

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE DIREITO

Marcelo Ramos Leite

POISON PILL BRASILEIRA E A DISPERSÃO ACIONÁRIA NO BRASIL

Porto Alegre
2015

MARCELO RAMOS LEITE

POISON PILL BRASILEIRA E A DISPERSÃO ACIONÁRIA NO BRASIL

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à banca examinadora como requisito para obtenção de grau de Bacharel em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

Orientador: Prof. Dr. Luis Felipe Spinelli

Porto Alegre
2015

MARCELO RAMOS LEITE

POISON PILL BRASILEIRA E A DISPERSÃO ACIONÁRIA NO BRASIL

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à banca examinadora como requisito para obtenção de grau de Bacharel em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

Aprovação em 15 de dezembro de 2015.

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. Luis Felipe Spinelli

(Orientador)

Prof. Dr. Luis Renato Ferreira da Silva

Prof. Dr. Rodrigo Tellechea Silva

AGRADECIMENTOS

À minha família, , que sempre me motivou e proporcionou todo o suporte e as condições necessárias para meu desenvolvimento acadêmico e pessoal.

Ao Prof. Luis Felipe Spinelli, pela orientação, ensinamentos e inspiração fornecidos desde o início deste projeto como professor orientador do presente trabalho de conclusão de curso.

Aos Profs. Daniel Mitidiero, Luis Renato Ferreira da Silva, Sérgio Mattos, Carlos Klein Zanini, Humberto Ávila e aos demais mestres que tive na Faculdade de Direito, os quais foram e seguirão sendo peças fundamentais em minha contínua construção.

Aos meus colegas de Trench, Rossi e Watanabe Advogados, especialmente a Felipe Lamb, Rafael Ribeiro, Giorgio Milano, Stefano Donassolo, Bruna Coradini e Lucas Griebeler, pelos ensinamentos diários e auxílio no desenvolvimento deste estudo.

Aos meus amigos Gustavo Sanseverino, Alexandre Chwartzmann, Eduardo Halperin, Augusta Diebold, André da Rocha Ferreira, Maria Laura Arnt, Luciano Piva, Marcelo Tosin, Pedro Rigon, Lucas Martini, Pedro Deos, Matheus Senna, Rodrigo Oliveira, Daniel Raupp e Cássio Macedo, que sempre estiveram presentes no decorrer deste longo e intenso tempo na Faculdade de Direito.

À Verena Waisberg, Carolin Brew e Raphael Souza, pelas revisões e sugestões dadas ao longo da preparação deste trabalho.

RESUMO

Poison pill é uma espécie de defesa contra tomadas hostis de controle. Criada nos Estados Unidos na década de 1980, como uma defesa contra o denominado “mercado de disputa pelo poder de controle”, a pílula foi importada por companhias abertas brasileiras e inseridas nos estatutos sociais destas recentemente. Todavia, a motivação e os efeitos por detrás da *poison pill* brasileira a diferenciam de sua equivalente norte-americana. Tendo em vista tal cenário, este estudo analisará a estrutura do capital das companhias brasileiras listadas no Novo Mercado e sua relação com o modelo brasileiro da pílula. Demonstrar-se-á que a despeito de um movimento em direção à diluição de controle, as companhias abertas brasileiras ainda têm um acionista controlador ou bloco de controle definidos. Nesse sentido, demonstrar-se-á como tal concentração de capital das companhias abertas brasileiras impacta a estrutura da *poison pill* brasileira. Além disso, serão analisadas a legalidade e a eficiência econômica de referido modelo de *poison pill*.

Palavras-chave: *Poison pills*. Controle diluído. Mercado de disputa pelo poder de controle. Tomada hostil. *Poison pill* brasileira. Companhia aberta. Controle concentrado. Novo Mercado.

ABSTRACT

Poison pill is a kind of defense against hostile takeovers. Created in the United States on the 1980's as a defense to the so-called "market for corporate control", the pill has been imported by Brazilian public companies and added to their bylaws recently. However, the motivation and effects behind the Brazilian poison pill model differs from its American counterpart. Given such scenario, this study will analyze the capital structure of Brazilian public companies listed on Novo Mercado and its relationship with the Brazilian model of the pill. It will be shown that despite a movement towards dispersed ownership, Brazilian public companies still have a defined controlling shareholder or a block of controlling shareholders. In this sense, it will be demonstrated how such concentration of capital in Brazilian public companies impacts the structure of the Brazilian poison pill. Furthermore, the legality and the economic efficiency of such poison pill model will be analyzed.

Key-words: Poison pills. Dispersed ownership. Market for corporate control. Hostile takeover. Brazilian poison pills. Public company. Concentrated ownership. Novo Mercado.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	8
2	ESTRUTURA DO PODER DE CONTROLE	11
3	<i>POISON PILLS</i> E A DISPERSÃO DE CAPITAL	16
3.1	CUSTOS DE AGÊNCIA	16
3.2	MERCADO DE DISPUTA PELO PODER DE CONTROLE E TOMADAS HOSTIS DE CONTROLE	19
3.3	MÉTODOS DE DEFESA CONTRA TOMADAS HOSTIS DE CONTROLE	21
3.4	POISON PILLS NA REALIDADE NORTE-AMERICANA	24
4	A ESTRUTURA DO CAPITAL NO BRASIL	30
4.1	SÉCULO XIX À DÉCADA DE 1990	30
4.2	PANORAMA ATUAL	40
5	POISON PILL BRASILEIRA	47
5.1	ESTRUTURA	47
5.2	MOTIVAÇÕES	51
5.3	CONSEQUÊNCIAS DE SUA IMPLEMENTAÇÃO EM ESTATUTOS SOCIAIS	56
	5.3.1 Antijuridicidade	56
	5.3.2 Ineficiência Econômica	62
5.4	COMO SUPERÁ-LAS	64
5.5	SÍNTESE CONCLUSIVA	65
6	CONSIDERAÇÕES FINAIS	68
7	REFERÊNCIAS	70

"Corporations have ceased to be merely legal devices through which the private business transactions of individuals may be carried on. Though still much used for this purpose, the corporate form has acquired a larger significance. The Corporation has, in fact, become both a method of property and a means of organizing economic life. Grown to tremendous proportions, there may be said to have evolved a "corporate system" – as there was once a feudal system – which has attracted to itself a combination of attributes and power, and has attained a degree of prominence entitling it to be dealt with as a major social institution."

BERLE, Adolf A., MEANS, Gardiner C.. **The Modern Corporation and private property**. New Brunswick: Transaction Publishers, 1991, p. 3.

1 INTRODUÇÃO

O presente trabalho tem por objetivo o estudo das chamadas *poison pills brasileiras*. Assim, busca-se estudar a regulação jurídica deste instituto de recente introdução em nossas sociedades anônimas abertas.

Pretende-se responder algumas questões interligadas: (i) seria uma condição necessária para o surgimento das *poison pills* a existência de um mercado com capital disperso?; (ii) haveria no Brasil um mercado com o capital realmente pulverizado e, em decorrência, um mercado de disputa de poder de controle?; e, por fim, (iii) é adequada a adoção das *poison pills* brasileiras pelas companhias, como vem ocorrendo e seria sua inserção nos Estatutos Sociais uma medida antijurídica?

Aborda-se em um primeiro momento a estrutura do poder de controle, especialmente no que se refere à dicotomia entre os sistemas de controle concentrado e de controle diluído¹, e sua relação com o chamado mercado de disputa pelo poder de controle (*market for corporate control*, em sua denominação original em inglês).

