

Espaço Discente

A POISON PILL BRASILEIRA: PROTEÇÃO DA DISPERSÃO ACIONÁRIA OU REFORÇO DO PODER DE CONTROLE?¹

LEANDRO VILARINHO BORGES

LUCAS PETRI BERNARDES

MARCELO TADEU COMETTI

WILSON NAKAYAMA

1. Introdução. 2. A "poison pill" brasileira. 3. Cláusula pétrea. 4. A pesquisa realizada. 5. Conclusão. 6. Bibliografia. Anexo.

1. Introdução

O desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro faz surgir uma série de questões que precisam ser tratadas pelo Direito. Diante do desafio, muitas vezes olhamos para os mercados mais maduros em busca de experiências que possam ser aproveitadas no país, nas suas formas originais ou mediante adaptações.

Sem sombra de dúvidas, e por inúmeras razões, os Estados Unidos da América constituem uma das principais fontes de inspiração, vindo daquele país as chamadas *poison pills*, recentemente em debate na doutrina e sob o escrutínio da Comissão de Valores Mobiliários.

1. Trabalho apresentado no Curso de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da USP no 1º semestre de 2011, na disciplina "Novo Direito Societário", ministrada pelos Profs. Mauro Rodrigues Penteado, Paulo Salvador Frontini e Eduardo Secchi Munhoz.

Com efeito, a economia daquele país é a que apresenta de forma mais acentuada os fatores que ensejam a existência destas disposições estatutárias, a saber, a dispersão acionária e a existência de um mercado de controle. Como é de conhecimento geral, essas disposições estatutárias consistiriam na criação de mecanismos de proteção da companhia e de seus acionistas em face de ofertas de aquisição, sobretudo diante daquelas denominadas de *hostis*, ou seja, que não contam com o apoio da administração da companhia visada.

As configurações são inúmeras, com os mais diferentes nomes, descabendo aqui uma abordagem extensiva do assunto, nos interessando destacar aqui o fundamento de seu surgimento: a constatação, dada pela teoria dos jogos, de que o acionista perde ao agir individualmente, ganhando muito mais com a cooperação.

De fato, diante de uma oferta de aquisição, o acionista, individualmente, acaba

enfrentando algumas possibilidades muito ruins: a) não vender na primeira etapa da oferta e acabar compelido a vender em uma segunda, com preço inferior (*second-tier price*); b) não vender e acabar com uma participação minoritária em uma companhia de baixa liquidez, caso o adquirente consiga a grande maioria das ações; c) ser ainda mais diluído ou ter o preço da ação ainda mais desvalorizado em uma operação societária subsequente, de incorporação ou fusão (*freeze out/squeeze out*).

Assim, diante do desconhecimento acerca do comportamento dos demais, só resta ao acionista a estratégia dominante de venda na primeira oferta, por mais que ele entenda que o preço não é adequado. A cláusula estatutária denominada de *poison pill* surgiria, nessa perspectiva, para garantir que o acionista não se sinta compelido a vender, estabelecendo, usualmente, procedimentos para: a) negociação coletiva do preço a ser pago para aqueles que aceitarem a oferta; b) garantia de igualdade para aqueles que quiserem aceitar a oferta; c) mecanismos de defesa, caso se conclua pela rejeição da oferta. Ademais, a existência da *poison pill* desestimula também a escalada em bolsa, garantindo que um investidor não se aproveite da dispersão acionária para tomar facilmente o controle da companhia.

As estratégias, conforme mencionamos,² são muitas, mas o traço comum entre elas é a proteção geral dos acionistas e, indiretamente, da dispersão acionária. Por mais que determinado mecanismo se apóie na conduta dos administradores, usualmente responsáveis nos EUA pela deflagração dos procedimentos ou pela negociação com a companhia ofertante, a legislação e a jurisprudência daquele país são incisivas ao proibirem a retirada do poder de decisão dos acionistas ou a tomada de qualquer medida que afaste,

2. William A. Klein e John C. Coffee Jr., *Business Organizations and Finance: Legal and Economic Principles*, pp. 195 e ss.

peremptoriamente ou sem qualquer análise, as ofertas.³

A questão que surge, tema central do presente artigo, é saber se o instituto criado nos EUA vem sendo aplicado da mesma maneira no Brasil ou, mais propriamente, se vem sendo utilizado com os mesmos objetivos. Para tanto, foi realizado um levantamento das 119 (cento e dezenove) companhias do segmento “Novo Mercado” da BM&FBovespa, com a análise de cada um dos seus estatutos sociais e das informações prestadas por estas companhias à Comissão de Valores Mobiliários, com a finalidade de verificar, na prática brasileira, a aplicação do instituto.

Deste modo, passaremos por uma breve análise das características das cláusulas encontradas nos diversos estatutos sociais, procurando identificar se existe uma “*poison pill* brasileira”, depois para uma exposição dos dados levantados e, na sequência, das conclusões que podem ser extraídas destes dados.

2. A “*poison pill*” brasileira

A *poison pill* pode ser compreendida como um instrumento jurídico adotado pela companhia com o intuito de dificultar a aquisição de poder de controle oriunda de uma oferta hostil – diretamente endereçada aos acionistas da companhia, sem consulta prévia à sua administração. Neste sentido, Modesto Carvalhosa⁴ vislumbra, juntamente com a *poison pill* estatutária, a possibilidade da existência de uma *poison pill* legal (art. 254-A da Lei 6.404/1976) e de uma *poison pill* contratual (art. 118 da Lei 6.404/1976).

