

Atualidades

OS PODERES DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO PARA IMPOR MEDIDAS DEFENSIVAS CONTRA OFERTAS HOSTIS NO DIREITO COMPARADO E NA LEGISLAÇÃO BRASILEIRA

CLARISSA FIGUEIREDO DE SOUZA FREITAS

1. Introdução. 2. A regulação das ofertas hostis no Reino Unido e nos Estados Unidos. 3. A regulação das ofertas hostis no Brasil. 4. Análise sobre eventuais alterações na legislação brasileira. 5. Conclusão. 6. Bibliografia.

1. Introdução

Takeovers são operações mediante as quais um indivíduo ou companhia (*ofertante*) adquire a totalidade ou a maioria das ações de outra companhia (*companhia-alvo* ou *companhia ofertada* ou *companhia visada*), obtendo, em consequência, o seu controle. Um *takeover* envolve, assim, não apenas uma transferência de ações, mas a efetiva alteração do titular do controle acionário de uma companhia.¹

Existem duas situações nas quais um *takeover* pode ocorrer, dependendo do nível de dispersão acionária da companhia ofertada.

O primeiro cenário ocorre quando é possível identificar na companhia visada um acionista controlador. Nesta situação, a transferência de controle dá-se mediante uma negociação privada entre o atual titular do controle da companhia e o ofertante.

1. Paul Davies, *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, 7ª ed., p. 704.

O segundo cenário, por sua vez, ocorre quando o capital da companhia ofertada está tão disperso no mercado que o controle da mesma é exercido por seus administradores. Nesta situação, em que não é possível identificar a figura do acionista controlador, o ofertante que deseja adquirir o controle da companhia deverá dirigir-se diretamente à generalidade dos acionistas, por meio de uma OPA (Oferta Pública de Aquisição) para aquisição de controle de companhia aberta. Quando a referida oferta é feita com a anuência da administração da companhia, trata-se de um *takeover* ou oferta amigável. Contrariamente, quando a oferta é feita sem a anuência de tais administradores, diz-se que o *takeover* ou oferta é hostil.

O poder de controle das companhias abertas brasileiras sempre se caracterizou por ser extremamente concentrado. Com efeito, o controle totalitário ou majoritário, em que um único ou um pequeno grupo de acionistas é titular da maioria das ações de uma companhia, tem sido a estrutura prevalente entre nós.

Contudo, com a modernização do mercado de capitais brasileiro, algumas companhias, impulsionadas por movimentos de adoção de melhores práticas de governança corporativa, decidiram dispersar ou pulverizar sua estrutura de controle acionário, o que ocasionou o aumento de ofertas hostis em nosso mercado, uma vez que a dispersão, muitas vezes, acarreta o desaparecimento da figura do acionista controlador. Além disso, tais companhias introduziram em seus estatutos medidas defensivas, que ficaram conhecidas no Brasil como *poison pills*.

Considerando-se que o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro venha a impulsionar outras companhias a adotar estruturas que facilitem a pulverização do capital, é bastante provável que a ocorrência de ofertas hostis venha a crescer no Brasil.

Desta forma, consideramos extremamente importante que a legislação brasileira esteja preparada para enfrentar todas as questões legais e regulamentares que o incremento do número de ofertas hostis possa trazer ao nosso mercado, nomeadamente no que se refere à adoção de medidas defensivas pelas companhias brasileiras.

Assim, o propósito deste trabalho será o de analisar as regras brasileiras existentes sobre ofertas hostis, bem como a necessidade de implementar-se alterações na referida legislação. Para tanto, analisaremos como é feita a regulação de ofertas hostis no Direito Comparado, nomeadamente nos Estados Unidos da América (“EUA”) e no Reino Unido, países nos quais a maioria das companhias possui um elevado nível de dispersão acionária e, conseqüentemente, onde ocorre o maior número de ofertas hostis no mundo.

2. A regulação das ofertas hostis no Reino Unido e nos Estados Unidos

O movimento de dispersão de capital e adoção de medidas defensivas pelo mercado brasileiro foi claramente inspirado nos modelos inglês e norte-americano, cujas

companhias abertas caracterizam-se, em sua maioria, pela elevada dispersão acionária e, em consequência, verifica-se em tais mercados um alto número de ofertas hostis.

Apesar da semelhança de seus mercados e da estrutura de suas companhias, a regulação das operações de *takeovers* no Reino Unido e nos Estados Unidos apresenta significativas divergências, as quais exporemos a seguir.

No Reino Unido, não obstante alguns aspectos da regulação sobre *takeovers* serem regidos por leis,² o que prevalece é a autorregulação. De fato, as principais regras que governam o planejamento, o procedimento e os deveres e responsabilidades das partes envolvidas em o estão no Código de *Takeovers*, cuja elaboração, atualização e aplicação é feita pelo *Takeover Panel* (“*Panel*”), órgão independente e não governamental formado inteiramente por agentes do mercado, tais como instituições financeiras, advogados, contadores, dentre outros. Sendo assim, o *Panel* é o órgão responsável pela regulamentação e fiscalização de todas as operações de *takeovers* que ocorrem no Reino Unido.

A característica mais marcante do Código de *Takeovers* consiste em sua recorrente preocupação em proteger os acionistas da sociedade ofertada, de forma que seja aos mesmos assegurado tratamento igualitário e a possibilidade de tomarem a decisão final sobre a aceitação ou rejeição da oferta.³

Os principais objetivos do Código encontram-se descritos em seus princípios gerais, os quais representam *standards* de comportamento que devem ser seguidos

2. *Takeovers Directive Regulations 2006*, o *Companies Act 1985* (que, após a reforma de 2006, passou a regular, p. ex., os deveres dos administradores, os quais encontravam-se anteriormente regulados por princípios de *common law*), o *Financial Services and Market Act 2000* (FSMA) e o *Criminal Justice Act 1993* (o qual regula crimes de *insider dealing*). Note-se que também podem ser aplicáveis aos *takeovers* outras leis do Reino Unido e da Comunidade Europeia, tais como Diretivas sobre concorrência, *disclosure*, dentre outros.

3. Seção (A), Introdução, item n. 2 (a) do Código de *Takeovers*.

pelas partes envolvidas na oferta, e podem ser resumidos da seguinte forma:

(i) *Equality of treatment*: visa assegurar a igualdade de tratamento a todos os acionistas titulares da mesma classe de ações;

(ii) *Disclosure to the shareholders*: visa prestar a todos os acionistas informações suficientes e no tempo adequado, assegurando-lhes, deste modo, a oportunidade de tomarem decisões de forma consciente a respeito da venda ou não de suas ações;

(iii) *Confidentiality and disclosure to the market*: este princípio visa assegurar a confidencialidade da operação, bem como a sua divulgação ao mercado no tempo devido, de forma a evitar o vazamento de informações e o *insider trading*;

(iv) *No frustration principle*: segundo este princípio, quaisquer ações por parte do conselho de administração da companhia ofertada que tenham por objetivo frustrar a oferta, quando não haja autorização dos acionistas da companhia ofertada neste sentido, são proibidas;

(v) *Guarantees*: visa assegurar que o ofertante preste todas as garantias no sentido de que estará apto a cumprir as obrigações financeiras às quais tenha se comprometido.