Após, analisa-se, especificamente sob o prisma do direito comparado, com foco nos Estados Unidos, país onde há reconhecidamente sistema de controle diluído de capital, a relação das *poison pills* e a dispersão de capital. Serão tratados neste ponto, ainda, as tomadas *hostis* de

¹ Há de se ressaltar que mesmo dentre os países de controle concentrado, existem inúmeras particularidades, podendo se dizer, inclusive, que há diferentes sistemas de controle concentrado ao redor do mundo. GILSON, Ronald J. Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy. **Stanford Law and Economics Olin Working Paper**, n. 309, (August 2005). Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=784744>>. Acesso em: 18 de novembro de 2015.

controle e métodos de defesa contra estas, muito comuns de serem observadas neste país e, como será explicado após, de tímida presença em nosso país.

O quarto capítulo aborda a estrutura do capital no Brasil, com um breve apanhado histórico, culminando com a realidade societária brasileira atual. Aqui, o foco central será o mercado de capitais brasileiro. Dessa forma, apresenta-se uma evolução da estrutura de capital em nosso país, sustentando que apesar de alguns exemplos significativos de surgimento de companhias com controle diluído nos últimos tempos, o que se tem atualmente é basicamente um sistema de controle concentrado. Assim, difere-se substancialmente dos Estados Unidos, o que traria, a rigor, uma inexistência de mercado de disputa pelo poder de controle de sociedades anônimas abertas no Brasil².

Todavia, ainda que inexistente referido mercado de disputa pelo poder de controle, cada vez mais companhias brasileiras introduziram em seus estatutos sociais métodos de defesa contra tomadas hostis de controle, em especial as ora denominadas *poison pills* brasileiras. O quinto capítulo deste trabalho aborda as referidas “pílulas de veneno” tupiniquins, conceituando-as e dissecando sua estruturação, bem como explicando a motivação para sua utilização em nosso ordenamento jurídico, e, por fim, tratando das consequências práticas e jurídicas de sua implementação nos estatutos sociais de nossas sociedades anônimas abertas.

Como referido acima, o presente trabalho visa a apresentar um panorama geral desta forma de mecanismo de defesa, primeiramente sob a óptica internacional e, após, sob o enfoque do Direito Societário nacional. Desta forma, analisar-se-á a legislação brasileira pertinente, disposições da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e Regulamento do Novo Mercado, bem como estatutos sociais de determinadas companhias listadas no Novo Mercado, as quais serão o objeto de estudo e pesquisa deste trabalho.

Assim, amparando-se nas palavras de Hernani ESTRELLA, buscar-se-á compreender o fenômeno jurídico da *poison pill brasileira* e a maneira como se deu seu surgimento do seguinte modo:

“Aquela ‘lei do egoísmo prático’, de que falou Goethe, segundo a qual o mercador pensa e age, exulta e sofre, nos altos e baixos da fortuna, precisa ser considerada como

² MUNHOZ, Eduardo Secchi. Desafios do Direito Societário Brasileiro na Disciplina da Companhia Aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado. In CASTRO, Rodrigo R. M. de; ARAGÃO, Leandro S. de (coord.). **Direito Societário – Desafios atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 141

antecedendo a norma jurídica e nesta repercutindo, em maior ou menor extensão. Aliás, o próprio fenômeno jurídico não pode ser convenientemente entendido senão em consonância com a estrutura que lhe dá corpo e vida exterior. Por isso mesmo, o fato sujeito à observação impõe uma série de pesquisas, que se desdobram em quatro indagações, a saber: quando? – investigação histórica; como? – modalidade com que se exterioriza; por que? – nexos de causalidade; - para que? – relação de finalidade.”³

Dito isto, inicia-se a seguir um breve estudo das características da estruturação do poder de controle em companhias, tendo por base os conceitos introduzidos por Adolf BERLE e Gardiner MEANS na primeira metade do século XX e a posterior evolução doutrinária, mormente internacional, calcada em pesquisas empíricas de concentração e dispersão acionária em diferentes países. Para a análise específica do Brasil, destina-se a quarta parte deste trabalho.

³ ESTRELLA, Hernani. **Apuração dos Haveres do Sócio**. Rio de Janeiro: José Konfino, 1960, p. 7-8.

2 ESTRUTURA DO PODER DE CONTROLE

O controle interno de uma sociedade⁴, à primeira vista, adviria única e exclusivamente dos proprietários das ações desta sociedade, *i.e.*, seus acionistas, reunidos em sede de assembleia geral. Nas palavras de Fábio Konder COMPARATO, “a definição de dominação ou controle, na sociedade anônima [...] é sempre feita em função da assembleia-geral, pois ela é o órgão primário ou imediato da corporação, que investe todos os demais e constitui a última instância decisória”⁵.

Apresentada há quase 85 anos por Adolf BERLE e Gardiner MEANS, em seu livro *The Modern Corporation and Private Property*⁶, a dissociação entre propriedade acionária e poder de comando empresarial já era fenômeno presente em muitas das companhias de capital aberto do Estados Unidos⁷. Em seu estudo, BERLE e MEANS elaboraram uma classificação do controle interno dividida em cinco espécies: (i) controle com quase completa propriedade acionária, (ii) controle majoritário, (iii) controle obtido mediante expedientes legais, (iv) controle minoritário (ou diluído) e (v) controle administrativo ou gerencial⁸. Cada um destes tipos seriam passos em direção à separação entre propriedade e controle, partindo-se do capital mais concentrado ao capital mais disperso, culminando, assim, no controle gerencial.

⁴ Antes de adentrar-se na classificação estabelecida por BERLE e MEANS, é importante diferenciar controle interno e controle externo. O controle interno é aquele no qual o exercício do controle por seu titular ocorre internamente à sociedade, utilizando os instrumentos societários adequados, ou seja, no caso das Sociedades Anônimas, a deliberação em assembleia. Por outro lado, o controle externo é aquele em que o controle é exercido externamente à sociedade, sem que o seu titular faça parte de qualquer órgão da companhia, o qual também pode ser denominado “influência dominante”, exercido normalmente mais de fato que de direito e decorrente de fatores externos à estrutura societária, tais como, dependência econômica de um terceiro sem qualquer participação acionária (são exemplos desta dependência econômica: os contratos de franquia e contratos de fornecimento, ou, ainda, casos de endividamento da companhia e a influência de seus credores na tomada de decisões). Neste trabalho, o foco recairá sobre o controle interno, tendo em vista a sua íntima relação com o fenômeno da *poison pill* brasileira.

⁵ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO Filho, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 6ª edição revista e atualizada. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2014, p. 43.

⁶ BERLE, Adolf A., MEANS, Gardiner C.. **The Modern Corporation and private property**. New Brunswick: Transaction Publishers, 1991

⁷ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO Filho, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 6ª edição revista e atualizada. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2014, p. 44.

⁸ Em suas palavras, “five major types can be distinguished, though no sharp dividing line separates type from type. These include (1) control through almost complete ownership, (2) majority control, (3) control through a legal device without majority ownership, (4) minority control, and (v) management control. Of these, the first three are forms of control resting on a legal base and revolve about the right to vote a majority of the voting stock. The last two, minority and management control are extra legal, resting on a factual rather than a legal base.” BERLE, Adolf A., MEANS, Gardiner C.. **The Modern Corporation and private property**. New Brunswick: Transaction Publishers, 1991, p. 67.

A dispersão do capital seria resultado, segundo estes autores, do desenvolvimento de grandes corporações industriais no final do século 19 nos Estados Unidos. Estas *corporations* necessitariam de financiamento muito superior ao antigo modelo de empresa formado por apenas um empreendedor ou familiar⁹. Cumpre referir que esse maior volume de investimentos passa pela introdução da responsabilidade limitada (*limited liability*) aos ordenamentos jurídicos da época, possibilitando, assim, a diversificação dos riscos para os investidores (especialmente os pequenos investidores) e conseqüente desenvolvimento do mercado de capitais norte-americano¹⁰.

