações em circulação, por exemplo), mas o procedimento cria muitos impedimentos ao adquirente.

8. "Leading cases" envolvendo "poison pills"

8.1 Aquisição do controle da Mannesman pela Vodafone

Este é um dos casos mais emblemáticos da história.

Em 13 de novembro de 1999, a então maior operadora de telefonia celular do mundo, a britânica Vodafone, apresentou uma oferta pela aquisição do controle da alemã Mannesmann, que, além de atuar em telecomunicações, contava com uma divisão de engenharia e mecânica pesada (cujos ativos já faziam parte de uma política de desmobilização que viria a culminar na concentração dos negócios da companhia no setor de telefonia). A oferta propunha uma troca de ações, na proporção de 43,7 papéis da Vodafone para cada ação da Mannesmann. A proposta foi rejeitada de imediato pelos principais executivos da Mannesmann, que a classificaram como "extremamente desinteressante para os acionistas", já que as condições de preço oferecidas eram inferiores ao valor de mercado atribuído aos papéis. Além disso, eles

declararam que a operação não era sólida estrategicamente devido às diferenças de estrutura e perspectivas de crescimento econômico muito distintas entre as duas companhias. Seis dias depois, o Conselho de Administração referendou os argumentos apresentados e confirmou oficialmente a rejeição à oferta. Na sequência, a Vodafone melhorou as condições de preço, alterando a relação de troca para 53,7 ações da Vodafone para cada ação da Mannesmann. A alemã respondeu partindo para o ataque. No intuito de ganhar participação no mercado britânico, do qual a Vodafone detinha 35%, colocou uma oferta pela Orange, cuja participação naquele mesmo mercado era de 17%. Para arrematar a concorrente de sua potencial compradora, a Mannesmann aceitou pagar um prêmio de 17%. A medida levou a uma queda de 8% em suas ações e não afetou a determinação da Vodafone em prosseguir com sua oferta. Dias depois, uma manifestação foi realizada no sindicato dos metalúrgicos para angariar aliados. Os empregados da companhia alemã saíram de lá com uma campanha baseada no slogan "*Abaixo a oferta hostil: Mannesmann não está à venda*". O principal instrumento encontrado pelos trabalhadores para provar sua determinação foi a adoção de mini-greves de dez minutos que corriam alternadamente em diferentes unidades produtivas da empresa. Enquanto os trabalhadores ganhavam a mídia, os executivos da Mannesmann movimentavam suas estruturas de relações públicas para conquistar aliados e outros formadores de opinião. Comunicados foram dirigidos aos acionistas e à comunidade de investidores salientando os riscos que a oferta trazia para a estratégia de longo prazo da companhia e, consequentemente, para a valorização de seus papéis. Campanhas de defesa da soberania alemã circularam na tentativa de recolher assinaturas de oposição à oferta e ganharam a pauta política. Grandes debates públicos envolvendo figuras políticas culminaram na declaração do chanceler Gerhard Schröder de que "*as ofertas hostis prejudicavam a cultura corporativa e subestimavam as virtudes da gestão da companhia-alvo*". A mídia britânica respondeu de imediato, classificando a postura alemã de nacionalista e protecionista, lembrando ao mercado que a própria Mannesmann havia recentemente adquirido o controle da britânica Orange. A Vodafone optou por uma linha mais sutil e colocou a propaganda a serviço de sua imagem de bom empregador e de empresa socialmente responsável. Para complementá-la, seu presidente fez publicar em todos os jornais diários de grande circulação na Alemanha uma carta aberta aos funcionários da Mannesmann assumindo o compromisso de que a fusão entre as duas companhias não representaria cortes nos postos de trabalho, que os funcionários alemães continuariam a ter representação no conselho de administração e que a concentração nas atividades de telecomunicações aconteceria de qualquer maneira, visto que a Mannesmann já tinha uma política de desmobilização dos outros ativos em curso.