Além dos princípios gerais, o Código impõe regras detalhadas a respeito do processamento da oferta e da conduta que as partes devem adotar durante os procedimentos.

Nestes termos, o Código determina que o ofertante deve realizar ofertas equiparáveis aos titulares da mesma classe de ações, inclusive estendendo o preço aos demais titulares caso adquira ações por um valor acima do ofertado inicialmente.⁴

Em relação às obrigações de divulgação de informações, o Código determina expressamente que o ofertante e a ofertada devem disponibilizar aos acionistas, em tempo hábil, informações suficientes que lhes permita tomar uma decisão consciente sobre os méritos

4. Regras ns. 6.1, 6.2 e 14 do Código de *Takeovers*.

ou deméritos da oferta. Além disso, as normas listam detalhadamente as informações que devem ser prestadas no prospecto da oferta.⁵

É importante ressaltar que as partes estão obrigadas a observar os deveres de cuidado, rigor e exatidão na elaboração de documentos e na prestação de informações aos acionistas e ao mercado.⁶

Adicionalmente, o Código impõe inúmeras regras cujo objetivo consiste em evitar condutas com o fim de manipular o mercado ou utilizar indevidamente informações privilegiadas (*market abuse conducts*). A este respeito, podemos citar a obrigação de manutenção de sigilo durante o período no qual a oferta ainda não foi anunciada ao mercado,⁷ bem como as regras que descrevem em que situações a oferta deve ser anunciada como, por exemplo, nos casos em que haja suspeitas de vazamento de informações.⁸ Além disso, há regras obrigando o ofertante e outras partes a divulgar todas as negociações com ações após o anúncio da oferta e também proibindo o ofertante de realizar negociações com as ações da companhia visada durante o período da oferta sem a prévia autorização do *Panel*.⁹

Outra importante regra de proteção aos acionistas consiste na Regra n. 9 do Código, a qual impõe a realização de oferta pública obrigatória (*mandatory bid rule*) a todos os acionistas de uma sociedade quando uma pessoa ou grupo de pessoas físicas ou jurídicas adquira, pelo menos, 30% (trinta por cento) das ações ordinárias daquela empresa. A outra hipótese que impõe a realização de oferta pública obrigatória ocorre quando um acionista que já detém mais de 30% (trinta por cento), porém menos de 50% (cinquenta por cento), adquira ações que aumentem a sua participação acionária.

5. Regras ns. 20.1, 23 e 24 do Código de *Takeovers*.

6. Regra n. 19 do Código de *Takeovers*.

7. Regra n. 2.1 do Código de *Takeovers*.

8. Regra n. 2.2 do Código de *Takeovers*.

9. Regras ns. 4 a 8 do Código de *Takeovers*.

Esta regra visa assegurar que os acionistas minoritários de determinada companhia possam retirar-se da mesma, pelo mesmo preço pago pelas ações que representam o controle da companhia, quando um acionista adquire uma participação acionária tão substancial que represente uma verdadeira alteração ou uma consolidação do poder de controle daquela companhia.

O Código impõe, ainda, deveres a serem observados pelo conselho de administração da companhia ofertada, tais como o dever de obter aconselhamento independente sobre os termos da oferta, sendo que o resultado de tal aconselhamento deve ser divulgado a todos os acionistas.¹⁰

Outro aspecto da regulação de *takeovers* no Reino Unido que merece ser destacado consiste em sua relativa independência dos tribunais. De fato, durante o processo de tomada de controle, os tribunais, caso solicitados a intervir nos referidos processos, evitam pronunciar-se sobre os mesmos, de forma a evitar eventuais conflitos de competência com o *Panel*. Assim, a interação entre o *Panel* e os tribunais dá-se normalmente ao final da operação de *takeover*, quando os tribunais pronunciam-se tão somente com o intuito de estabelecer orientações a serem seguidas futuramente pelo *Panel*.¹¹

Diferentemente do Reino Unido, os Estados Unidos não possuem um órgão autorregulador nos moldes do *Panel*, e tampouco um conjunto de regras consolidadas e detalhadas regulando todos os aspectos das operações de *takeovers*, tal como o *Takeover Code* britânico.

Com efeito, nos Estados Unidos, a regulação dos *takeovers* é feita por uma lei federal, o *Securities Exchange Act 1934 (SEA 1934)*, a qual institui algumas regras gerais sobre as referidas operações e, mais importante, por leis estaduais, nomeadamente do Estado

de Delaware.¹² Além disso, observa-se que as regras sobre *takeovers* possuem grande dependência das cortes estaduais, nomeadamente a *Delaware Court of Chancery* e a *Delaware Supreme Court*, que se tornaram os maiores reguladores do país em matéria de *takeovers*.

A SEA 1934 foi a primeira legislação a tratar especificamente da matéria, ao ser alterada em 1968 pelo *Williams Act*, o qual introduziu na legislação algumas normas regulamentando as operações de *takeovers*, especialmente no que se refere às obrigações de divulgação de informações por parte do ofertante e da ofertada.¹³

A referida legislação federal incluiu algumas regras visando à proteção dos acionistas minoritários, tais como a que determina que a oferta permaneça aberta por, no mínimo, vinte dias úteis¹⁴ e que a aquisição de ações pelo ofertante deve ser *pro-rata* entre os acionistas interessados em vendê-las,¹⁵ evitando-se, deste modo, que os acionistas sejam indevidamente pressionados a aceitar a oferta pelo simples temor de ficarem encerrados em uma companhia com um novo controlador, caso não vendam as suas ações e a oferta seja aceita pela maioria dos acionistas.

Ademais, a referida legislação federal impôs a determinados acionistas a obrigação de divulgarem ao mercado informações a respeito de aquisições significativas de ações (que podem levar a um futuro *takeover*) e também a obrigação de ofertantes e companhias ofertadas de divulgarem o conteúdo das ofertas quando estas fossem lançadas.¹⁶

12. Isto se deve ao fato de mais de 50% das companhias abertas norte-americanas serem constituídas em Delaware, uma vez que a doutrina do *internal affairs rule* permite que as companhias decidam em que estado pretendem ser constituídas.