Atualmente, no Brasil, as espécies apresentadas por BERLE e MEANS são amplamente aceitas, porém, com uma ressalva. Em realidade, seriam quatro modalidades ao invés das cinco originalmente propostas. O controle mediante expedientes legais estaria abrangido pelas três primeiras e, dessa forma, os tipos de controle interno seriam os seguintes: (i) controle com (quase) completa propriedade acionária, (ii) controle majoritário, (iii) controle minoritário e (iv) controle gerencial¹¹.

Em linhas gerais, a primeira espécie, o controle totalitário ou com quase completa titularidade acionária seria aquela na qual propriedade e controle confundem-se de maneira perfeita, *i.e.*, o controle é exercido pelo detentor (ou detentores) da totalidade do capital da companhia. Por sua vez, o controle majoritário, muito presente no Brasil, é aquele exercido por acionista detentor de mais de 50% do capital votante da companhia, utilizando-o para eleger os administradores desta e, portanto, controlando-a de maneira estável, calcado no princípio majoritário. Ainda, o controle minoritário é fundado em número de ações inferior à metade do capital votante e é exercido por acionista que controla a companhia devido à abstenção e inércia dos demais, elegendo os membros da administração da companhia na assembleia geral. Por fim, o controle gerencial é aquele que não se funda em participação acionária, isto é, totalmente

⁹ BAINBRIDGE, Stephen M.. **Corporation law and economics**. New York: West Group, 2002, p. 196.

¹⁰ Para uma explicação detalhada sobre a introdução da responsabilidade limitada e seus efeitos na atividade empresarial contemporânea, ver, e.g., KERSHAW, David. **Company Law in Context – text and materials**, 2ª edição. Oxford: Oxford University Press, 2012, p. 20 e ss.; BAINBRIDGE, Stephen M.. **Corporation law and economics**. New York: West Group, 2002, p. 126 e ss.; SALAMA, Bruno Meyerhof. **O Fim da Responsabilidade Limitada no Brasil – História, Direito e Economia**. São Paulo: Malheiros, 2014.

¹¹ Conforme COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO Filho, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 6ª edição revista e atualizada. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2014, p. 67; e, SCALZILLI, João Pedro. **Mercado de Capitais – Ofertas Hostis e Técnicas de Defesa**. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 38.

exercido pelos administradores da companhia em face da extrema dispersão acionária, exercendo o controle de fato desta. Neste último caso, o controle e a propriedade da companhia são totalmente dissociados¹².

A partir desta classificação, é possível pensar em dois sistemas dicotômicos de estruturação do poder de controle, separando-o em sistema de controle concentrado (o qual abrange, preponderantemente, os dois primeiros acima referidos) e o sistema de controle diluído (o qual abarca, de modo preponderante, os dois últimos).

No mundo, o controle concentrado é o sistema predominante, incluindo no Brasil. Apenas nos Estados Unidos e no Reino Unido é que o controle diluído sobressai-se, pois apenas nestas duas jurisdições é que o controle de suas companhias abertas está presente no chamado *free float*¹³.

Inúmeras são as explicações para a “adoção” de um ou outro sistema, como as diferentes origens jurídicas de cada país e o consequente tratamento concedido aos direitos dos acionistas minoritários e investidores.

Nesse sentido, segundo os estudos de LA PORTA *et al*, os países da *common law* teriam maior proteção aos investidores, garantindo assim um maior desenvolvimento financeiro e, conseqüentemente, maior dispersão acionária, enquanto que os países da tradição do *civil law*, especialmente aqueles romanistas franceses, teriam um nível menor de proteção, o que explicaria a maior concentração do controle acionário¹⁴. Para eles, haveria uma necessária correlação entre a extração de benefícios privados pelo controlador e a concentração do poder. Ainda segundo estes economistas, utilizando-se de técnicas de Direito Comparado e pesquisas empíricas, a adoção dos sistemas jurídicos se daria por meio involuntário. Por fim, estes mesmos autores afirmam, da

¹² Para uma completa conceituação de cada uma das espécies de controle ver, e.g., BERLE, Adolf A., MEANS, Gardiner C.. **The Modern Corporation and private property**. New Brunswick: Transaction Publishers, 1991; COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO Filho, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima, 6ª edição revista e atualizada**. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2014

¹³ GILSON, Ronald J. Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy. **Stanford Law and Economics Olin Working Paper**, n. 309, (August 2005). Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=784744>>. Acesso em: 18 de novembro de 2015, p. 2.

¹⁴ LA PORTA, Rafael; LÓPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. The Economic Consequences of Legal Origins. **Journal of Economic Literature**, Pittsburgh, v. 46, n. 2, p. 285-322, June 2008. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1028081>. Acesso em: 18 de novembro de 2015.

mesma maneira que BERLE e MEANS, ser o sistema de controle diluído a última escala na evolução da governança corporativa de companhias.

Tal argumento de LA PORTA *et al* quanto às origens jurídicas (*common law vs. civil law*), a qualidade do direito de cada jurisdição, sua forma de adoção (ou transplante, como normalmente referido na doutrina) e sua relação causal com o sistema de controle é controvertido, pois, nas palavras de Mariana PARGENDLER, “tal visão do Direito privado como uma ‘dotação politicamente neutra’, no entanto, entra em choque com a intuição básica que diz ser o Direito moderno o resultado da vontade do povo, bem como com a literatura, crescente, que defende o papel da política local como um determinante mais poderoso do desenvolvimento jurídico e financeiro”¹⁵.

Para além do argumento introduzido por LA PORTA *et al*, Mark ROE aponta a influência da política na concentração de controle. Sua análise leva em conta, especialmente, os países social-democratas europeus, e.g., França, Alemanha, Itália e os países da Escandinávia. Dessa forma, como constam de seus exemplos países com *bom direito* (*good law*), a explicação para a dispersão apresentada por LA PORTA *et al* seria insuficiente. ROE identifica a política social-democrática como uma força influente em direção a um sistema de controle concentrado.

Tendo em vista a maior preocupação do Estado com a taxa de emprego, os administradores de companhias europeias se veriam mais pressionados a estabilizar estes empregos e evitar riscos desnecessários à companhia. Dessa forma, como haveria outros interesses dos administradores contrários (como o exemplo do direito dos trabalhadores acima referido) à maximização da riqueza dos acionistas, para ele, simplificada, o sistema político da social democracia traria maiores custos de agência (*agency costs*) na relação acionista-administrador para as companhias abertas europeias em comparação, por exemplo, com as companhias abertas norte-americanas. Assim, apenas acionistas do bloco de controle teriam os meios e motivações necessários para controlar os administradores e refrear tais custos nos países europeus, evitando um movimento em direção à diluição do controle¹⁶.

¹⁵ PARGENDLER, Mariana. **Evolução do Direito Societário: lições do Brasil**. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 44-45.

¹⁶ ROE, Mark. Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control. *Stanford Law Review*, Vol. p. 539 (2000). Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=165143>. Acesso em: 18 de novembro de 2015 .

Da mesma maneira que a explicação de LA PORTA *et al*, a opção de ROE pela ênfase na questão política é, segundo Ronald GILSON, também insuficiente. Isso se deve ao fato de que é possível observar sistemas de controle concentrado em jurisdições onde não há presença forte de social-democracia. Para GILSON, ambos os argumentos descritos acima seriam essencialmente *path dependent*, i.e., as condições iniciais históricas de dado país, seja a qualidade do direito ou o caráter político, seriam determinantes para a tomada de decisão atual¹⁷. Simplificando, a história importa. A fim de explicar de maneira mais completa a dicotomia existente entre controle concentrado e controle diluído, GILSON sugere a utilização da (i) política, (ii) direito e (iii) eficiência, acrescidos de (iv) uma análise da condição inicial de cada país. Ou seja, trata-se de análise mais completa, utilizando um maior número de critérios para averiguação das razões pelas quais dado país é caracterizado pelo controle diluído ou pelo controle concentrado.