Em uma primeira análise, a regra contida no art. 254-A da Lei 6.404/1976 sobre

3. Cf. *Unocal vs. Mesa Petroleum Company* (493 A.2d 946) e *Blasius Industries vs. Atlas Corp.* (564 A.2d 651).

4. “As *poison pills* estatutárias na prática brasileira – alguns aspectos de sua legalidade”, in Rodrigo R. Monteiro de Castro e Leandro Santos de Aragão (coords.), *Direito Societário – Descobertas Atuais*, p. 22.

tag along poderia ser tida como uma *poison pill* legal na medida em que a sua incidência torna mais onerosa a aquisição das ações referentes ao exercício do poder de controle, pois o adquirente dessas ações deve estender aos minoritários ordinaristas, oferta que lhes assegure, no mínimo, 80% do preço a ser pago às ações dos controladores. Em se tratando de companhias listadas no segmento do Novo Mercado, esse valor sobe para 100%. No entanto, apesar da aparente finalidade de dificultar a aquisição do poder de controle, a regra contida no art. 254-A tem como verdadeira finalidade dispensar tratamento mais igualitário aos acionistas minoritários detentores de ações ordinárias e não impedir a alteração do poder de controle.

Na mesma linha, a regra contida no art. 118 da Lei 6.404/1976 traz a possibilidade da celebração de acordo de acionistas que estabeleçam direito de preempção para a aquisição das ações vinculadas ao acordo. Essa hipótese, se prevista no acordo de acionistas, poderia ser considerada uma *poison pill* contratual, mas tal como a *poison pill* legal, apenas dificultaria a alienação do poder de controle, na medida em que as partes signatárias do acordo teriam preferência na aquisição das ações em detrimento de terceiro. No entanto, essa limitação só atingiria os acionistas integrantes do acordo, sendo, portanto, aparentemente ineficaz frente às aquisições hostis destinadas a todos os acionistas da companhia.

No Brasil, verifica-se uma lacuna regulatória sobre as transferências de controle nas companhias de capital disperso. Essa lacuna regulatória tem dado espaço para que as próprias companhias busquem, através de cláusulas inseridas em seus estatutos, as chamadas *poison pills*, resolver alguns desses problemas, tais como a manutenção do capital disperso (*free- \square oat* mínimo exigido pelas regras do Novo Mercado da Bovespa de 25% do capital total); a coordenação dos acionistas, evitando assim tratamento diferenciado entre eles (tomada de controle mediante “escalada

na Bolsa de Valores”); a insegurança e instabilidade quanto à continuidade do grupo controlador e sua administração.

A *poison pill* mais utilizada pelas companhias abertas, no Brasil, consiste em cláusula estatutária estabelecendo que a aquisição de determinado percentual de ações de emissão da companhia no mercado gera, para o adquirente, o dever de realizar Oferta Pública de Aquisição de ações (OPA) dirigida a todos os demais acionistas. Em regra, essa cláusula prevê critérios de avaliação que fazem com que o preço de aquisição das ações seja bastante elevado, desestimulando um eventual ofertante. Caso o adquirente não cumpra a obrigação imposta pelo estatuto da companhia, em regra, se prevê a convocação de Assembleia Geral com o propósito de deliberar sobre a suspensão do exercício dos seus direitos, sem prejuízo da sua responsabilidade por perdas e danos causados aos demais acionistas e à companhia.

Ressalta-se, entretanto, que as *poison pills* não se resumem às cláusulas estatutárias que estabelecem a obrigação de realização de Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA) dirigida a todos os acionistas, muito embora tenha sido este o tipo ultimamente mais utilizado pelas companhias brasileiras. Conforme Modesto Carvalhosa,⁵ nos Estados Unidos e na Inglaterra, existem diversas outras modalidades, tais como (i) emissão de bônus de subscrição que outorguem aos seus titulares o direito de subscrever ações pelo valor inferior ao de mercado, no momento do anúncio de oferta hostil de aquisição do poder de controle; (ii) emissão de debêntures resgatáveis por um valor elevado na hipótese de anúncio de um *takeover* hostil; (iii) *White knights*: após anúncio da oferta hostil, a empresa alvo incorpora outra companhia, a fim de tornar a aquisição mais custosa para o ofertante; (iv) *pac man*: a companhia alvo da oferta hostil lança uma contraoferta pela aquisição das ações de emissão da própria

5. Ob. cit., p. 28.

ofertante, a fim de obstar a concretização do negócio; (v) compra ou venda de ativos relevantes no curso da oferta.

As *poison pills* objetivam, em tese, dificultar uma alienação do poder de controle em decorrência de um *takeover* hostil e evitar a aquisição do controle mediante “escalada” na Bolsa, funcionando, neste sentido, como medidas anti-*takeover*. Observa-se, entretanto, que das companhias brasileiras listadas no Novo Mercado e que possuem em seu estatuto social as *poison pills*, o percentual mínimo previsto para disparar a OPA (“gatilho”) é muito inferior à participação dos maiores acionistas, inclusive daqueles que exercem o controle minoritário. Em consequência, na maioria dos casos, a OPA estatutária pode ser disparada contra operações que não implicam em transferência do poder de controle. Nestas hipóteses, as *poison pills* se justificariam ou (i) para maior liquidez do capital, assegurando uma maior pulverização das ações da companhia; ou (ii) para evitar a formação de minorias relevantes na estrutura societária da companhia. Vejamos essas duas hipóteses:

a) a OPA estatutária, baseada em participação mínima inferior à detida pelos maiores acionistas, se justificaria como instrumento de proteção à liquidez das ações, assegurando que um percentual relevante delas fosse mantido em circulação no mercado. Ora, a concentração de grande percentual de ações com determinados acionistas, não significará necessariamente uma falta de liquidez. Como bem observa Eduardo Secchi Munhoz,⁶ há companhias nas quais acionistas são titulares de mais de 50% das ações, e cujos títulos observam grande liquidez no mercado. Ademais, prossegue o citado jurista, existem outros mecanismos mais adequados para garantir a liquidez, como, por exemplo, a regra que impõe a realização de oferta para