Pressentindo que seria derrotada na batalha travada na mídia, a Mannesmann apelou como podia, recorrendo a manobras jurídicas. Primeiramente, entrou com uma ação para impedir que o banco Goldman Sachs atuasse como assessor da Vodafone na oferta, alegando conflito de interesses, visto que o banco já havia prestado serviços para a alemã anteriormente. O resultado só piorou a situação da empresa alemã, quando o juiz do caso indeferiu o pedido e classificou a iniciativa como "inaceitável e totalmente descabida". O processo de desmobilização de ativos da divisão de mecânica pesada foi acelerado, apostando que o impacto dessa medida sobre o preço das ações da companhia afetaria a oferta a ponto de inviabilizá-la. Mais uma medida sem efeito, pois a Vodafone não apenas não desistiu da oferta como também apresentou uma nova e irrevogável proposta de preço: 58,96 ações. Diante do quadro, o presidente do conselho da Mannesmann optou por mudar de lado e recomendou a operação

aos acionistas. O negócio foi selado em fevereiro de 2000, após negociações finais realizadas numa reunião de conselho que durou 11 horas. A Vodafone desembolsou 112 bilhões de libras em ações para adquirir a concorrente. Para atender às leis de defesa da concorrência britânicas, a nova gigante teve de se desfazer da Orange, adquirida pela Mannesmann menos de 12 meses antes. O CEO da Vodafone assumiu o comando da nova empresa, a Vodafone AirTouch, e o presidente do conselho da Mannesmann, Klaus Esser, atuou como diretor executivo para facilitar o processo de transição.

8.2 Aquisição da Perdigão pela Sadia

Como é publicamente sabido, essa operação não foi efetivada.

O Presidente Executivo da Perdigão declarou tratar-se a aproximação da Sadia à Perdigão uma aproximação hostil. Os Conselheiros e Executivos da Perdigão, visando desqualificar a proposta apresentada, afirmaram que o art. 37 do estatuto social da companhia (utilizado pela Sadia como parâmetro para a definição do preço oferecido) não era aplicável ao caso, visto que a concorrente ainda não era acionista. Esse dispositivo – criado para evitar reconcentração de controle – a *poison pill* – determinava que fosse feita uma Oferta Pública de Aquisição de ações (OPA) para até 100% dos papéis por aquele que alcançar 20% ou mais do total de ações e estabelecia um prêmio para essa oferta baseado na maior entre três hipóteses de preço.

No entender da Perdigão, o parâmetro utilizado pela Sadia só seria válido para uma segunda OPA, pois a titularidade de 20% das ações seria uma precondição para que o art. 37 se aplicasse. O conflito todo girou acerca da seguinte questão: foi a *pílula de veneno* assim tão forte a ponto de condicionar a aquisição de controle à realização de duas ofertas públicas de ações (uma por haver-se tornado acionista e outra por haver extrapolado o percentual previsto na pílula)?

Segundo os especialistas que participaram ativamente desse caso concreto, a resposta mais provável era "não". E por três motivos. Em primeiro lugar, porque não está descrita em lugar algum a premissa de que a referência de preço definida no art. 37 valeria somente quando o comprador interessado já fosse acionista ou tivesse realizado uma primeira OPA. O mesmo se dá em relação ao estatuto social da Perdigão, nem na Lei das S/A e tampouco na Instrução 361 da CVM, que regula as ofertas públicas voluntárias. Em segundo, porque o art. 44 do estatuto social da Perdigão faculta a formulação de uma única OPA para aquisição de ações da companhia, desde que os procedimentos sejam compatíveis. E nesse caso eram, pois dispensavam registro na CVM e, a princípio, não continham elementos que pudessem prejudicar o interesse dos acionistas. E, por último, porque o art. 257 da Lei das S/A autoriza a aquisição de 100% do capital de uma companhia por meio de uma oferta pública sem fazer qualquer referência à obrigatoriedade de que o comprador em questão já detenha ações da companhia.