Como se verá na quarta parte deste trabalho, a política local e o empresariado local influenciaram significativamente a forma como ocorreu o desenvolvimento de nosso Direito Societário, isto é, de maneira a concentrar o poder de controle das companhias brasileiras e de nosso mercado de capitais¹⁸. Todavia, antes de adentrar o caso específico da evolução da estrutura do capital do Brasil e seu relacionamento com o instituto das *poison pills brasileiras*, tratar-se-á da relação entre a dispersão de capital e o surgimento da *poison pill* original nos Estados Unidos.

¹⁷ GILSON, Ronald J. Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy. **Stanford Law and Economics Olin Working Paper**, n. 309, (August 2005). Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=784744>>. Acesso em: 18 de novembro de 2015, p. 3-4.

¹⁸ Inúmeros são os estudos que apontam este fato. Ver, e.g., GORGA, Érica, Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries. **Cornell Law Faculty Working Papers**, paper 42, 2008. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1121037>. Acesso em: 18 de novembro de 2015; PARGENDLER, Mariana. **Evolução do Direito Societário: lições do Brasil**. São Paulo: Saraiva, 2013; SALOMÃO Filho, Calixto. **O Novo Direito Societário**, 4ª edição, revista e ampliada. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 63-74.

3 ***POISON PILLS E A DISPERSÃO DE CAPITAL***

Superada a análise inicial da estruturação do poder de controle, busca-se apresentar a relação entre o surgimento das *poison pills* e a dispersão de capital em dado país. Para tanto, analisar-se-á as condicionantes para a criação de referido mecanismo de defesa contra tomada hostil de controle, tais como os custos de agência existentes nas organizações societárias, passando por instrumentos externos normalmente utilizados para sua mitigação e redução, *i.e.*, *market for corporate control*.

3.1 CUSTOS DE AGÊNCIA

Custos de agência são custos decorrentes do desalinhamento de interesses entre o principal e o agente. Isto é, quando uma parte (denominada “principal”) elege outra parte (denominada “agente”) para agir em seu nome, o alinhamento dos seus interesses é problema recorrente. Dessa maneira, o principal deve, como se verá abaixo, motivar o agente a agir conforme o interesse do principal, não em seu próprio interesse. Nas palavras de KRAAKMAN *et al*, o problema dos custos de agência pode ser assim definido:

“An agency problem – in the most general sense of the term – arises whenever the welfare of one party, termed the ‘principal’, depends upon actions taken by another party, termed the ‘agent’. The problem lies in motivating the agent to act in the principal’s interest rather than simply in the agent’s own interest.”¹⁹

De extrema importância para o Direito como um todo, o termo custo de agência foi cunhado por economistas, sem qualquer preocupação jurídica e, por essa razão, não deve ser confundido com a disciplina legal do contrato de agência²⁰.

No contexto do Direito Societário, há diferentes exemplos de tipos de custos de agência, como: (i) entre administradores (“agente”) e acionistas (“principal”), (ii) acionista controlador

¹⁹ KRAAKMAN, Reinier et al. **The Anatomy of Corporate Law – A comparative and functional approach**, 2ª edição. Oxford: Oxford University Press, 2009, p. 35.

²⁰ Disposto nos artigos 710 e ss. do Código Civil de 2002.

(“agente”) e acionistas minoritários (“principal”), e (iii) companhia (“agente”) e outros *stakeholders*, tais como empregados (“principal”)²¹.

Nos países de controle diluído, a literatura referente ao problema dos custos de agência é mais vasta que nos países de controle concentrado. Nestes países, a separação entre propriedade e controle é fator determinante para a existência dos custos de agência nas relações entre administradores e os acionistas de dada companhia. Como a base acionária é tão extensa, a existência de múltiplos “principais” aumenta os custos de coordenação (*coordination costs*) entre eles, devido aos diferentes interesses existentes entre tais acionistas, o que torna ainda mais complexa a tentativa de redução do referido problema²².

Ainda, como em companhias de controle diluído a grande maioria dos acionistas detém participação pequena no capital social (não raro, porcentagem inferior a 1% do total de ações emitidas da companhia), o custo de monitoramento individual por parte do acionista de sua administração é superior ao possível ganho financeiro que a atividade de monitoramento do acionista durante dado período de tempo e seu ativismo na assembleia geral garantiriam com o acréscimo do valor das ações detidas por ele, por exemplo. Assim, a hipótese de ocorrer apatia racional (*rational apathy*) por parte dos acionistas de companhias abertas nos Estados Unidos é muito aceita na doutrina²³.

A falta de ação coletiva da base acionária é acentuada pelos problemas de coordenação entre os acionistas, os quais acabam não agindo, pois, os custos de monitoramento (*e.g.* leitura e revisão de relatórios da administração), presença em assembleias e tomadas de ação são maiores que o proveito individual que o acionista garantiria, a despeito do proveito garantido a todos. Isto leva ao chamado *absenteísmo assemblear*, caracterizado pela falta de interesse dos acionistas em participar das assembleias gerais das companhias²⁴. Nos dizeres de Joaquín GARRIGUES:

²¹ KERSHAW, David. **Company Law in Context – text and materials**, 2ª edição. Oxford: Oxford University Press, 2012, p. 177.

²² KRAAKMAN, Reinier et al. **The Anatomy of Corporate Law – A comparative and functional approach**, 2ª edição. Oxford: Oxford University Press, 2009, p. 36.

²³ Para um maior desenvolvimento do tema da apatia racional dos investidores, ver, *e.g.* KERSHAW, David. **Company Law in Context – text and materials**, 2ª edição. Oxford: Oxford University Press, 2012, p. 180 e ss..

²⁴ OIOLI, Erik Frederico. **Regime Jurídico do Capital Disperso na Lei das S.A.**. São Paulo: Almedina, 2014, p. 144-145.

"O modelo democrático, que se traduzia na concessão de direitos para os que exercitem os acionistas, é oposto à realidade social, pela simples razão de que os acionistas favorecidos se desinteressam da vida da sociedade. É o fenômeno do absenteísmo [...]. A assembleia de acionistas é uma comédia bem representada mas que goza de escasso público. De escasso número de assistentes, porém não de escasso volume de capital [...]. A organização democrática fracassou. As propostas dos conselhos de administração são aprovadas sem debate e por aclamação, que dispensa a votação. A minoria não lê e ninguém se interessa pelas contas. Qual é a causa desta atitude indiferente do acionista? A causa é que o legislador não levou em conta que nem todos os acionistas adquirem as ações impulsionados pelos mesmos propósitos econômicos. O motivo que impele uma pessoa a se tornar sócio de uma sociedade difere conforme o que se proponha, e estes motivos servem de base para classificar as sociedades mercantis. Se não quer trabalhar e deseja que outros se ocupem da administração da sociedade, ingressará numa sociedade de capitais, como é a anônima."²⁵

Este absenteísmo assemblear e a dissociação entre propriedade e controle geram o problema dos custos de agência na relação entre acionistas e administradores. A função do Direito Societário em busca de sua solução é muito bem resumido por CHOPER *et al*:

"[...] the governance of corporations is plagued by a fundamental agency problem: Shareholders delegate decisionmaking for certain transactions to management because managers have greater expertise; however, giving managers the discretion to deploy that expertise on behalf of the shareholders also gives the managers the discretion to favor their own interest at the expense of the shareholders. The function of corporate law is to provide a decisionmaking structure that allows management the discretion to deploy its expertise on behalf of shareholders, while at the same time establishing safeguards in situations in which management might utilize that discretion to favor itself."²⁶

É evidente o conflito de interesses existente entre acionistas e administradores de sociedades anônimas, do qual resultam os custos de agência. Assim, os operadores do direito, a doutrina e os legisladores têm buscado as mais variadas soluções a fim de alinhar estes interesses distintos, pois é do interesse de todas as partes que estes custos de agência sejam diminuídos²⁷.