13. W. W. Bratton, *Corporate Finance: Cases and Materials*, p. 1.040.

14. SEA 1934, Seção 14e-1(a).

15. SEA 1934, Seção 14 (d)(6).

16. SEA 1934, Seções 13(d)(1) e 14(d)(1).

10. Regra n. 3.1 do Código de *Takeovers*.

11. *R. v Panel on Takeovers and Mergers, ex parte DataIn plc* [1987] QB 815.

Ainda segundo a lei, o conselho de administração da companhia ofertada deve informar aos seus acionistas a sua posição a respeito da oferta pública, explicitando as razões pelas quais apoia ou rejeita a mesma.¹⁷

A legislação estatui, ainda, algumas regras a respeito do preço a ser pago pelo ofertante determinando, por exemplo, que ele deverá pagar pelas ações da mesma classe valor equivalente e, além disso, que o ofertante deverá estender aos titulares das ações que já tiverem concordado com a oferta eventuais aumentos no preço da mesma¹⁸ (*best price rule*).

Apesar de a lei federal norte-americana conter regras que visam a proteger os interesses dos acionistas da companhia visada, padece a mesma de alguns mecanismos considerados essenciais para a proteção dos acionistas minoritários, tais como a oferta pública obrigatória (*mandatory bid rule*). Além disso, a referida legislação é omissa no que diz respeito aos poderes do conselho de administração em impor medidas anti-*takeover*.

A este respeito, o poder do conselho de administração da companhia ofertada em impor medidas anti-*takeover* com vistas a impedir a ocorrência de ofertas hostis consiste na matéria onde a diferença regulatória entre EUA e Reino Unido se mostra mais evidente.

O modelo adotado pelo Reino Unido aloca o poder de decisão sobre a aceitação ou recusa da oferta pública unicamente nos acionistas da companhia ofertada. Desta forma, neste modelo, o poder dos membros do conselho de administração para impor medidas defensivas depende da prévia autorização dos acionistas da companhia ofertada.

Tal princípio, denominado *non-frustration principle*, consiste, deste modo, na expressa proibição aos conselheiros de ad-

ministração da companhia aberta de impor quaisquer medidas defensivas que visem a bloquear uma oferta hostil ou que impeçam os acionistas de se pronunciarem a respeito da oferta, sem a prévia autorização dos acionistas da companhia ofertada.

O *non-frustration principle* não significa, no entanto, que o conselho de administração da companhia ofertada deva exercer um papel puramente passivo quando da ocorrência de uma oferta hostil. A este respeito, note-se que as Regras n. 25.1 e 30.2 do Código de *Takeovers* determinam que o conselho de administração publique e distribua aos acionistas, imediatamente após a publicação do instrumento de oferta, relatório contendo a sua opinião (devidamente justificada) a respeito da oferta, a qual deverá incluir a visão do conselho sobre uma série de aspectos da mesma. É de se notar que o referido relatório poderá servir de meio para que o conselho tente convencer os acionistas a aceitarem ou rejeitarem a oferta.

Ademais, o conselho estará apto a tomar outras medidas, tais como iniciar a busca por um *white knight*, isto é, um segundo ofertante que esteja disposto a competir com o ofertante inicial, oferecendo aos acionistas da companhia ofertada condições econômicas mais vantajosas do que o último ou, ainda, apelar para as autoridades em matéria de concorrência, com o objetivo de bloquear a oferta hostil.

E, caso esteja devidamente autorizado pela assembleia geral de acionistas ou pelos estatutos, o conselho de administração poderá adotar as medidas defensivas permitidas pela legislação do Reino Unido.

É importante ressaltar que as regras contidas no *Takeover Code* influenciaram fortemente a elaboração da 13ª Diretiva da Comunidade Europeia sobre *takeovers* (Diretiva 2004/25/EC do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de abril de 2004, relativa às ofertas públicas de aquisição), cujo art. 9º da referida norma adota expressamente o *non-frustration principle*.

17. SEA 1934, Seção 14e-2.

18. SEA 1934, Seção 14(d)(7).

Nos Estados Unidos, por outro lado, a decisão sobre a aceitação ou rejeição da oferta está alocada, teoricamente, tanto nas mãos do conselho de administração quanto na dos acionistas da companhia ofertada. No entanto, os acionistas somente terão o direito de se manifestarem sobre a oferta caso os conselheiros de administração, primeiramente, concordem com os termos da oferta e permitam que a mesma siga o seu curso normal.

Isto se deve ao fato de os conselheiros de administração daquele país possuírem amplos poderes para impetrar uma série de medidas defensivas com o objetivo de frustrar a oferta pública, caso não concordem com os seus termos (o que se denomina na doutrina estrangeira por *board veto*).

Assim, nos casos em que o conselho de administração se oponha à oferta pública, estará livre para impor a medida defensiva que melhor lhe convier, com vistas a frustrar a oferta. Consequentemente, neste caso, os acionistas da companhia ofertada não terão o direito de se manifestar sobre qualquer aspecto da operação, somente podendo manifestar-se com relação aos méritos da oferta pública caso o conselho de administração, primeiramente, decida por não impor qualquer medida defensiva (ou, ainda, retirar as medidas eventualmente existentes), concordando em deixar a oferta prosseguir.

A defesa mais comumente utilizada pelos conselhos de administração norte-americanos é a *poison pill*, que consiste no direito de acionistas da companhia ofertada de adquirir novas ações emitidas pela companhia por um preço extremamente reduzido – normalmente 50% (cinquenta por cento) a menos que o seu preço normal. O direito de compra das ações é acionado quando um atual ou novo acionista – e potencial ofertante – adquire uma determinada percentagem de ações da companhia ofertada – normalmente, 10% ou 15% (dez ou quinze por cento). Todos os acionistas são, assim, convidados a adquirir participações, com exceção do potencial ofertante. Em consequência, verifica-se a di-

luição significativa da participação acionária deste último.

Desta forma, o efeito das *poison pills* consiste em desencorajar ofertas hostis e incentivar potenciais ofertantes a negociar previamente com o conselho de administração da companhia ofertada a respeito de suas intenções. Assim, caso o ofertante consiga convencer os conselheiros de administração a respeito das vantagens econômicas da oferta que pretende realizar, o conselho de administração cancela a *poison pill* e permite que a oferta prossiga seu curso normal.

Uma estratégia bastante comum adotada por potenciais ofertantes com o intuito de “derrubar” eventuais medidas que possam ser acionadas pelo conselho de administração da companhia ofertada consiste em dar início a uma *proxy fight* entre os acionistas da companhia com vistas a tentar destituir o atual conselho de administração¹⁹ e substituí-lo por outro, que seja favorável à oferta e que possa, em consequência, cancelar eventuais medidas defensivas em vigor.