6. “Transferência de controle nas companhias sem controlador majoritário”, in Rodrigo R. Monteiro de Castro e Luís André N. de Moura Azevedo (coords.), *Poder de Controle e outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*, p. 314.

aumento da participação (art. 4º, § 6º, da Lei 6.404/1976 e art. 26 da Instrução CVM 361/2002), ou ainda a regra do Regulamento do Novo Mercado que exige diretamente a manutenção de um percentual mínimo de ações em circulação (Parecer de Orientação 36/2009 da CVM).

b) a OPA estatutária, baseada em participação mínima inferior à detida pelos maiores acionistas, se justificaria então como verdadeiro instrumento para evitar a formação de minorias relevantes na estrutura societária da companhia, permitindo assim a estabilização de posições de controle a partir de participações minoritárias e servindo como instrumento de dissociação entre a propriedade do capital e o poder exercido pelo acionista.

Conforme Eduardo Secchi Munhoz,⁷ na situação em que o patamar necessário para disparar a OPA estatutária é inferior a participação dos maiores acionistas, a cláusula deixa de funcionar como medida anti-*takeover*. Nesta hipótese, a cláusula passa a atuar com a função única de proteger o controlador minoritário ou os maiores acionistas contra a formação de minorias qualificadas, capazes de contestar o seu poder na companhia.

Portanto, a OPA estatutária, ainda reforçada muitas vezes pela chamada cláusula pétrea⁸ (item 3 infra), impõe barreira exacerbada às operações de transferência de controle, contribuindo para o entrincheiramento do acionista controlador minoritário, uma vez que antes mesmo de haver ameaça de aquisição de controle, a *poison pill* estatutária impediria a formação de minorias que possam contestar o poder dos acionistas controladores.

7. Ob. cit., p. 313.

8. A *poison pill* pretende adquirir, em muitos casos, feições de imutabilidade, de verdadeira cláusula pétrea, evidenciando a sua utilização como mecanismo jurídico para a perpetuação de um determinado grupo no controle da companhia, assegurando a manutenção de administração ineficiente na companhia e inviabilizando completamente a possibilidade de sua alteração através de uma possível oferta hostil.

3. Cláusula pétrea

Associada à utilização das *poison pills*, observou-se, em alguns estatutos sociais de companhias listadas no segmento do Novo Mercado da BM&FBovespa, a inserção de cláusula objetivando tornar improvável a alteração do estatuto social com a finalidade de excluir ou modificar a “pilula de veneno”.

Referida cláusula ficou conhecida na doutrina e no mercado de capitais como “cláusula pétrea”, em clara referência às disposições constitucionais que não são passíveis de reforma, ainda que por emendas à Constituição Federal.⁹

A importação do conceito da doutrina constitucionalista se mostra temerária na medida em que, ainda que se assuma o caráter imutável das cláusulas pétreas constitucionais,¹⁰ há que se dizer que tal conceito não seria aplicável por completo às “cláusulas pétreas” do Direito Societário. Do ponto de vista formal, a disposição estatutária conhecida como “cláusula pétrea” não proíbe a alteração do estatuto no que se refere às *poison pills*, ela apenas inibe tal alteração.

Sob a ótica econômica, as “cláusulas pétreas” até podem atribuir contornos de imutabilidade à *poison pill*, posto que pelas práticas do mercado de capitais tal alteração se mostra pouco factível. Neste sentido, tais “cláusulas pétreas” se aproximariam mais de “cláusulas inibidoras de reformas”.

9. Constituem as “cláusulas pétreas” limitações materiais explícitas ao poder de reformar a Constituição. Neste sentido, v. Celso Ribeiro Bastos, *Curso de Direito Constitucional*, 14ª ed., pp. 32-36. Na atual Constituição Federal, as cláusulas pétreas são tratadas nos incisos do § 4º do art. 60, os quais estatuem: “Não será objeto de deliberação a proposta de emenda tendente a abolir: I – a forma federativa de Estado; II – o voto direto, secreto, universal e periódico; III – a separação dos Poderes; IV – os direitos e garantias individuais”.

10. Nos parece relevante mencionar que mesmo as cláusulas pétreas do Direito Constitucional enfrentam severas críticas quanto à sua utilidade e a possível relativização de sua imutabilidade. Neste sentido, v. Celso Ribeiro Bastos, *Curso...*, cit., pp. 34 e 35.

A inibição à reforma do estatuto social no que concerne às *poison pills* se dá, em geral, quando tais cláusulas estabelecem para aquele acionista que votou favoravelmente à supressão/modificação da *poison pill*, a obrigação de realizar oferta pública de aquisição das ações dos demais acionistas. Destaca-se que referido ônus é agravado pela sistemática previsão de um prêmio, sobre o valor de mercado das ações, a ser pago pelo acionista obrigado à realização da mencionada oferta. Assim, aquele que tentar eliminar a *poison pill* do estatuto social acabará obrigado ao lançamento da oferta nela prevista.