As *poison pills* foram, assim, a grande arma da administração para se defender de tomadas hostis de controle. O assunto foi amplamente discutido mundo afora e, por ser considerado tão sério, foi tratado com rigor pela Comunidade Europeia em uma de suas mais recentes diretivas. A discussão abordou o fato de que se a *poison pill* fosse venenosa demais, ela poderia deixar os administradores confortáveis em sua posição, mas, por outro lado, minimizaria as chances de que os acionistas recebessem boas ofertas para vender suas respectivas participações societárias (ações). Ao fazer a sua interpretação sobre o art. 37 do estatuto sem nenhum subsídio da lei ou da regulamentação, a Perdigão poderia ter tentado turbinar de última hora uma *poison pill* que, em sua redação original, parecia muito menos poderosa.

Toda a discussão sobre o art. 37 do estatuto, contudo, não teve influência prática sobre o resultado final. A operação já estava predestinada a não se concretizar porque a Sadia só tinha interesse na oferta se fosse para comprar mais de 50% do capital – e, para um grupo de acionistas que compunham 55,38% do capital, o preço oferecido destoava muito do que seria o justo. Nesse grupo estavam os sete fundos de pensão que formavam o bloco de controle da Perdigão antes da pulverização do capital e da entrada no Novo Mercado em março – e que detinham 48,3% do seu capital social. O fato relevante divulgado para informar ao mercado a recusa da oferta (determinada em reunião prévia do conselho de administração pelos fundos que são signatários de um acordo de voto) afirmava que "o preço de R$ 27,88 por ação não atendia às expectativas dos acionistas".[40] O desconforto dos acionistas da Perdigão ficou ainda maior quando a Sadia, diante da primeira recusa, apresentou uma contraproposta que elevava o valor inicial em apenas 4%. Mas, vista de outra perspectiva, a oferta implicaria o desembolso do equivalente ao valor de mercado total da própria Sadia (R$ 3,9 bilhões) – que tem mais fábricas,[41] maior receita bruta[42] e maior lucro líquido[43] que a Perdigão. Segundo o advogado da Sadia, "sua cliente tinha o seu número: a precificação não superaria seu próprio valor de mercado".[44]

40. No dia anterior ao anúncio da oferta, 16.7.2006, a cotação das ações havia fechado em R$ 23,00. A avaliação feita pelos acionistas encontrava respaldo no mercado. Mas o mercado (corretoras e *asset managements*) fixava o preço justo entre R$ 33,00 e R$ 37,00, levando em conta o fato de a empresa haver crescido a um ritmo médio de 14% ao ano e a estratégia de expansão ter sido calcada em aquisições e na abertura de novas plantas industriais.

41. Sadia: 16 fábricas e Perdigão: 13.

42. Sadia: US$ 3,39 bilhões e Perdigão: US$ 2,32 bilhões (em 2005).

43. Sadia: US$ 205 milhões e Perdigão: US$ 118,3 milhões (também em 2005).

44. Camila Guimarães Hessel, "Adversários de primeira viagem", Revista *Capital Aberto*, agosto/2006.

Cumpre salientar que o modo como os gestores da Perdigão conduziram a oferta colocada pela Sadia alertou o mercado do real estágio de evolução das *corporations* brasileiras e trouxe à baila um conceito que não estava exatamente claro, o do controle difuso – ou seja, quando o controle existe, mesmo na ausência de um acionista ou bloco que detenha a maioria absoluta do capital social. Na hipótese de "controle difuso", portanto, a existência de um acordo de votos (como o firmado pelos fundos que eram os antigos controladores da Perdição) coloca a companhia na mesma condição das tantas outras que têm controle definido.

No caso da Perdigão, onde o presidente do conselho era o principal executivo da WEG Participações, que detinha 5,4% das ações do frigorífico –, as discussões sobre os conflitos entre administradores e acionistas poderiam parecer pouco importantes.

Contudo, a oferta hostil pelo controle da Perdigão não deixou de ser uma primeira referência de como tende a ser o comportamento de nossos conselheiros e diretores em situações semelhantes. E se tornou um exemplo que pode servir de precedente para casos em que o controle esteja efetivamente pulverizado.