Em resposta às *proxy fights*, os conselhos de administração criaram o *staggered board of directors*, que consiste em uma cláusula inserida nos estatutos sociais que proíbe a destituição de todos os conselheiros ao mesmo tempo. Desta forma, um potencial ofertante que adquira um bloco significativo de ações da companhia ofertada terá que, em tese, esperar dois ou três anos até que consiga destituir a totalidade dos conselheiros de administração, substituindo-os por outros que lhe sejam favoráveis.²⁰

Todavia, ressalte-se que, apesar de os administradores de companhias norte-americanas possuírem ampla discricionariedade para adotar as medidas defensivas que melhor lhes aprouver, é importante ressaltar que os mesmos estão sujeitos às regras sobre

19. Nos Estados Unidos, a destituição de administradores pode ser feita a qualquer tempo e sem quaisquer motivos.

20. R. C. Clark, *Corporate Law*, p. 576.

deveres e responsabilidades dos administradores e, portanto, estão obrigados a agir sempre com vistas aos melhores interesses da companhia.

Em consequência, a imposição de medidas anti-*takeover* deve estar sempre atrelada aos princípios que regem a boa conduta dos administradores. Ademais, caso a companhia tenha sido constituída no estado de Delaware, a Suprema Corte daquele Estado proferiu diversas decisões a partir de 1985, as quais impõem limites adicionais,²¹ além daqueles inseridos dentro dos deveres gerais dos administradores, ao poder discricionário dos mesmos de impor medidas anti-*takeover*.

Em resumo, pode-se concluir o modelo Americano é mais voltado para a proteção das políticas e estratégias de administração que os administradores fixaram para determinada companhia, ao passo que no Reino Unido a legislação é orientada para a proteção dos acionistas minoritários.

Muito se discute na doutrina a respeito dos benefícios e malefícios de se instituir uma regra impedindo que os administradores da companhia-alvo imponham medidas defensivas sem o prévio consentimento dos acionistas.²²

21. A decisão mais significativa neste aspecto foi proferida no âmbito do caso *Unocal Corp. vs. Mesa Petroleum Co.* 493 A.2d 946 (Del. 1985), no qual a Suprema Corte do Estado de Delaware criou um parâmetro a ser adotado para que se possa verificar se o conselho de administração, ao impor uma medida defensiva para tentar bloquear uma oferta hostil, agiu dentro de seus deveres legais como administradores ou, caso contrário, se extrapolou tais deveres agindo, portanto, com abuso de poder.

22. Autores a favor do *non-frustration principle*: Lucian Bebchuk, "The Case against Board Veto in Corporate Takeovers", *University of Chicago Law Review* 69/973-1.035, disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=314703, acesso set./2008; Frank Easterbrook e Daniel Fischel, "The Proper Role of a Target's Management in responding to a Tender Offer", *94 Harvard Law Review* 1161 (1981). Autores a favor do *board veto*: Martin Lipton e Paul Rowe, "Pills, Polls and Professors: a Reply to Professor Gilson", *NYU Centre for Law and Business Research Paper* n. 01-006, disponível em <http://ssrn.com/abstract=268520>, acesso set./2008.

Em primeiro lugar, pode-se alegar que, sendo os acionistas, de fato, os "donos" da companhia, o mais justo é que os mesmos deveriam deter a decisão final tanto sobre a imposição de medidas defensivas como sobre a aceitação ou rejeição da oferta.

Em segundo lugar, podemos citar a teoria do *market for corporate control* como vantagem apresentada pelo modelo adotado no Reino Unido. A referida teoria determina que as ofertas públicas hostis são benéficas para a companhia, uma vez que estimulam a adoção de medidas de boa governança corporativa por parte dos administradores auxiliando, assim, na valorização da companhia perante o mercado. Isto porque a oferta hostil representa, para o administrador, uma ameaça constante à sua permanência no cargo, considerando que, caso o ofertante tenha sucesso na aquisição da companhia ofertada, é muito provável que ele opte por destituir a atual administração e substituí-la por administradores de sua confiança e que estejam dispostos a implementar as suas políticas econômicas e administrativas. Assim, a constante ameaça de uma oferta pública hostil auxiliaria os administradores a manterem-se sempre alinhados com os interesses dos acionistas da companhia, encorajando-os a agir de maneira mais diligente.

Em terceiro lugar, poder-se-ia alegar que o modelo adotado pelo Reino Unido seria o mais eficiente para evitar conflitos de interesses por parte dos administradores, já que deixar unicamente a cargo dos administradores a decisão de impor ou não medidas defensivas contra eventuais ofertas hostis poderia significar que as mesmas fossem colocadas apenas com o intuito de preservar os seus cargos, ainda que a oferta fosse vantajosa do ponto de vista econômico para os acionistas da companhia ofertada.

Por outro lado, o modelo adotado pelos Estados Unidos poderia ser considerado o mais eficiente para ajudar a dirimir o que se conhece por *collective action problem*. Este se traduz na incapacidade dos acionistas de

companhias que possuem o capital muito disperso de verificarem de que forma os demais exercerão as suas opções de vender ou não as suas ações. Desta forma, ainda que alguns acionistas pensem que a oferta é desvantajosa do ponto de vista econômico, eles podem sentir-se pressionados a vender as suas ações pelo simples medo de que a maioria o faça e, conseqüentemente, fiquem encerrados em uma companhia sem qualquer liquidez. Deste modo, o *board veto* atuaria como uma proteção para os acionistas minoritários.

Em segundo lugar, é defendido que os acionistas não dispõem do mesmo nível de conhecimento que os administradores sobre os negócios, políticas e informações internas da companhia. Uma vez que, em tese, possuem maior nível de informação sobre a companhia e pelo fato de estarem mais preparados para compreender as vantagens e desvantagens econômicas da oferta, os administradores seriam as pessoas mais adequadas para decidir se a oferta pública é vantajosa e, em conseqüência, se a mesma deveria ou não prosseguir.

Mais, poder-se-ia ressaltar que a possibilidade conferida aos administradores de impor medidas defensivas resulta em maior “poder de barganha” dos administradores sobre o ofertante, na medida em que lhes permite negociar um valor mais alto a ser pago pelas ações da companhia ofertada, em troca da possibilidade de não interpor quaisquer medidas defensivas com vistas a bloquear a oferta pública. Com efeito, é comum nos Estados Unidos que o ofertante, antes mesmo de anunciar a oferta ao mercado, negocie privadamente com os administradores da companhia alvo para tentar demovê-los da ideia de instituírem medidas defensivas.