Podemos apontar como exemplo da cláusula ora tratada a disposição constante do § 8º do art. 41 do estatuto social da companhia Diagnósticos da América S/A, cuja redação é verificada praticamente sem modificações em outros estatutos sociais e assim dispõe: “§ 8º. A alteração que limite o direito dos acionistas à realização da OPA prevista neste artigo ou a exclusão deste artigo obrigará o(s) acionista(s) que tiver(em) votado a favor de tal alteração ou exclusão na deliberação em Assembleia Geral a realizar a OPA prevista neste artigo”.¹¹

Neste sentido, a cláusula inibidora de reformas retira tanto da administração da companhia quanto da assembleia geral de acionistas, a capacidade de afastar a aplicação da *poison pill*.¹²

Conforme constante da tabela anexa ao presente trabalho, atualmente 22 companhias listadas no Novo Mercado estabelecem em seus estatutos sociais cláusulas inibidoras de reformas, quais sejam: Brasil Ecodiesel Indústria e Comércio de Biocombustíveis e Óleos Vegetais S/A; BRF – Brasil Foods S/A; Diagnósticos da América S/A; Iochpe

11. Disponível em http://www.diagnosticosdaamerica.com.br/RI/portugues/arquivos/2011/estatuto_social_0501.doc (consulta em 11.6.2011).

12. Carlos Klein Zanini, “Apoison pill brasileira: desvirtuamento, antijuridicidade e ineficácia”, in Marcelo Vieira VonAdamek (coord.), *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*, p. 275.

Maxion S/A; Log-in Logística Intermodal S/A; Lojas Renner S/A; LPS Consultoria de Imóveis S/A; Odontoprev S/A; Positivo Informática S/A; Profarma Distribuidora de Produtos Farmacêuticos S/A; Tecnisa S/A; Totvs S/A, dentre outras.

Ao coagir os votos dos acionistas para que não se manifestem favoravelmente à alteração/supressão da *poison pill* as cláusulas inibidoras acabam por intensificar os efeitos das chamadas *poison pill* brasileiras.

As críticas às *poison pills* brasileiras agravam-se, portanto, quando vêm protegidas por cláusulas inibidoras. Isto porque, a lei das sociedades por ações brasileira estabelece o dever dos acionistas exercerem seus direitos de voto sempre em consonância com o interesse da companhia.¹³ Assim, parece pouco provável que, ainda que favorável à companhia a supressão da *poison pill* com a finalidade de viabilizar uma aquisição benéfica a todos os envolvidos, os acionistas se manifestarão de forma alinhada com tais interesses e suportarão aos severos ônus que seus votos poderão implicar.

Neste sentido leciona Modesto Carvalhosa ao afirmar que “percebe-se, neste caso,

13. Lei n. 6.404, de 15.12.1976: “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. § 1º. O acionista não poderá votar nas deliberações da assembleia-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. § 2º. Se todos os subscritores forem condôminos de bem com que concorreram para a formação do capital social, poderão aprovar o laudo, sem prejuízo da responsabilidade de que trata o § 6º do artigo 8º. § 3º. O acionista responde pelos danos causados pelo exercício abusivo do direito de voto, ainda que seu voto não haja prevalecido. § 4º. A deliberação tomada em decorrência do voto de acionista que tem interesse conflitante com o da companhia é anulável; o acionista responderá pelos danos causados e será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que tiver auferido” (grifos nossos).

a extrema ilegalidade e imoralidade deste tipo de cláusula de *poison pill*, pois constringe o exercício do direito de voto do acionista, o qual deverá ser manifestado, sempre, de forma livre e em consonância com o interesse social”.¹⁴

Some-se a isto o fato de que a cláusula inibidora ao conduzir os votos dos acionistas de forma previsível e, por vezes, contrários aos seus interesses e da própria companhia, acaba por relativizar a soberania da assembleia geral de acionistas. Isto porque, determina a norma societária que tal órgão da companhia possui competência para decidir sobre *todos* os negócios relacionados ao seu objeto social, podendo tomar todas as deliberações que seu juízo de conveniência entender necessário à sua defesa e desenvolvimento.¹⁵

Tendo em vista que os acionistas terão seus votos direcionados, não podendo, ao menos do ponto de vista econômico, votar pela supressão da *poison pill* – tanto que se chega a denominar tais cláusulas como *pétreas* – a soberania da assembleia geral, pelo menos sob este prisma, estaria bastante comprometida.

Assim é que “esta cláusula, absolutamente contrária à lei societária e ao próprio sistema jurídico, destrói a validade, a licitude e a legitimidade das *poison pills* com tais características de absoluta iniquidade”.¹⁶

Diante de tão relevantes distorções, em 2009 a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) editou um parecer de orientação, numerado como 36, por meio do qual concluiu que “(...) não aplicará penalidades, em processos administrativos sancionadores, aos acionistas que, nos termos da legislação em

14. “As *poison pills* estatutárias”, cit., p. 26.

15. Lei n. 6.404, de 15.12.1976: “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”.

16. Modesto Carvalhosa, “As *poison pills* estatutárias”, cit., p. 27.

vigor, votarem pela supressão ou alteração da cláusula de proteção à dispersão acionária, ainda que não realizem a oferta pública prevista na disposição acessória”.¹⁷

O memorando que encaminha a minuta do parecer de orientação, da lavra dos diretores da CVM Marcos Barbosa Pinto e Otavio Yazbek, traz uma abordagem das cláusulas inibidoras sob uma ótica econômica, concluindo pela desnecessidade de tais cláusulas para que as *poison pills* proporcionem os benefícios¹⁸ delas esperados, bem como pelo aumento significativo dos custos¹⁹ normalmente associados às *poison pills*.²⁰

A despeito do posicionamento manifestado pela CVM, que de forma questionável antecipa eventuais julgamentos de casos concretos, permanece ainda um ambiente de insegurança jurídica²¹ em relação ao destino das cláusulas inibidoras. Não obstante a CVM não aplique penalidades, nada impede que os acionistas que se sintam prejudicados pela exclusão da cláusula pética acionem a Câmara de Arbitragem do Mercado²² para faz valer

a disposição estatutária. Vale lembrar que, certas ou erradas, fato é que muitas abertas de capital se deram em razão da possibilidade de utilização desta cláusula estatutária.