²⁵ GUARRIGUES Y DÍAZ-CAÑABATE, Joaquín. **Problemas atuais das sociedades anônimas**. Tradução, prefácio e notas do Prof. Norberto da Costa Caruso MacDonald. Porto Alegre: Fabris, 1982, p. 24.

²⁶ CHOPER, Jesse; COFFEE, John. C.; GILSON, Ronald. **Cases and Materials on Corporations**. New York: Foundation Press, 2004, p. 888.

²⁷ Conforme KRAAKMAN *et al*: "Law can play an important role in reducing agency costs. Obvious examples are rules and procedures that enhance disclosure by agents or facilitate enforcement actions brought by principals against dishonest or negligent agents. Paradoxically, mechanisms that impose constraints on agents' ability to exploit their principals tend to benefit agents as much as – or even more than – they benefit the principals. The reason is that a principal will be willing to offer greater compensation to an agent when the principal is assured of performance that is honest and of high quality. To take a conspicuous example in the corporate context, rules of law that protect creditors from opportunistic behavior on the part of corporations should reduce the interest rate that corporations must pay for credit, thus benefiting corporations as well as creditors. Likewise, legal constraints on the ability of

A legislação apresenta como uma de suas soluções a imposição de deveres fiduciários aos administradores. Nas palavras de Luis Felipe SPINELLI, os deveres fiduciários podem ser considerados “[...] deveres genéricos, cuja linguagem é revestida por fórmulas largas, padrões de conduta ou standards comportamentais, que conferem ao intérprete e aplicador da lei uma mobilidade hermenêutica”²⁸. Resumidamente, são eles: dever de diligência, dever de obediência, dever de informar e dever de lealdade à companhia²⁹.

Há ainda outros exemplos de soluções para a redução dos custos de agência, os quais são divididos pela doutrina em (i) mecanismos internos e (ii) mecanismos externos de governança corporativa. São exemplos de mecanismos internos os (a) planos de remuneração de executivos³⁰ e (b) aumento da proporção de conselheiros não-executivos e independentes nos Conselhos de Administração das companhias, dentre outros. Por outro lado, o mais importante mecanismo externo é o denominado “mercado de disputa pelo poder de controle” (*market for corporate control*), como se verá no ponto abaixo.

3.2 MERCADO DE DISPUTA PELO PODER DE CONTROLE E TOMADAS HOSTIS DE CONTROLE

Nos Estados Unidos, o mercado de disputa pelo poder de controle existiria e seria percebido naquelas companhias abertas em que a administração esteja operando-a de maneira ineficiente e, por isso, com valor de sua ações mais baixo que o seu real potencial. Em outras

controlling shareholders to expropriate minority shareholders should increase the price at which shares can be sold to non-controlling shareholders, hence reducing the cost of outside equity capital for corporations. And rules of law that inhibit insider trading by corporate managers should increase the compensation that shareholders are willing to offer the managers. In general, reducing agency costs is in the interests of all parties to a transaction, principals and agents alike.” KRAAKMAN, Reinier et al. **The Anatomy of Corporate Law – A comparative and functional approach**, 2ª edição. Oxford: Oxford University Press, 2009, p. 37.

²⁸ SPINELLI, Luis Felipe. Conflito de Interesses na Administração da Sociedade Anônima: respeito à regra procedimental e inversão do ônus da prova. In: MARTINS-COSTA, Judith (coord.). **Modelos de Direito Privado**. São Paulo: Marcial Pons, 2014, p. 494.

²⁹ Sobre o tema, no Brasil, ver, e.g., SPINELLI, Luis Felipe. Conflito de Interesses na Administração da Sociedade Anônima: respeito à regra procedimental e inversão do ônus da prova. In: MARTINS-COSTA, Judith (coord.). **Modelos de Direito Privado**. São Paulo: Marcial Pons, 2014. p. 490-532.; e, para uma análise dos deveres fiduciários no Reino Unido, ver, e.g., KERSHAW, David. **Company Law in Context – text and materials**, 2ª edição. Oxford: Oxford University Press, 2012.

³⁰ São exemplos: *stock options* e planos de bônus anuais. Sobre o tema, ver, e.g., ROMANO, Roberta. **Foundations of Corporate Law**, 2ª edição. San Francisco: LexisNexis, 2012, p. 426 e ss..

palavras, o valor da ação de dada companhia poderia ser afetado por uma má administração e, dessa forma, investidores externos perceberiam o potencial ganho que esta companhia poderia ter destituindo-se a sua administração e a substituindo por uma mais eficiente. Assim, esta companhia seria alvo de uma tomada hostil de controle (*hostile takeover*). Ainda, segundo Roberta ROMANO, “by threatening managers with job loss if they do not maximize share value, the market for corporate control creates high-powered incentives for managers to further shareholders interests”³¹⁻³². Seriam, portanto, um instrumento externo chave para governança corporativa das companhias.

Em clássico estudo da década de 1960 sobre o mercado de disputa pelo poder de controle nos Estados Unidos, Henry MANNE fundamenta sua existência da seguinte forma:

“A fundamental premise underlying the market for corporate control is the existence of a high positive correlation between corporate managerial efficiency and the market price of shares of that company. As an existing company is poorly managed – in the sense of not making as great a return for the shareholders as could be accomplished under other feasible managements – the market price of the shares declines relative to the shares of other companies as a whole.”³³

Ao contrário de uma aquisição ou fusão amigáveis, a oferta hostil é feita diretamente aos acionistas, por meio de oferta pública de aquisição (*tender offer*), e não necessita de aprovação do conselho de administração (*board of directors*), o qual resta ignorado. É justamente essa supressão da tomada de decisão por parte da administração da companhia-alvo, realocando-a de maneira direta aos seus acionistas, que caracteriza como “hostil” tal oferta pública. Em outras palavras, levando-se em conta a ocorrência do controle minoritário e do controle gerencial na realidade norte-americana, o direcionamento da oferta de aquisição aos acionistas da companhia (proprietários das ações) em detrimento da decisão/parecer dos administradores sobre tal

³¹ ROMANO, Roberta. **Foundations of Corporate Law**, 2ª edição. San Francisco: LexisNexis, 2012, p. 488.

³² Ademais, conforme WEIR, “the incumbent management, faced with being replaced after a successful takeover, therefore has an incentive to pursue actions consistent with value maximization. Thus the threat of a hostile bid is an effective mechanism because it ensures that management will not want their reputation to be damaged on the managerial labor market.” (WEIR, Charlie. **The market for corporate control**. In: WRIGHT, Mike; SIEGEL, Donald; FILATOTCHEV, Igor. (coord.) **The Oxford Handbook of Corporate Governance**. Oxford: Oxford University Press, 2013, p. 330-331).

³³ MANNE, Henry. Mergers and the Market for Corporate Control. In: ROMANO, Roberta (coord.). **Foundations of Corporate Law**. 2 ed. San Francisco: LexisNexis, 2012, p. 491.

transação, é considerada hostil justamente por retirar a tomada de decisão sobre os rumos da companhia de quem de fato exerce o seu controle³⁴.

No contexto dos Estados Unidos, as tomadas hostis de controle cumpririam o papel de instrumentos disciplinadores dos administradores e diminuidores destes custos de agência, culminando, assim, no mercado de disputa de poder de controle. Assim, nas palavras de Charlie WEIR:

“The market is driven by competition between management teams, with shareholders being willing to sell their shares to the highest bidder, and it is this willingness that constrains managerial discretion. The fact that shareholders may agree to sell their shares sends a signal that they believe the company to be undervalued. The bidding company’s actions do the same. If there is a general perception that the incumbent management has done badly, a successful bid will probably result in the management being replaced. The market for corporate control is therefore a disciplining mechanism of last resort which comes into operation when the internal governance mechanisms have failed to address the issue of poor management. The market for corporate control is associated with hostile bids as the managements of the target companies try to protect their jobs by rejecting the bid.”³⁵

Se alcançado seu objetivo pretendido, o mercado de disputa de poder de controle deveria, portanto, resultar em estes recursos serem utilizados para criar valor acrescido e beneficiar os acionistas. Todavia, os administradores das companhias norte-americanas, tendo em vista a distribuição de poder derivada do controle gerencial, passaram a criar e utilizar-se de mecanismos de defesa contra tais tomadas hostis de controle, a fim de perpetuar-se no comando da companhia.