Por fim, outra vantagem do modelo americano que poderíamos citar refere-se à maior facilidade de implementação de políticas de longo prazo. Tendo em vista que no Reino Unido a pressão exercida sobre os administradores pela constante ameaça de ofertas públicas *hostis* supostamente

encoraja-os a engajarem-se apenas em políticas e negócios que tenham resultados econômicos visíveis apenas a curto prazo, no modelo americano, *a contrario sensu*, os administradores, por não estarem submetidos à pressão externa que as constantes ameaças de ofertas públicas podem causar, podem implementar políticas e investimentos que tragam resultados mais a longo prazo e que sejam mais consistentes.

3. A regulação das ofertas *hostis* no Brasil

No Brasil, a aquisição de controle de companhia aberta deve ser sempre precedida de uma *OPA para a aquisição de controle de companhia aberta*, cuja regulação está definida pela Lei das S/A (arts. 257 a 263) e pela Instrução CVM n. 361/2002.

A OPA para aquisição de controle aplica-se às companhias cujo capital encontra-se tão disperso no mercado que não se torna possível identificar a figura do acionista controlador. Neste tipo de OPA, assim, não há que se falar em negociação privada, devendo o ofertante dirigir-se direta e indistintamente à generalidade dos acionistas que se encontram dispersos no mercado, aos quais caberá a decisão final sobre a aceitação ou rejeição da oferta. Assim, a OPA para aquisição de controle nada mais é do que uma oferta *hostil*.

Ao analisar a legislação que regula as OPAs para aquisição de controle, notamos que o seu principal objetivo consiste em garantir aos acionistas da companhia ofertada uma sólida e efetiva proteção, mediante uma série de mecanismos, dentre os quais destacamos:²³

(i) a OPA deverá ser dirigida indistintamente a todos os titulares de ações da mesma espécie e classe daquelas que sejam objeto da OPA;

(ii) a OPA deverá ser realizada de modo a assegurar tratamento equitativo aos desti-

23. Art. 4º da Instrução CVM n. 361.

natários, bem como permitir-lhes o acesso à informação adequada tanto em relação à companhia objeto como em relação ao ofertante, e dotá-los dos elementos necessários para a tomada de uma decisão consciente e independente a respeito dos méritos ou deméritos da oferta;

(iii) a OPA deverá ser intermediada por sociedade corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários ou por instituição financeira com carteira de investimento.

(iv) a OPA deverá ser lançada por preço uniforme, salvo algumas exceções previstas na regulamentação;

(v) a OPA deverá ser realizada mediante leilão em bolsa de valores, entidade de mercado de balcão organizado ou, em casos excepcionais e com prévia autorização da CVM, mediante outros procedimentos;

(vi) a OPA será imutável e irrevogável após a publicação do edital, somente podendo ser alterada em situações excepcionais e mediante expressa autorização da CVM; e

(vii) nos casos em que a OPA padeça de determinadas irregularidades, a CVM poderá suspendê-la ou mesmo cancelá-la.

Excetuando-se os casos de ofertas que envolvam a permuta de ações, a OPA para aquisição de controle não necessita de registro prévio na CVM.²⁴ Em qualquer dos casos, contudo, a oferta deve ser comunicada à CVM no prazo de vinte e quatro horas após a primeira publicação do edital.²⁵

O edital, por sua vez, deverá ser publicado na imprensa e deverá conter alguns elementos obrigatórios, tais como o número mínimo de ações que o ofertante se propõe a adquirir, o preço e as condições de pagamento, o prazo de validade da oferta, que não poderá ser inferior a vinte dias, e informações sobre o ofertante, dentre outros.²⁶

A legislação impõe ao ofertante, à instituição financeira e à própria CVM um dever de confidencialidade que deve ser observado até a publicação do edital, sob pena de condenação civil, administrativa e criminal. Esta regra tem por objetivo evitar a prática de crimes de uso indevido de informação privilegiada e manipulação de mercado e, além disso, eventuais manobras que poderiam ser executadas pelos administradores da companhia ofertada com vistas a frustrar a oferta.

Tão importante quanto o dever de sigilo é o dever de divulgar ao mercado a oferta quando da ocorrência de determinadas situações, tais como inesperada movimentação bursátil nos títulos da companhia ofertada, demonstrando indícios de vazamento da informação no mercado, de modo a evitar a prática de crimes de *insider trading* e manipulação de mercado.

Iniciado o período da oferta, a qual deverá permanecer aberta por, no mínimo, vinte dias, aqueles que decidirem aceitá-la deverão depositar as suas ações junto às instituições financeiras indicadas no edital da oferta, e assinar ordem irrevogável de venda ou permuta, nas condições ofertadas. Caso o número de aceitantes ultrapasse o máximo estabelecido no edital, será obrigatório o rateio.²⁷

Durante o período em que a oferta estiver aberta, o ofertante poderá melhorar o preço e as condições de pagamento uma única vez, desde que em percentagem igual ou superior a 5% (cinco por cento) e até dez dias antes do término do prazo da oferta, estendendo-se as novas condições aos acionistas que já tiverem aceito a oferta.²⁸ Tão logo tenha terminado o período da oferta, a instituição financeira intermediária comunicará o resultado à CVM e, mediante publicação pela imprensa, aos aceitantes.²⁹

Finalmente, a Lei das S/A estimula o surgimento de ofertas concorrentes, determi-

24. Art. 257, § 1º, da Lei das S/A.

25. Art. 258, parágrafo único, da Lei das S/A.

26. Art. 258, incisos I a VI, da Lei das S/A.

27. Art. 261, *caput* e § 3º, da Lei das S/A.

28. Art. 261, § 1º, da Lei das S/A.

29. Art. 261, § 2º, da Lei das S/A.

nando que a existência de oferta pública em curso não impede oferta concorrente, desde que observadas as normas desta seção. Mais, a referida lei prescreve que a publicação de oferta concorrente torna nulas as ordens de venda que já tenham sido firmadas em aceitação de oferta anterior.³⁰

4. Análise sobre eventuais alterações na legislação brasileira

Tendo analisado em detalhes as normas que regulam as operações de *takeovers* no Brasil, podemos concluir que a lei societária e a regulamentação da CVM possuem eficientes mecanismos de proteção, assegurando aos acionistas da companhia ofertada igualdade de tratamento e o *disclosure* de informações relevantes.

No entanto, entendemos que a referida legislação carece de procedimentos mais detalhados a respeito do processamento da oferta e, especialmente, dos direitos e deveres de cada uma das partes envolvidas na mesma.

Mais especificamente, a referida legislação não prevê quaisquer dispositivos a respeito dos deveres e obrigações do conselho de administração da companhia ofertada nos casos de *takeovers* hostis, isto é, nos casos de uma OPA para alienação de controle.