A atenuar o problema em relação às companhias listadas no Novo Mercado que já possuem tais cláusulas em seus estatutos sociais e resolvê-lo, em definitivo, para as companhias que não possuem tais disposições ou que venham a ser listadas no segmento do Novo Mercado, destaca-se a recente alteração do regulamento do Novo Mercado.

Aprovado pela CVM em 21.3.2011,²³ refletindo as modificações discutidas e aprovadas no processo de audiência restrita, concluído em 2010, junto às companhias listadas no segmento, o Regulamento de Listagem no Novo Mercado²⁴ da BM&FBovespa, que entrou em vigor em 10.5.2011, passou a prever disposições objetivando impedir a inserção de cláusulas estatutárias que impeçam ou inibam o exercício de direito de voto pelos acionistas. Neste sentido, foi inserido no mencionado regulamento o item 3.1.2 que assim dispõe:

“3.1.2 Disposições do Estatuto Social. Exceto nos casos exigidos em lei ou regulamentação aplicável, as Companhias não poderão prever, em seus estatutos sociais, disposições que:

“(i) estabeleçam *quorum* qualificado para a deliberação de matérias que devam ser submetidas à assembleia geral de acionistas; e

“(ii) impeçam o exercício de voto favorável ou imponham ônus aos acionistas que votarem favoravelmente à supressão ou alteração de cláusulas estatutárias.”

23. Conforme informado no Ofício Circular 017/2011-DP da BM&FBovespa, de 7.4.2011, disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/Empresas/download/OC-NM.pdf> (consulta em 11.6.2011).

24. Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/RegulamentoNMercado.pdf> (consulta em 11.6.2011).

17. Parecer de Orientação n. 36, de 23.6.2009, disponível em http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos_Redir.asp?Tipo=P&File=pare/pare036.doc (consulta em 8.6.2011).

18. Os benefícios esperados, nos termos do memorando, poderiam ser elencados de forma resumida como (i) a promoção de um tratamento relativamente igualitário entre os acionistas; (ii) a proteção dos acionistas contra ofertas coercitivas; e (iii) o aumento do poder de barganha dos acionistas.

19. Já os custos consistiriam, de forma sintética, no (i) impedimento para que negócios eficientes do ponto de vista econômico fossem realizados; e (ii) o aumento dos custos de agência, à medida que promovem uma proteção excessiva à administração das companhias, inviabilizando o mercado de transferência de controle.

20. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/infos/6491-0.asp> (consulta em 8.6.2011).

21. Ponto bem destacado por Eduardo Secchi Munhoz em *Transferência de Controle*, cit.

22. A cláusula compromissória é obrigatória nos estatutos sociais das companhias listadas no Novo Mercado, conforme preceitua o Regulamento de Listagem do Novo Mercado, disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/Empresas/download/RegulamentoNMercado.pdf> (consulta em 8.6.2011).

Por outro lado, permitiu às companhias, que já houvessem adotados as cláusulas inibidoras, mantê-las em seus estatutos sociais. Contudo, ao permitir referida manutenção, inseriu nas disposições de transição para as companhias já listadas dispositivo que aparentemente relativiza, de uma vez por todas, o efeito das cláusulas inibidoras. Isto porque, facultou a alteração de referidas cláusulas – algo diametralmente oposto aos objetivos da cláusula inibidora – nas hipóteses em que os acionistas desejarem excluí-la do estatuto social, em cumprimento ao disposto no item 3.1.2 (ii) do Regulamento de Listagem do Novo Mercado, acima transcrito.

A disposição acima mencionada é verificada no item 14.5 do Regulamento de Listagem no Novo Mercado da BM&FBovespa, a qual assim estabelece:

“14.5 Disposições de Transição para as Companhias já Listadas. As Companhias que possuíam valores mobiliários de sua emissão admitidos à negociação no Novo Mercado na data da entrada em vigor da reforma do Regulamento de Listagem, em 10.5.2011:

“(…)”

“(ii) poderão manter suas disposições estatutárias, em vigor na referida data, que estabeleçam *quorum* qualificado de deliberação e/ou imponham ônus aos acionistas que votarem favoravelmente à supressão ou alteração de cláusulas estatutárias, que não poderão ser alteradas, salvo quando visarem à exclusão em cumprimento ao disposto no item 3.1.2 (i) e/ou (ii) deste Regulamento de Listagem; e

“(…)”

Não obstante a solução apresentada pela reforma do Regulamento de Listagem no Novo Mercado, permanece, pois, a insegurança jurídica com relação ao futuro daquelas companhias que apresentem em seus estatutos a cláusula ora em comento. Conforme já comentado anteriormente, ter-se-á que conviver com a possibilidade de que qualquer acionista que se sentir prejudicado venha a acionar a cláusula arbitral.

4. A pesquisa realizada

Como o objetivo deste estudo é verificar empiricamente a existência de uma “*poison pill* brasileira”, cuja funcionalidade resulte distinta daquela originalmente criada para proteção aos acionistas minoritários e à dispersão acionária, o nosso foco concentrou-se no segmento do Novo Mercado da BM&FBovespa.