8.3 Aquisição do controle da Medial pela Amil

A Amil adquiriu de forma direta e indireta ações representativas de cerca de 52% (cinquenta e dois por cento) do capital social da Medial detidas pelos seus então controladores e realizou OPA. O objetivo foi cumprir o art. 254-A da Lei n. 6.404/1976 (*tag along*), a Instrução n. 361/2002 da CVM, o regulamento do Novo Mercado e o estatuto da Medial, garantindo aos acionistas minoritários da empresa o mesmo preço por ação pago aos controladores. Contudo, o estatuto da Medial possui cláusula de proteção da dispersão acionária. Se aplicado nessa operação, o

dispositivo obrigaria a Amil, adquirente de mais de 20% do capital, a realizar outra OPA para comprar as ações de emissão da companhia detidas pelos minoritários por um preço completamente diferente e, eventualmente, maior do que aquele pago aos controladores.

Este caso abriu um importante precedente, principalmente após a divulgação do Parecer de Orientação n. 36/2009 da CVM: a necessidade de revisão dos estatutos das companhias que abriram seu capital recentemente, os quais dispõem de cláusulas de *poison pill* incompatíveis com operações normais/padrões de mercado.

8.4 Oferta da indiana Mittal Steel pela Arcelor

Tal negociação reacendeu temores e levou o ministro das finanças francês a submeter ao Parlamento francês uma proposta de emenda à lei de fusões e aquisições que permita às companhias do país a adoção de instrumentos de defesa conhecidos justamente como *poison pills*. Em linha com a diretiva da Comissão Europeia (EC), a medida determina que, diante de uma oferta hostil ou na iminência dela, a companhia-alvo possa emitir títulos conversíveis em ações a um preço com desconto para os atuais acionistas, de modo a ampliar o seu capital. No entendimento dos reguladores, a manobra tornaria a compra mais cara e encorajaria negociações amigáveis.

9. Conclusão

O mercado (e assim também o faço) tem aceitado as *poison pills* como mecanismo que confere estabilidade à administração e ao controle de companhias com ações dispersas na bolsa ou com controle minoritário e que garanta a liquidez das ações.

Não acredito que as *poison pills* sejam, por definição, nocivas ao mercado. Entendo, porém, que a mediação regulatória é mais do que bem-vinda nesse novo contexto. Nesse sentido, penso que as *poison pills* poderiam ensejar um modelo mais eficiente de evolução na economia.

Nesse contexto de capital pulverizado e disperso em alto grau no mercado, realmente acredita-se que a *poison pill* está sendo adotada como forma de garantir a sobrevivência desse ambiente de dispersão, jogando a favor dos demais acionistas. Vale dizer: constando no estatuto social, essa cláusula permite que qualquer oferta de aquisição de controle da companhia seja feita em pé de igualdade com todos os acionistas, sem prejuízo do eventual direito de *tag along* a que farão jus.

No que toca às cláusulas "pétreas", manifesto expressamente minha oposição, tendo em vista que estas aumentam significativamente os custos relativos às *poison pills*, dentre os quais a CVM destacou o impedimento de realização de negociações eficientes e da livre disposição dos valores mobiliários, bem como o exercício de outros direitos previstos em lei.

Economicamente, contudo, e vendo-a num panorama geral, simpatizo com a ousadia da *poison pill*, a qual se apresenta como uma construção jurídica eficiente que incide diretamente sobre a avaliação da companhia, no preço de suas ações, na sua capacidade de movimentar recursos financeiros e moldar a ordem econômico-social aumentando o lucro ou proferindo golpes que gerem imediatos prejuízos aos acionistas e à coletividade social.

No plano político, busca-se esperar respostas do Congresso Nacional e dos órgãos competentes da administração direta e indireta do Poder Executivo com respeito às inovações na ordem jurídica, através de leis ordinárias, complementares, medidas provisórias ou regulamentos administrativos. Não se pode olvidar a magnitude e a envergadura que o poder de controle e a propagação de seus efeitos produzem sobre a realidade jurídica, econômica e política, de tal sorte, como nos aponta Lamy Filho, que o "poder empresarial, sob pena de ameaçar a

sociedade dentro da qual vive e para a qual vive, deva ser disciplinado e balizado pelo interesse público de que participa".