Com efeito, não há na referida legislação qualquer norma a respeito da postura que o conselho de administração deverá adotar nos casos em que a companhia para a qual trabalhem seja alvo de ofertas hostis. A título de exemplo, a legislação brasileira não prevê se os conselheiros de administração teriam a obrigação de disponibilizar aos acionistas relatório contendo a sua opinião a respeito da oferta ou se estariam aptos a buscarem um terceiro que esteja interessado em lançar uma oferta concorrente.

A respeito dos deveres do conselho de administração, o aspecto da regulação

30. Art. 262 da Lei das S/A.

de *takeovers* hostis que consideramos mais importante consiste na imposição de medidas anti-*takeover* com vistas a tentar bloquear a oferta hostil. Em relação a tal aspecto, nossa legislação é absolutamente omissa.

Conforme citado, a maioria das companhias abertas brasileiras que passaram por processos de reestruturação societária visando a dispersar o seu capital introduziram em seus estatutos sociais medidas anti-*takeover*, com o objetivo de desestimular possíveis ocorrências de OPAs para aquisição de controle.

Ressalte-se, a este respeito, que no Brasil tem ocorrido um amplo desvirtuamento da utilização de tais medidas, que se tornaram verdadeira “febre” entre as companhias brasileiras, sendo adotadas indiscriminadamente tanto por companhias com o capital mais disperso como, inclusive, por companhias que possuem o controle concentrado.

Com efeito, em estudo divulgado em junho de 2008,³¹ no qual foram analisadas 84 empresas listadas nos níveis diferenciados da Bovespa, verificou-se que 47 delas apresentavam medidas defensivas em seus estatutos, as quais, em sua maioria, impunham ao acionista a obrigação de realizar oferta pública a partir do momento em que fosse adquirido um determinado percentual de participação societária, normalmente estabelecido entre 15% (quinze por cento) e 20% (vinte por cento) do capital social.

Além disso, muitas companhias estabeleceram regras impondo penalidades, tais como restrições ao direito de voto e obrigação de realização de oferta pública de ações, a acionistas que descumprissem ou alterassem tais cláusulas, transformando-as em verdadeiras “cláusulas pétreas”.

Ou seja, no intuito de proteger a continuidade das atividades sociais, os acionistas

31. Medidas para evitar concentração de controle estão presentes na maioria dos estatutos, espaço Jurídico Bovespa, 2.6.2008, disponível em <http://www.bovespa.com.br/Investidor/Juridico/080602NotA.asp>, acesso set./2009.

que aprovaram tais cláusulas acabaram causando verdadeiro “engessamento” das companhias, tendo em vista que a adoção de medidas cada vez mais rígidas tem como consequência direta a perpetuação, muitas vezes indesejada, de uma má administração no poder. A adoção de tais medidas de forma exagerada e, por vezes, abusiva, vai de encontro aos princípios da boa governança corporativa e ao interesse social, pois dificulta ou mesmo inviabiliza a concretização de operações que poderiam ser vantajosas e agregar valor para a companhia e seus acionistas.

Tendo isto em vista, muito se tem discutido na doutrina sobre a necessidade de regulamentação específica de tais medidas, visando conter eventuais abusos.

Inicialmente, é importante considerar que o próprio mercado pode atuar como um fiscalizador de tais medidas, “punindo” companhias que adotem mecanismos de defesa demasiado rigorosos ou com finalidades diversas daquelas que devem nortear as políticas da companhia, que consistem na persecução do interesse social.

A título de exemplo, no caso do Brasil, no início do processo de pulverização do capital, as companhias passaram a adotar em seus estatutos sociais medidas preventivas bastante “poderosas”, as quais desestimulavam quase que completamente qualquer tentativa de aquisição de controle como, por exemplo, a obrigação de realizar a oferta pública para aquele que adquirisse mais de 10% (dez por cento) das ações de emissão da companhia ofertada. No entanto, à medida que novas companhias foram abrindo seu capital, notou-se uma tendência no sentido de as referidas companhias adotarem medidas mais suaves. Em 2008, algumas companhias que realizaram ofertas iniciais de ações no mercado, tais como Nutriplant, Hypermarcas, Le Lis Blanc e OGX optaram por não incluir qualquer medida preventiva em seus estatutos, talvez por entenderem que tais medidas acabariam por afastar potenciais

investimentos.³² Sendo assim, não há dúvidas de que o mercado pode auxiliar na regulação das medidas defensivas, ajudando a coibir práticas demasiado abusivas.

Entretanto, tendo em vista a gravidade das situações que a imposição de medidas anti-takover pode causar, nomeadamente situações de conflitos de interesses por parte dos administradores e, além disso, a possibilidade de os acionistas da companhia visada serem privados de opinar a respeito de uma questão essencial, como é a mudança de controle de uma companhia, entendemos que esta matéria deveria ser objeto de expressa regulamentação.

É importante ressaltar que a CVM, em 23 de junho de 2009, editou o Parecer de Orientação n. 36, visando coibir a inserção, nos estatutos das companhias, das referidas “cláusulas pétreas”, isto é, disposições estatutárias que impõem aos acionistas que votarem favoravelmente à alteração ou à supressão de cláusula de proteção à dispersão acionária a obrigação de realizar oferta pública de aquisição de ações.

No referido parecer, a CVM manifestase contrariamente à inserção de tais “sanções” nos estatutos, dispondo que “a aplicação concreta dessas disposições acessórias não se compatibiliza com diversos princípios e normas de legislação societária em vigor, especialmente nos arts. 115, 121, 122, I, e 129 da Lei n. 6.404/1976”. Completa o Parecer que a CVM não aplicará quaisquer penalidades, em processos administrativos sancionadores, aos acionistas que, nos termos da legislação em vigor, votarem a favor da supressão ou alteração de cláusulas que contenham mecanismos de proteção à dispersão acionária, ainda que eles não cumpram com as sanções previstas nos referidos estatutos.

A iniciativa da CVM, apesar de louvável e de significar um primeiro passo em direção a uma regulação mais aprofundada das medidas

32. *Revista Capital Aberto*, jun./2008.

defensivas, não supre, em nosso entender, a grave omissão de nossa regulamentação sobre *takeovers* a respeito de normas mais concretas regulando a utilização de tais medidas. Com efeito, o referido Parecer de Orientação limita-se a questionar a validade das “cláusulas pétreas”, isto é, das sanções impostas aos acionistas pelos estatutos das companhias, porém, não se posiciona a respeito da questão mais discutida atualmente na doutrina estrangeira sobre as referidas medidas: os limites de atuação do conselho de administração na imposição das medidas anti-*takeover*.

Conforme analisamos, a tendência em nosso mercado de capitais é que cada vez mais companhias optem por realizar procedimentos que favoreçam a dispersão do capital e apresentem um efetivo controle gerencial.