3.3 MÉTODOS DE DEFESA CONTRA TOMADAS HOSTIS DE CONTROLE

As táticas de defesa empregadas pelos administradores norte-americanos podem ser utilizadas separada ou conjuntamente, dependendo da estratégia a ser adotada. São barreiras

³⁴ DAVIES, Paul; HOPT, Klaus. **Control Transactions**. In: KRAAKMAN, Reinier (coord.). **The Anatomy of Corporate Law – A comparative and functional approach**, 2ª edição. Oxford: Oxford University Press, 2009, p. 226-227.

³⁵ WEIR, Charlie. **The market for corporate control**. In: WRIGHT, Mike; SIEGEL, Donald; FILATOTCHEV, Igor. (coord.) **The Oxford Handbook of Corporate Governance**. Oxford: Oxford University Press, 2013, p. 330.

lançadas pelos administradores de companhias-alvo contra as tomadas hostis de controle: (i) disposições estatutárias ou contratuais denominadas “*shark repellants*”, as quais tentam dissuadir o ofertante antes mesmo de realizar a tentativa de tomada hostil, e.g., conselho de administração escalonado (*staggered board* ou *classified board*) e maioria qualificada para deliberar sobre reorganizações societárias (*supermajority provisions*); (ii) *greenmail*, no qual a companhia-alvo (por determinação dos seus administradores) recompra as ações adquiridas pelo ofertante, pagando um elevado prêmio para tanto; (iii) *white knights* ou oferta concorrente amigável, no qual os administradores da companhia sob “ataque” recorrem a um comprador amigo para este adquira suas ações, ao invés do ofertante hostil; (iv) *crown jewel*, onde a companhia-alvo vende alguns de seus ativos mais valiosos (muitas vezes à *white knights*), na esperança de que a oferta hostil cesse; e (v) *poison pills*³⁶.

Como se vê, o “arsenal” detido pelos administradores norte-americanos é vasto. Sua efetividade é muitas vezes garantida pelos poderes outorgados aos administradores, consubstanciados pela *business judgment rule* e a posição consolidada de não-interferência do judiciário norte-americano em assuntos próprios do planejamento empresarial. Apenas no caso de violação aos deveres fiduciários é que os tribunais norte-americanos sentem-se confortáveis para interferir no curso da atividade privada das companhias.

Ao contrário dos tribunais, acadêmicos norte-americanos apontavam que, por utilizar tais técnicas de defesa, influenciando a seu favor o mercado de disputa pelo poder de controle, os administradores estariam agindo em seu interesse próprio, sobrepondo-os ao dos acionistas. Por sua vez, o entendimento dos advogados envolvidos diretamente nas tomadas hostis ocorridas na década de 1980 é que tais defesas seriam, na realidade, mecanismos de proteção do valor da companhia a longo prazo, conseqüentemente protegendo o interesse dos acionistas e dos outros *stakeholders*. Atualmente, boa parte da academia norte-americana vai ao encontro do

³⁶ Para uma explicação mais detalhada e com outros exemplos sobre técnicas de defesa empregadas em contexto de tomada hostil de controle, ver, e.g., CHOPER, Jesse; COFFEE, John. C.; GILSON, Ronald. **Cases and Materials on Corporations**. New York: Foundation Press, 2004, P. 899 e ss.; BAINBRIDGE, Stephen M.. **Corporation law and economics**. New York: West Group, 2002, p. 677 e ss.; SCALZILLI, João Pedro. **Mercado de Capitais – Ofertas Hostis e Técnicas de Defesa**. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 197 e ss.; NASCIMENTO, João Pedro Barroso do Nascimento. **Medidas defensivas à tomada de controle de companhias**. São Paulo: Quartier Latin, 2011; SHIGUEMATSU, Plínio José Lopes. Mecanismos de proteção e estratégias de defesa em tomadas hostis de controle. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos (coord.). **Direito Societário – Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 389-440.

entendimento prático, aceitando que *potencialmente* os métodos de defesa são capazes de acrescentar valor ao acionista.

David KERSHAW resume de maneira sucinta os argumentos utilizados para que houvesse esta transformação no debate nos Estados Unidos:

“[...] although takeover defences may be used to entrench management they also have several potentially positive functions, depending on defence type. First, they facilitate an undistorted shareholder vote on the proposed transaction. Secondly, once the company is placed in play they allow the board to determine a sale strategy and control the sale process: a controlled sale process is likely to result in a higher premium than an uncontrolled auction. Thirdly, related to this, they give the board more time to identify other potential value-enhancing restructuring or third party purchaser options. Fourthly, they can prevent uninformed and uninformed shareholders from selling their shares for less than they are worth. Fifthly, they give the board greater bargaining power which may, depending on the particular circumstances, enable them to obtain a price that exceeds the board’s reservation price and to extract a greater share of any deal synergies.”³⁷

Ademais, Martin LIPTON, famoso advogado nova-iorquino e criador da *Poison Pill* no início da década de 1980³⁸, é outro quem defende que tais mecanismos de defesa permitem que o *board* possa, por exemplo, negociar os termos da oferta em nome dos acionistas, garantindo um aumento no valor da oferta inicial³⁹, seja pelo próprio ofertante inicial quanto por iniciar um leilão entre outros interessados. Estas técnicas de defesa serviriam, segundo ele, ainda, para repelir ofertas consideradas “inadequadas”, seja por seu valor abaixo do que o aceitável ou por se

³⁷ KERSHAW, David. **The illusion of importance: reconsidering the UK’s Takeover Defence Prohibition**. Em ICLQ volume 56, April 2007, pág. 270.

³⁸ Ainda que seja o seu criador, a denominação foi dada por um *investment banker* de Wall Street, conforme suas próprias palavras: “In September 1982, I published a memorandum describing the 'Warrant Dividend Plan'. The “warrant” of the Warrant Dividend Plan was a security that could be issued by the board of directors of a target company (before or after it was faced with an unsolicited bid) that would have the effect of increasing the time available to the board to react to an unsolicited bid and allowing the board to maintain control over the process of responding to the bid. Beginning at the end of 1982, in various forms it was used successfully by targets of hostile bids to gain time and maximize shareholder value. Six months later, in 1983, the plan was given its unfortunate nickname by an investment banker who had nothing to do with its creation. When asked by a *Wall Street Journal* reporter what to call a security – modeled on the Warrant Dividend Plan – issued on my advice by Lenox, Inc. to defend against a hostile tender offer, this banker responded flippantly, ‘a poison pill’”. LIPTON, Martin. Pills, Polls and Professors Redux. **University of Chicago Law Review**, v. 69, No. 3, 2002. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2017088&download=yes>. Acesso em 18 de novembro de 2015, p. 1043-1044

³⁹ Ver, LIPTON, Martin. Pills, Polls and Professors Redux. **University of Chicago Law Review**, v. 69, No. 3, 2002. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2017088&download=yes>. Acesso em 18 de novembro de 2015.

tratar de uma evidente tentativa de comprar as companhias por um baixo valor e, após, dilacerar seu patrimônio, por meio da venda de seus principais ativos, lucrando com isto. Dessa forma, LIPTON argumenta que além de proteção dos próprios acionistas, elas poderiam defender os interesses dos *stakeholders*, mormente os trabalhadores e seus empregos.

Como a *poison pill* é um dos mais eficientes mecanismos do rol de táticas de defesa engendrados por administradores e advogados, como LIPTON, passar-se-á analisá-la individualmente.