Os segmentos especiais de listagem da BM&FBovespa são de adesão voluntária pelas empresas. Caso queiram participar desses segmentos, devem assinar um contrato de adesão, onde são previstas cláusulas que oferecem condições para a dispersão acionária e que procuram garantir maior proteção aos acionistas minoritários. O outro segmento de listagem da BM&FBovespa é o tradicional, onde se encontram aquelas empresas cujos direitos dos acionistas estão previstos na lei societária 6.404, de 1976.

São três os segmentos especiais de listagem da BM&FBovespa, o Nível 1, Nível 2 e o Novo Mercado. Cada um deles prevê condições de governança corporativa que devem ser observadas pelas empresas.

O estudo focou no Novo Mercado, considerando-se que é aquele que permite apenas a emissão de ações ordinárias pelas empresas e, portanto, o que por hipótese possibilita a dispersão do controle acionário.

Para a realização da pesquisa, as informações foram extraídas do *site* da CVM – Comissão de Valores Mobiliários (www.cvm.gov.br) e do *site* da BM&FBovespa (www.bmfbovespa.com.br).

No *site* da BM&FBovespa foram obtidas a relação das empresas listadas no segmento do *Novo Mercado*, tendo sido verificadas 119 empresas até a data de 24 de maio de 2011.

Do *site* da CVM foram obtidos os estatutos sociais, material utilizado para a análise da

existência das *poison pills*, seus respectivos gatilhos, bem como a existência de “cláusulas pétreas”. Também foram obtidos, a partir do *site* da CVM, o percentual de ações de posse do controlador ou grupo de controle na aba “Valores Mobiliários negociados e detidos – art. 11 da Instrução 358”. Os dados obtidos estão mostrados na tabela constante do Anexo. O percentual de ações na posse do

maior acionista individual foram obtidas no Formulário de Referência.

Verifica-se que das 119 empresas analisadas, 63 apresentam *poison pills* nos seus estatutos sociais, correspondendo a 52,94% do total. Além disso, dessas 63 empresas, 22 apresentam a cláusula em conjunto com cláusulas pétreas, conforme mostram os quadros 1 e 2 abaixo.

Quadro 1

Presença de <i>poison pill</i> no Estatuto	Quantidade	Percentual
com “ <i>poison pill</i> ”	63	52,94%
sem “ <i>poison pill</i> ”	56	47,06%
Total	119	100%

Quadro 2

Presença de cláusula pétrea	Quantidade	Percentual
com cláusula pétrea	22	34,92%
sem cláusula pétrea	41	65,08%
Total	63	100%

Um dado interessante é comparar o gatilho da *poison pill* com o percentual de ações detido pelo controlador ou grupo de controle (Quadro 3, abaixo).

Verificamos que em mais de 71,43% das empresas, o percentual detido pelo controlador é maior que o gatilho da *poison pill*, indicando que a sua efetividade só vale para

outros acionistas, ou seja, é uma situação de entrincheiramento dos atuais controladores. Destaque-se ainda que 16 empresas não reportaram o percentual de ações detidas pelo controlador ou grupo de controle, na existência dessa situação, o que pode aumentar ainda mais a indicação de entrincheiramento dos controladores.

Quadro 3

% de ações do controlador ou grupo de controle - Empresas com <i>poison pills</i>	Quantidade	Percentual
não reportaram posição	16	25,40%
% de ações do controlador ou GC > gatilho	45	71,43%
% de ações do controlador ou GC < gatilho	2	3,17%
Total	63	100%

Outra constatação interessante é que em 28 casos (44,44%) do total de 63 empresas que apresentam *poison pills*, conforme mostra o Quadro 4 abaixo, o percentual detido pelo controlador ou grupo de controle é maior

que 50% das ações. Nessa situação, é clara a inutilidade da *poison pill* em relação aos seus alegados objetivos, a saber, proteger a dispersão acionária.

Quadro 4

% de ações do controlador ou grupo de controle - Empresas com <i>poison pills</i>	Quantidade	Percentual
> 50,00%	28	44,44%
< 50,00%	19	30,16%
não reportaram controle	16	25,40%
Total	63	100%

Chama a atenção, ainda, a existência de *poison pills* em conjunto com cláusulas pétreas, em empresas cujo percentual de ações de posse do controlador ou grupo de controle é maior que 50%. Verificamos essa situação em mais de 54% das empresas com *poison pills* e cláusulas estatutárias, conforme mostra

o Quadro 5, abaixo. Esse caso é emblemático, pois configura o aparente desconhecimento dos elaboradores da *poison pills* e das cláusulas pétreas. Nessa situação a cláusula dificulta a alienação do controle, pois torna o controlador refém da vontade dos minoritários, numa inversão de situações.

Quadro 5

% de ações do controlador ou grupo de controle - Empresas com cláusula pétrea	Quantidade	Percentual
> 50,00%	12	54,55%
< 50,00%	5	22,73%
não reportaram controle	5	22,73%
Total	22	100%

5. Conclusão

Diante dos dados levantados, é possível concluir que estruturalmente não existe a “*poison pill* brasileira”, que nada mais é, na verdade, que a aplicação, reiterada e quase sem modificações, de uma única e exclusiva espécie de proteção, das inúmeras encontradas nos EUA, aquela denominada de oferta obrigatória de aquisição (*mandatory bid rule*). Todavia, funcionalmente, os dados mostram que os objetivos de sua utilização no Brasil encontram-se distanciados de sua origem

norte-americana, servindo, na grande maioria das vezes, de reforço do poder de controle, permitindo a um acionista ou grupo de controle manter esse poder sem nem mesmo deter mais que 50% (cinquenta por cento) do capital social votante.

A situação se agrava quando o estatuto da companhia ainda prevê a realização desta oferta obrigatória quando a assembleia geral tentar alterá-la ou suprimi-la, algo que traz um reforço ainda maior no poder do atual acionista ou grupo controlador.