Caso ocorra em nosso mercado novas ofertas hostis para aquisição de companhias com o capital efetivamente disperso, como devem agir os administradores da companhia visada, se não há qualquer dispositivo na lei a regular esta hipótese? Deveriam eles opinar sobre a oferta? Teriam eles poderes para impor medidas anti-*takeover* sem realizar qualquer questionamento prévio aos acionistas da companhia ofertada? Sem qualquer dúvida, devido à omissão de regulamentação a este respeito, tais situações poderiam gerar muitas contestações em sede judicial e administrativa, além de causar grande instabilidade no mercado e possíveis prejuízos para os acionistas das companhias envolvidas.

Por tais motivos, consideramos essencial que a regulamentação existente seja alterada de forma a incluir disposição específica regulando os deveres e competências do conselho de administração na ocorrência de uma oferta hostil.

A este respeito, entendemos que o único papel que o conselho de administração deveria desempenhar na hipótese de ocorrência de uma oferta hostil deveria limitar-se à elaboração de um documento contendo a

sua opinião a respeito da oferta, a ser apresentado aos acionistas, porém sem qualquer poder vinculante. Deste modo, deveria caber unicamente aos acionistas da companhia ofertada, reunidos em assembleia geral, a análise e decisão final a respeito da aceitação ou rejeição de uma oferta hostil.

Entendemos que o Brasil deveria adotar o modelo seguido pelo Reino Unido, baseado no *non-frustration principle*, o qual proíbe os conselheiros de adotarem quaisquer medidas que visem a barrar uma oferta hostil sem o prévio consentimento dos acionistas.

Com efeito, o modelo seguido pelo Reino Unido se coaduna perfeitamente com o “espírito” da legislação brasileira a respeito das ofertas públicas. Isto porque ambas as legislações foram estruturadas e desenvolvidas com o propósito de conferir ao acionista, especialmente o da companhia ofertada, amplos mecanismos de proteção. A este respeito, ressalte-se a legislação brasileira é muito similar ao *Takeover Code*, pois foi efetivamente inspirada pelo conjunto de regras do referido Código.

Podemos citar uma série de normas existentes em ambas as legislações que primam pela proteção ao acionista, dentre as quais o princípio de igualdade entre os acionistas titulares da mesma classe de ações; as regras que determinam o *disclosure*, pelo ofertante, das informações necessárias, de forma que os acionistas da companhia visada possam decidir conscientemente e de posse de informações relevantes a respeito da venda ou não de suas ações; a participação obrigatória de uma instituição financeira com vistas a assegurar o pagamento do preço da oferta; as regras que determinam às partes envolvidas no processo a obrigação de manter sigilo, bem como as regras que determinam o *disclosure* da oferta, com o objetivo de evitar a prática de crimes de manipulação de mercado e de uso indevido de informação privilegiada; e, finalmente, o *tag along* a ser conferido aos acionistas minoritários nos casos de OPAs por alienação de controle.

Tendo em vista, portanto, a constante preocupação com o acionista minoritário que permeou a elaboração de nossa legislação sobre ofertas públicas, parece-nos que a regra que melhor atenderia este espírito seria, sem quaisquer dúvidas, aquela que coloca integralmente nas mãos dos acionistas a decisão sobre a aceitação ou rejeição da oferta.

A este respeito, poder-se-ia alegar que a inclusão de dispositivo legal expresso proibindo o conselho de administração de impetrar medidas que desestimulem ofertas hostis seria desnecessária, uma vez que o art. 156 da Lei das S/A já contém dispositivo determinando que o administrador está *proibido de intervir* em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia.

Com efeito, a legislação societária proibiu, *ex ante*, o administrador de votar nas matérias nas quais tenha interesse divergente e conflitante com o interesse da companhia. No entanto, diferentemente do parágrafo primeiro do art. 115 da Lei das S/A, no qual se encontram listadas, em rol extensivo, as situações nas quais o acionista tem um conflito de interesses formal, isto é, as situações nas quais o acionista encontra-se proibido de votar (deliberações da assembleia geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social, aprovação de suas contas como administrador e deliberações que puderem beneficiá-lo de modo particular), o art. 156 não exemplifica ou descreve quais seriam as situações nas quais haveria um evidente conflito de interesses que proibiria o administrador de intervir na operação.

Esta falta de indicação das matérias que seriam consideradas conflitantes acaba por gerar questionamentos *a posteriori*, tanto em sede administrativa como no âmbito judicial, uma vez que os administradores, em muitos casos, acabam por intervir indevidamente em matérias que, no entendimento dos acionistas, estariam conflitadas.

Conforme verificado, a imposição de medidas anti-*takeover* pelo conselho de administração da companhia ofertada consiste na situação mais dramática em termos de conflitos de interesses. Com efeito, considerando que a ocorrência de uma oferta hostil coloca em risco os cargos dos administradores da companhia ofertada, é muito provável que estes imponham medidas anti-*takeover* com o único propósito de manterem-se em seus cargos, ainda que a oferta seja vantajosa para os acionistas do ponto de vista econômico. Sobre a matéria, R.C. Clark³³ observa:

“Directors and officers of a corporation whose shares are subject to a hostile takeover bid face a serious conflict of interest. Indeed, we could well conclude that in no other context is the conflict of interest as serious as in the takeover situation. Often the managers’ jobs are at stake. The temptation to find what is best for oneself is also best for the corporation and shareholders (...), the temptation to spend corporate resources extravagantly in the attempt to fend off the raider (...), and the temptation to fend off shareholders’ interests (...) must be overwhelming. (...) For several reasons, the adoption of takeover defensive tactics usually involves extremely severe self-dealing. *The managers’ temptation to act out of self-interest and to ignore shareholder welfare is extraordinarily strong*” (grifamos).

A imposição de medidas anti-*takeover* contra eventuais ofertas hostis poderia gerar uma situação tão grave de conflitos de interesses que, nos termos da Lei das S/A, consistiria certamente em hipótese de proibição da prática do ato. No entanto, pode ocorrer que muitos administradores, na ocorrência de uma oferta hostil, acabem por não observar o mandamento contido no art. 156 da legislação societária, impetrando medidas anti-*takeover* ou impedindo que os acionistas sobre ela se pronunciem, sob a alegação de que estariam agindo no melhor interesse da companhia e de seus acionistas.

33. Número 34 acima, p. 588.

Em consequência, entendemos que a inclusão de norma semelhante ao *non-frustration principle*, a qual proibiria, expressamente, o administrador de impetrar medidas que visassem afastar ofertas hostis sem o prévio pronunciamento dos acionistas, teria o condão de evitar conflitos de interesses entre o administrador e a companhia, dando maior efetividade à norma contida no art. 156 da Lei das S/A.