3.4 POISON PILLS NA REALIDADE NORTE-AMERICANA

As *poison pills* têm uma grande variedade de formas, não se referindo a apenas um dispositivo de defesa específico, mas sim a um conjunto de mecanismos que objetivam impedir, inibir ou dificultar tomadas hostis de controle. Sua forma básica seria um acordo sobre direitos de acionistas, o qual garantiria aos demais acionistas da companhia-alvo o direito de aquisição ou subscrição de novas ações da companhia-alvo por preços muito atrativos, a partir de um evento disparador do “gatilho” (*trigger*), *e.g.*, uma oferta hostil de tomada de controle ou acumulação de porcentagem específica de ações que permita a tomada de controle por parte do ofertante hostil, buscando, dessa forma, diluir a participação deste ofertante.

Gregg JARREL, James BRICKLEY e Jeffry NETTER assim as definem:

“Poison pills describes a family of shareholders rights agreements that, when triggered by an event such as a tender offer for control or the accumulation of a specified percentage of target shares by an acquirer, provide target shareholders with rights to purchase additional shares or to sell shares to the target at very attractive prices. These rights, when triggered, impose significant economic penalties on a hostile acquirer.”⁴⁰

Com relação às espécies de *poison pills*, há aquelas mais clássicas, desenvolvidas na década de 1980, denominadas planos de direitos atribuíveis aos acionistas⁴¹ (*shareholders rights*

⁴⁰ ARREL, Gregg; BRICKLEY, James; NETTER, Jeffry. The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence since 1980. In: ROMANO, Roberta (coord.). **Foundations of Corporate Law**. 2 ed. San Francisco: LexisNexis, 2012, p. 559.

⁴¹ Conforme tradução de João Pedro Barroso do Nascimento em NASCIMENTO, João Pedro Barroso do Nascimento. **Medidas defensivas à tomada de controle de companhias**. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 136.

plan). Nos *shareholders rights plan*, as companhias-alvo outorgam aos seus acionistas, por meio de dividendos – os quais não necessitam da aprovação dos acionistas para serem distribuídos, mas apenas dos administradores - direitos à aquisição ou subscrição de novas ações a preços convidativos, muito abaixo do valor das ações em bolsa. O exercício de tal direito estaria sujeito a condição precedente (suspensiva) de ocorrência de evento de oferta pública de aquisição ou aumento da participação acionária a nível igual ou superior àquele referido em sua cláusula (normalmente a partir de 20%) por parte de um adquirente em potencial, o qual daria azo ao desencadeamento da *poison pill*.

Ainda, com o aumento de sua sofisticação, outras espécies surgiram, integrando-se ao *shareholders rights plan*, tais como: (i) *flip-in provisions*; (ii) *flip-over provisions*; e , (iii) *back-end provisions*.

A primeira espécie, *flip-in*, após engatilhada, dilui os ganhos das ações do bloco de controle, fazendo com que cada ação valha menos e, assim, exigindo do adquirente a compra de ações em quantidade muito superior para que se alcance o controle da companhia. Em outras palavras, dão direito aos acionistas da companhia-alvo, excluindo-se o responsável pelo acionamento da *poison pill* (“adquirente”), de adquirir ações desta companhia a preço menor que os praticados no mercado, a fim de diluir a participação do adquirente⁴².

A segunda espécie citada, *flip-over*, tem seu efeito após efetivada a operação, dando aos acionistas da companhia-alvo o direito de comprar ações da companhia adquirente com preço reduzido. Isto é, concluída a operação, normalmente uma *freeze-out merger*⁴³ ou similar, os acionistas da companhia-alvo (agora acionistas da companhia adquirente), têm direito adquirir a preços reduzidos ações da companhia adquirente, ocorrendo a diluição desta última. Dessa forma,

⁴² EASTERBROOK, Frank; FISCHER, Daniel. **The Economic Structure of Corporate Law**. Cambridge: Harvard University Press, 1996, p. 164.

⁴³ “[...] involves a merger in which the minority shareholders are eliminated from the enterprise. [...] Typically this transaction involves (1) the creation of a new Corporation by the majority shareholder. The majority shareholder then (2) sells all his or her (or its) shares in the operating company to the newly organized corporation in exchange for all its outstanding stock. The new “parent” corporation then (3) causes a merger of its subsidiary into itself, with the parent as the surviving Corporation. The terms of the merger provide that (4) the shares of the subsidiary are cancelled, and (5) the minority shareholders receive a specified amount of cash (or other consideration) in exchange.” CARNEY, William J.. **Mergers and Acquisitions: the essentials**. New York: Aspen Publishers, 2009, p. 15.

a espécie *flip-over* induz os acionistas da companhia adquirente a não levarem em frente a operação, a fim de não terem seus ganhos diluídos⁴⁴.

Por fim, a terceira espécie, *back-end*, após o evento que der azo a *poison pill*, dá direito aos acionistas da companhia-alvo de efetuar a troca de suas ações por títulos da dívida ou, até mesmo, dinheiro no valor igual ao especificado, normalmente o valor justo mínimo da companhia-alvo. São desenhados para impedir *tender offers* parciais, *two-tier offers* coercitivas ou escalada em mercado, estabelecendo o referido valor justo mínimo que os detentores deste direito possam “sacar”, obstruindo na maioria das vezes o financiamento imaginado pelo adquirente (*e.g.*, utilização do caixa da companhia-alvo como instrumento de financiamento da operação)⁴⁵.

A título exemplificativo de seu sucesso entre as companhias abertas norte-americanas, em 1990, as *poison pills* haviam sido adotadas por 46% das 1.000 companhias integrantes da *Business Week*, por 50% das companhias da *Fortune 500* e, ainda, por 43% de todas as companhias listadas na *New York Stock Exchange (NYSE)*, na *American Stock Exchange (ASE)* e na *NASDAQ*⁴⁶. Sua eficiência, muito graças à engenhosidade dos advogados societários norte-americanos, garantiu tamanho sucesso entre as companhias abertas norte-americanas, apesar da controvérsia em sua adoção.

Referida eficiência está ligada a dois pontos. Primeiro, as *poison pills* podem ser alteradas de maneira rápida e barata pela administração da companhia-alvo, caso o adquirente ainda não tenha “puxado o gatilho”. Segundo, caso não sejam retiradas, podem tornar tal tomada hostil extremamente custosa para o adquirente⁴⁷.

Com relação à sua controversa adoção, Frank EASTERBROOK e Daniel FISCHER, afirmam que tomadas hostis de controle geram ganhos privados, podendo, inclusive, gerar ganhos

⁴⁴ EASTERBROOK, Frank; FISCHER, Daniel. **The Economic Structure of Corporate Law**. Cambridge: Harvard University Press, 1996, p. 164; BAINBRIDGE, Stephen M.. **Corporation law and economics**. New York: West Group, 2002, p. 681.

⁴⁵ BAINBRIDGE, Stephen M.. **Corporation law and economics**. New York: West Group, 2002, p. 685.

⁴⁶ CHOPER, Jesse; COFFEE, John. C.; GILSON, Ronald. **Cases and Materials on Corporations**. New York: Foundation Press, 2004, p. 903.

⁴⁷ ARREL, Gregg; BRICKLEY, James; NETTER, Jeffrey. The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence since 1980. In: ROMANO, Roberta (coord.). **Foundations of Corporate Law**. 2 ed. San Francisco: LexisNexis, 2012, p. 559.

sociais. Estes acadêmicos partem da teoria do mercado de disputa pelo poder de controle para chegar a tal conclusão, apontando argumentos em favor da passividade dos administradores quando de ofertas hostis⁴⁸.