6. Bibliografia

BASTOS, Celso Ribeiro. *Curso de Direito Constitucional*. 14ª ed. São Paulo, Saraiva, 1992.

CARVALHOSA, Modesto. “As *poison pills* estatutárias na prática brasileira – Alguns aspectos de sua legalidade”, in CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de, e ARAGÃO, Leandro Santos de (coords.). *Direito Societário – Desatualizados*. São Paulo, Quartier Latin, 2008.

FERREIRA FILHO, Manoel Gonçalves. *O Poder Constituinte*. 3ª ed., revista e ampl. São Paulo, Saraiva, 1999.

KLEIN, William A., e COFFEE JR., John C. *Business Organizations and Finance: Legal and*

Economic Principles. Nova York, Foundation Press, 2007.

MUNHOZ, Eduardo Secchi, “Transferência de controle nas companhias sem controlador majoritário”, in CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de, e AZEVEDO, Luis André N. de Moura (coords.). *Poder de Controle e outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*. São Paulo, Quartier Latin, 2010.

ZANINI, Carlos Klein, “A *poison pill* brasileira: desvirtuamento, antijuridicidade e ineficácia”, in ADAMEK, Marcelo Vieira Von (coord.). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*. São Paulo, Malheiros Editores, 2011.

ANEXO

	Companhia	Poison Pills	Gatilho	Cláusula pétrea	% ações Controlador ou grupo de controle*	% ações detidos pelo maior acionista individual
1	Aliansce Shopping Centers S/A	Sim	30%	Não	47,41	31,44
2	All America Latina Logística S/A	Sim	20%	Não	38,37	12,18
3	Amil Participações S/A	Não	-	Não	66,80	63,62
4	Anhanguera Educacional Participações S/A	Sim	15%	Não	Não há	20,48
5	Arezzo Indústria e Comércio S/A	Não	-	Não	53,60	44,66
6	Autometal S/A	Não	-	Não	77,15	77,15
7	B2W – Companhia Global do Varejo	Sim	20%	Não	54,93	54,94
8	Banco do Brasil S/A	Não	-	Não	69,57	59,20
9	Bematech Ind. e Com. de Equip. Eletrônicos S/A	Sim	25%	Não	Não há	10,82
10	BHG S/A – Brazil Hospitality Group	Sim	35%	Sim	52,30	50,87
11	BM&FBovespa S/A – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros	Sim	15%	Não	Não há	5,13
12	BR Malls Participações S/A	Não	-	Não	Não há	5,97
13	BR Properties S/A	Sim	20%	Não	Não há	5,37
14	Brasil Brokers Participações S/A	Sim	20%	Não	35,37	9,29
15	Brasil Ecodiesel Ind. e Com. de Biocombustíveis e Óleos Vegetais S/A	Sim	30%	Sim	Não há	22,43
16	Log-in Logística Intermodal S/A	Sim	35%	Sim	Não há	31,31
17	Brasil Insurance Participações e Adm. S/A	Sim	20%	Não	43,96	22,00
18	Brasilagro – Cia. Br. de Propriedades Agrícolas	Sim	20%	Sim	42,07	25,44
19	BRF – Brasil Foods S/A	Sim	20%	Sim	28,29	12,67
20	Brookfield Incorporações S/A	Não	-	Não	48,69	42,60

21	Camargo Correa Desenv. Imobiliário S/A	Não	-	Não	66,11	66,11
22	CCR S/A	Não	-	Não	51,22	15,26
23	CETIP S/A – Balcão Organizado de Ativos e Deriv.	Sim	15%	Não	Não há	16,08
24	Cia Saneamento Básico do Estado de São Paulo	Não	-	Não	50,30	50,26
25	Cia Saneamento de Minas Gerais – COPASA/MG	Não	-	Não	53,07	53,07
26	Cielo S/A	Não	-	Não	57,29	28,65
27	Cia. Hering	Sim	20%	Não	Não há	9,04
28	Cia. Providência Indústria e Comércio	Não	-	Não	65,86	12,21
29	Cosan S/A Indústria e Comércio	Não	-	Não	62,30	62,30
30	CPFL Energia S/A	Não	-	Não	69,28	31,02
31	CR2 Empreendimentos Imobiliários S/A	Não			43,36	20,62
32	Cremer S/A	Não			Não há	30,90
33	CSU Cardsystem S/A	Não			54,12	7,03
34	Cyrela Brazil Realty S/A Empreend. e Particip.	Não			32,57	24,33
35	Cyrela Commercial Propert S/A Empr. Part.	Sim	15%	Sim	38,72	31,92
36	Diagnósticos da América S/A	Sim	15%	Sim	Não há	12,03
37	Direcional Engenharia S/A	Sim	25%	Não	47,73	47,01
38	Drogasil S/A	Não			Não há	21,96
39	Duratex S/A	Não			57,70	35,28
40	Ecorodovias Infraestrutura e Logística S/A	Não			Não há	44,99
41	EDP – Energias do Brasil S/A	Não			64,80	25,02
42	EMBRAER – Empresa Brasileira de Aeronáutica S/A	Sim	35%	Não	Não há	13,44
43	Equatorial Energia S/A	Não			53,72	53,71
44	Estácio Participações S/A	Sim	20%	Não	19,10	18,59
45	Eternit S/A	Não			Não há	17,99
46	Even Construtora e Incorporadora S/A	Não			25,19	16,84
47	EZ TEC Empreendimentos e Participações S/A	Sim	15%	Sim	69,95	31,56
48	Fertilizantes Heringer S/A	Sim	20%	Sim	67,76	51,55
49	Fibria Celulose S/A	Sim	25%	Não	59,76	30,42
50	Fleury S/A	Não			62,73	62,73
51	Gafisa S/A	Sim	30%	Não	Não há	5,10
52	General Shopping Brasil S/A	Sim	15%	Sim	59,41	59,41
53	Grendene S/A	Não			74,90	29,93
54	Helbor Empreendimentos S/A	Sim	20%	Sim	53,21	39,22
55	HRT Participações em Petróleo S/A	Sim	20%	Não	Não há	14,93
56	Hypermarcas S/A	Não			0,52	20,31
57	Ideiasnet S/A	Não			Não há	14,99
58	Iguatemi Empresa de Shopping Centers S/A	Não			53,91	52,93
59	Indústrias Romi S/A	Sim	15%	Não	47,42	36,34
60	International Meal Company Holdings S/A	Não			59,75	59,75