Como a *poison pill* mantém estreita relação com o poder de controle, limitando-o ou propagando-o, entendo não ser diferente o seu tratamento perante o Direito.

10. Bibliografia

BAINBRIDGE, Stephen M. (2009). *Mergers and Acquisitions*. 2ª ed. Foundation Press.

CARVALHOSA, Modesto (1978). *Oferta Pública de Aquisição de Ações*. São Paulo, Gráfica Cairu.

_____ (2003). *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 2ª ed. São Paulo, Saraiva.

CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de, e ARAGÃO, Leandro Santos de (coords.) (2009). *Direito Societário: Desafios Atuais*. São Paulo, Quartier Latin.

D'AGOSTINI, Daniel Correa (2007). *A Oferta Pública de Ações como Mecanismo de Proteção à Dispersão Acionária: a Realidade Brasileira da "Poison Pill"*. Monografia, São Paulo, PUC/SP.

GILSON, Ronald (2004). *The Poison Pill in Japan: the Missing Infrastructure*. New York, Columbia University Law School.

HESSEL, Camila Guimarães (maio/2006). "Nas entrelinhas". Revista *Capital Aberto*. São Paulo, pp. 20-22.

_____ (agosto/2006). "Adversários de primeira viagem". Revista *Capital Aberto*. São Paulo, pp. 8-12.

_____ (setembro/2006). "A arte da guerra". Revista *Capital Aberto*. São Paulo, pp. 16-20.

_____ (dezembro/2006). "Pílulas do mal?". Revista *Capital Aberto*. São Paulo, pp. 26-29.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC (2009). *Mecanismos de Defesa à Tomada de Controle*. Série Carta Diretriz n. 2. São Paulo, IBGC.

LACHINI, Luciano Del Caro (maio/2005). "Veneno para comprador". Revista *Capital Aberto*, pp. 14-18.

LAMY FILHO, Alfredo (2007). "O acionista controlador na nova Lei de S/A". In *Temas de S/A*. Rio de Janeiro, Renovar.

MARTINS, Fran (1978). *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas: Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. vol. 3. Rio de Janeiro, Forense.

MERRIAM (1996). *Webster's Dictionary of Law*. EUA.

MONTEIRO, Marco Antonio Papera (junho/2008). *Um Estudo sobre a Utilização de "Poison Pills" no Brasil*. Dissertação de Mestrado em Economia Empresarial. Rio de Janeiro, Universidade Cândido Mendes, 80 f. Disponível em *http://www.cvm.gov.br/port/infos/Dissertação%20Poison%20Pills.pdf*. Acesso 6.8.2008.

SALOMÃO FILHO, Calixto (2002). *O Novo Direito Societário*. 2ª ed. São Paulo, Malheiros Editores.

_____, e COMPARATO, Fábio Konder (2005). *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 4ª ed. Rio de Janeiro, Forense.

SCHAYER, Fernando (outubro/2006). "Controle minoritário e *poison pills*". Revista *Capital Aberto*, pp. 56-57.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da (abril/2006). "Governança corporativa". Revista *Capital Aberto*, pp. 62-63.

SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira (12.5.2008). *Pílulas Venenosas*. Disponível em *http://www.acionista.com.br/mercado/artigos_mercado/120508_carlos_junqueira.htm*. Acesso 4.8.2010.

VEIGA, Marcelo Godke (fevereiro/2006). "Segundo passo". Revista *Capital Aberto*.

VIEIRA, Jorge, MARTINS, Eliseu, e FÁVERO, Luis Paulo Lopes (maio-agosto/2009). "*Poison Pills* no Brasil: um estudo exploratório". *Revista Contabilidade & Finanças*, vol. 20, n. 50, São Paulo, USP, pp. 6-24.