Por todo o exposto, entendemos que a nossa regulamentação deveria ser alterada de modo a adotar regra expressa baseada no referido princípio da não frustração da oferta.

A referida alteração poderia dar-se no âmbito regulamentar da CVM, por meio de alteração à Instrução CVM n. 361/2002 ou, ainda, por meio de Parecer de Orientação a ser expedido pela autarquia.

A alteração teria por objetivo explicitar detalhadamente os poderes e deveres do conselho de administração na ocorrência de uma oferta hostil. Primeiramente, entendemos que deveria ser imputado ao conselho de administração a obrigação de elaborar relatório contendo a sua análise e opinião, devidamente justificada, a respeito das vantagens e desvantagens da oferta. Tal parecer deveria ser apresentado aos acionistas na assembleia que tivesse por finalidade apreciar a proposta de oferta, porém a sua natureza seria apenas informativa, não estando os acionistas, de qualquer forma, vinculados a proferir a sua decisão a respeito da aceitação ou rejeição da oferta com base no referido relatório.

Além disso, a regulamentação deveria incluir norma expressa proibindo o conselho de administração de impetrar qualquer medida que tivesse por finalidade impedir ou desestimular a ocorrência de uma oferta hostil sem a prévia autorização dos acionistas, reunidos em assembleia geral.

Por fim, entendemos que a regulamentação deveria incluir, ainda, norma orientando os estatutos das companhias abertas a conferir, integral e unicamente à assembleia geral

de acionistas a competência para analisar e decidir a respeito dos méritos da oferta, de modo a desestimular a inclusão em estatutos de normas conferindo ao conselho de administração poderes para fazer análises prévias a respeito da oferta, permitindo que os acionistas sobre ela deliberem apenas após a oferta ser aprovada pelo conselho, tal como disposto no estatuto ora analisado da BM&FBovespa.

5. Conclusão

Em resumo, entendemos que a regulamentação da CVM, por meio de alteração à Instrução CVM n. 361/2002 ou por meio de Parecer de Orientação, deveria *incluir disposição específica regulando detalhadamente os deveres do conselho de administração na ocorrência de uma oferta hostil e proibindo-o de impor quaisquer medidas com vistas a tentar bloquear a efetivação de uma OPA por aquisição de controle sem o prévio consentimento dos acionistas, bem como proibindo as companhias brasileiras de incluírem em seus estatutos sociais regras conferindo ao conselho de administração competência para decidir se uma oferta poderá ou não prosseguir* para, então, ser analisada pelos acionistas reunidos em assembleia geral.

6. Bibliografia

ARMOUR, John, e SKEEL, David. *Who Writes the Rules for Hostile Takeovers and Why? The Peculiar Divergence of US and UK Takeover Regulation*. Cambridge, Centre for Business Research, University of Cambridge, 2006.

BEBCHUK, Lucian. "The Case against Board Veto in Corporate Takeovers". *University of Chicago Law Review* 69/973-1.035, 2002. Disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=314703, acesso set./2008.

BOITEUX, F. N. "Oferta pública de aquisição de controle de companhia aberta". *Revista Forense* 301, Rio de Janeiro, jan.-mar./1988.

- BRATTON, W. W. *Corporate Finance: Cases and Materials*. Nova Iorque, Foundation Press, 2003.
- CANTIDIANO, Luiz Leonardo. "Aquisição originária de controle e tag along". *Jornal Valor Econômico on-line*, ed. 13.6.2007. Disponível em www.valoronline.com.br, acesso set./2008.
- CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. vol. 4, t. II. São Paulo, Saraiva, 2003.
- _____, e EIZIRIK, Nelson. *A Nova Lei das S/A*. São Paulo, Saraiva, 2002.
- CLARK, Robert Charles. *Corporate Law*. Boston, Aspen Law & Business, 1986.
- DAVIDOFF, Steven. "The Sec and the Failure of Federal Takeover Regulation". *Florida State University Law Review* 34/211, 2007. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=927858> in <http://papers.ssrn.com>, acesso set./2008.
- DAVIES, Paul. *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*. Londres, Sweet & Maxwell, 2003.
- _____. "The regulation of defensive tactics in the United Kingdom and the United States", in HOPT, Klaus, e WYMEERSCH, Eddy. *European Takeovers: Law and Practice*. Londres, Butterworths, 1992.
- _____, e HOPT, Klaus. "Control Transactions", in KRAAKMAN, Reinier e outros. *The Anatomy of Corporate Law: a Comparative and Functional Approach*. Nova Iorque, Oxford University Press, 2006.
- DRAYTON, Patrick. "Regulatory Structures: the Relationship between the Takeover Panel, the FSA and the Courts", in PAYNE, Jennifer. *Takeovers in English and German Law*. Oxford, Hart Publishing, 2002.
- EASTERBROOK, Frank, e FISCHER, Daniel. "The Proper Role of a Target's Management in responding to a Tender Offer". *94 Harvard Law Review* 1161, 1981.
- EIZIRIK, Nelson. "O mito do controle gerencial – Alguns dados empíricos". *Revista de Direito Mercantil, Industrial Econômico e Financeiro* 66/103, São Paulo, Ed. RT, 1987.
- GILSON, Ronald J. "Unocal Fifteen Years Later (and What We Can Do About It)". *Columbia Law and Economics Working Paper* 177. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=235417>, acesso set./2008.
- HOPT, Klaus. "The duties of the Directors of the Target Company in Hostile Takeovers", in FERRARRINI, Guido, HOPT, Klaus, e WYMEERSCH, Eddy. *Capital Markets in the Age of Euro*. Londres, Kluwer Law International, 2002.
- LEE, T. P. "Regulation of takeovers in selected national legal systems", in HOPT, Klaus, e WYMEERSCH, Eddy. *European Takeovers: Law and Practice*. Londres, Butterworths, 1992.
- LIPTON, Martin, e ROWE, Paul. "Pills, Polls and Professors: a Reply to Professor Gilson". *NYU Centre for Law and Business Research Paper* 01-006. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=268520>, acesso set./2008.
- ROMANO, Roberta. "A Guide to Takeovers", in HOPT, Klaus, e WYMEERSCH, Eddy. *European Takeovers: Law and Practice*. Londres, Butterworths, 1992.
- SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de Siqueira. *Transferência do Controle Acionário: Interpretação e Valor*. Niterói, FMF Editora, 2004.
- UNDERHILL, W., e AUSTMANN, A. "Defence Tactics", in PAYNE, Jennifer. *Takeovers in English and German Law*. Oxford, Hart Publishing, 2002.