61	Iochpe Maxion S/A	Sim	15%	Sim	33,57	9,98
62	JBS S/A	Sim	20%	Não	54,52	54,52
63	JHSF Participações S/A	Sim	15%	Não	81,31	63,73
64	JSL S/A	Sim	15%	Não	71,84	51,79
65	Light S/A	Não	-	Não	52,13	26,06
66	LLX Logística S/A	Não	-	Não	53,76	28,49
67	Localiza Rent a Car S/A	Sim	10%	Não	34,28	10,50
68	Lojas Renner S/A	Sim	20%	Sim	Não há	14,60
69	LPS Consultoria de Imóveis S/A	Sim	20%	Sim	Não há	33,20
70	Lupatech S/A	Sim	30%	Não	Não há	25,06
71	M.Dias Branco S/A Ind. Com. de Alimentos	Não	-	Não	63,55	63,07
72	Magazine Luiza S/A	Sim	20%	Não	67,81	75,36
73	Magnesita Refratários S/A	Não	-	Não	42,92	30,36
74	Marfrig Alimentos S/A	Não	-	Não	43,49	43,49
75	Marisa Lojas S/A	Sim	15%	Não	74,77	23,83
76	Metalfrio Solutions S/A	Não	-	Não	Não há	16,12
77	Mills Estruturas e Serviços de Engenharia S/A	Sim	20%	Não	39,00	21,85
78	Mínerva S/A	Sim	20%	Não	67,50	67,50
79	MMX Mineração e Metálicos S/A	Não	-	Não	38,57	30,11
80	MPX Energia S/A	Não	-	Não	73,03	68,41
81	MRV Engenharia S/A	Não	-	Não	30,56	31,60
82	Multiplus S/A	Não	-	Não	73,14	73,17
83	Natura Cosméticos S/A	Sim	25%	Não	59,84	22,26
84	Obrascon Huarte Lain Brasil S/A	Sim	20%	Não	60,00	60,00
85	Odontoprev S/A	Sim	15%	Sim	51,06	43,50
86	OGX Petróleo e Gás Participações S/A	Não	-	Não	57,87	57,87
87	OSX Brasil S/A	Não	-	Não	78,67	17,76
88	PDG Realty Empreendimentos e Participações S/A	Não	-	Não	Não há	7,21
89	Porto Seguro S/A	Não	-	Não	69,88	69,88
90	Portobello S/A	Sim	30%	Não	61,01	26,56
91	Portx Operações Portuárias S/A	Não	-	Não	66,70	46,64
92	Positivo Informática S/A	Sim	10%	Sim	70,69	14,14
93	Profarma Distrib. de Produtos Farmacêuticos S/A	Sim	20%	Sim	55,63	55,63
94	QGEP Participações S/A	Não	-	Não	99,99	63,00
95	Raia S/A	Sim	20%	Não	55,93	12,40
96	Redecard S/A	Sim	26%	Não	50,00	23,22
97	Redentor Energia S/A	Não	-		54,10	54,08
98	Renar Maçãs S/A	Não	-		59,00	34,09
99	Restoque Comércio e Confecções de Roupas S/A	Não	-		56,82	21,20
100	Rodobens Negócios Imobiliários S/A	Sim	15%	Sim	52,62	25,25
101	Rossi Residencial S/A	Sim	15%	Não	36,63	18,10
102	São Carlos Empreendimentos e Participações S/A	Sim	25%	Não	48,53	18,58

103	São Martinho S/A	Sim	10%	Não	61,22	25,23
104	SLC Agrícola S/A	Sim	20%	Não	51,00	29,27
105	Sonae Sierra Brasil S/A	Não	-		66,60	66,65
106	Springs Global Participações S/A	Sim	20%	Não	74,55	68,44
107	T4F Entretenimento S/A	Sim	20%	Não	37,45	33,88
108	Tarpon Investimentos S/A	Não	-		54,03	46,04
109	Tecnisa S/A	Sim	20%	Sim	61,75	43,18
110	Tegma Gestão Logística S/A	Não	-		65,39	39,86
111	Tempo Participações S/A	Sim	20%	Não	36,34	Não há
112	Tereos Internacional S/A	Não	-		87,10	82,60
113	Totvs S/A	Sim	20%	Sim	17,04	17,01
114	TPI – Triunfo Particip. e Invest. S/A	Sim	20%	Não	68,30	60,28
115	Tractebel Energia S/A	Não	-		68,71	68,71
116	Trisul S/A	Sim	15%	Sim	64,96	57,94
117	Valid Soluções e Serv.Seg. Meios Pag.Ident. S/A	Sim	20%	Não	Não há	10,34
118	Viver Incorporadora e Construtora S/A	Sim	20%	Sim	54,19	39,96
119	WEG S/A	Não	-		65,36	50,94