Martin LIPTON, evidentemente defensor de sua criação, elencou em seu artigo *Pills, Polls and Professors*, os argumentos utilizados por autores como EASTERBROOK e FISCHER, Lucian BEBCHUK e Ronald GILSON, em favor das tomadas hostis e contrários à participação ativa do *board of directors*. São eles:

- “(1) The law should deny the board the power to be anything but passive in the face of a takeover bid.
- (2) The law should deny the board the power to frustrate the takeover bid, but permit the board to advise the shareholders as to fairness and to seek a higher bid.
- (3) The pill is illegal.
- (4) A pill should require shareholder approval before it is effective.
- (5) Shareholders can initiate and adopt a bylaw amendment that forces redemption of the pill and precludes adoption of a pill.
- (6) Given that at least Delaware will probably hold that the shareholder bylaw overruling the pill is not legal, shareholders should initiate and adopt bylaw amendments that do not directly overrule the pill, but make a takeover easier and takeover defense more difficult.
- (7) Professor Bebchuk’s proposal to change the law to permit a bidder-initiated referendum to remove the pill and all other takeover defenses, which would be binding on all the shareholders if it received the support of a majority of the outstanding shares of a target.”⁴⁹⁻⁵⁰

Saindo em defesa de sua criação, LIPTON afirma que sua adoção em meados da década de 1980 foi uma resposta à onda de tomada hostis de controle que havia começado no final da década de 1970, onde inúmeras empresas de grande porte tiveram seu controle tomado pelos chamados *raiders* corporativos (e.g. fundos de investimento), os quais buscavam companhias que

⁴⁸ “Market price reflects the value of assets as deployed by the incumbent managers. That the bid occurs at a premium over the market price indicates that revamping the target’s structure or management would generate private and, in likelihood, social gains. Successful resistance frustrates the achievement of these gains. Consequently managers should remain passive and let investors decide whether to tender.” EASTERBROOK, Frank; FISCHER, Daniel. **The Economic Structure of Corporate Law**. Cambridge: Harvard University Press, 1996, p. 171.

⁴⁹ LIPTON, Martin. Pills, Polls and Professors Redux. **University of Chicago Law Review**, v. 69, No. 3, 2002. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2017088&download=yes>. Acesso em 18 de novembro de 2015, p. 1037-1039.

⁵⁰ Ainda que a poison pill brasileira tenha suas particularidades, inclusive desvirtuando-se de sua inspiração norte-americana pelo diferente modo de adoção pelas nossas companhias abertas em seus Estatutos Sociais, alguns dos argumentos utilizados pelos autores norte-americanos contra sua adoção são também utilizados pelos autores brasileiros atualmente. São exemplos, a ilegalidade e antijuridicidade de sua adoção e a ineficiência econômica.

estariam com uma performance abaixo de seu potencial e com valor de mercado baixíssimo, sendo, portanto, barganhas. Para tanto, estes *raiders* se valeram de operações como “*leveraged buy-outs*”, “*two-tier takeovers*” e “*freeze-out mergers*”. Assim, utilizando inúmeros instrumentos financeiros diferentes para financiar estas operações, como *junk bonds* ou até mesmo o caixa da companhia-alvo (após o fechamento da operação), estes adquirentes tomavam o controle das companhia e instituíam mudanças radicais nelas, incluindo demissões em massa e venda de ativos para seu lucro, muitas vezes sem preocupação com a continuação das atividades da companhia ou seu futuro.

Esta foi a forma encontrada por LIPTON para proteger os interesses dos acionistas minoritários e também dos *stakeholders* destas companhias-alvo. Para ele, haveria um problema de coordenação entre os acionistas face a uma *tender offer*, devido à assimetria de informação detidas pelos diversos acionistas, chegando a comparar tal situação ao *dilema do prisioneiro*, muito utilizado pela *teoria dos jogos*⁵¹. Portanto, em sua visão, o *board* seria o órgão societário legitimado a negociar em nome dos acionistas e defender seus interesses e da companhia. Em suas palavras:

“Tender offers are not the functional equivalents of free votes, since the decision *not* to tender (whether into an all-cash, all-shares offer *or* a two-tier, front-end-loaded offer) carries with it economic risks and detriments; not knowing whether the mass of other shareholders will tender or not, the individual faces the classic ‘prisoner’s dilemma’ and is effectively stampeded into tendering.”⁵²

Como se percebe pelo seu modo de funcionamento, a dispersão acionária foi condição necessária para a criação das *poison pills*. Pode-se afirmar, tendo em vista o *non-frustration principle* existente no Reino Unido⁵³, que os Estados Unidos é o único país no mundo em que há

⁵¹ Ramo da matemática aplicada que estuda situações estratégicas onde jogadores escolhem diferentes ações na tentativa de melhorar seu retorno, tornou-se mais conhecido devido aos estudos do Professor John Nash, ganhador do Prêmio Nobel, e seu “Equilíbrio de Nash”. Para exemplos de sua aplicação ao Direito em geral, ver, *e.g.*, BAIRD, Douglas; GERTNER, Robert; PICKER, Randal. **Game theory and the Law**. Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press, 1998.

⁵² LIPTON, Martin. Pills, Polls and Professors Redux. **University of Chicago Law Review**, v. 69, No. 3, 2002. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2017088&download=yes>. Acesso em 18 de novembro de 2015, p. 1042

⁵³ O Reino Unido adotou, em seu *City Code on Takeovers and Mergers* (Criado pelo *Panel on Takeover and Mergers*, órgão regulatório independente estabelecido em 1968 em Londres, como forma de auto-regulação da *London Stock Exchange*), o princípio de não-frustração (*non-frustration principle*), o qual garante exclusivamente aos acionistas a decisão sobre a oferta, limitando os tipos de ações unilaterais que os administradores podem tomar quando de uma

requisitos suficientes para que haja a sua presença em elevado número de companhias abertas e também para sua efetiva utilização em larga escala em contexto de ofertas hostis de controle.

A alta diluição do controle acionário e o elevado grau de desenvolvimento do mercado de capitais norte-americano, juntamente com sua sofisticada legislação societária e alto nível de criatividade legal dos seus executivos e advogados, tornou possível, em um primeiro momento, o surgimento das tomadas hostis de controle, as quais confirmariam a efetiva existência de um *market for corporate control*, e, em um segundo momento, um movimento de reação a estas tomadas hostis, por meio da criação de verdadeiro arsenal defensivo a estes ataques, pelos mesmos grupos supracitados.

Findo este exercício explanatório dos requisitos para o surgimento, de conceituação e relevâncias práticas das *poison pills*, passar-se-á à quarta parte deste trabalho. Nela, será debatida a estrutura do poder de controle das companhias abertas no Brasil, com breve recapitulação histórica e análise do momento atual, frente às mudanças ocorridas nos últimos 15 anos em nossa legislação societária e, mormente, em nosso incipiente mercado de capitais.

oferta de aquisição, inclusive, impedindo administradores de tomarem ações defensivas para persuadir acionistas a rejeitarem tal oferta – nesse caso, poderiam os administradores agir apenas mediante expressa autorização da assembleia geral. Apesar de o Reino Unido ser reconhecidamente um país com predominância de controle diluído em suas companhias abertas, a distribuição de poder entre administradores e acionistas pende mais a estes últimos, por peculiaridades de sua legislação societária, garantindo maiores direitos dos acionistas frente aos administradores das companhias. É, segundo a doutrina, adotante do *shareholder primacy*, em oposição ao modelo norte-americano do *director primacy*. Portanto, é possível inferir que o princípio de não-frustração é consequência da primazia dos acionistas sobre os administradores no contexto britânico. Para uma análise e crítica à postura adotada pelo Reino Unido, ver, e.g., KERSHAW, David. **The illusion of importance: reconsidering the UK's Takeover Defence Prohibition**. Em ICLQ volume 56, April 2007, pág. 267 – 308. Para uma análise aprofundada da distribuição de poder conferida por cada país aos acionistas e diretores, ver, e.g., BEBCHUK, Lucian. The Case for Increasing Shareholder Power. **Harvard Law Review**, v. 118, n. 3, p. 833-914, 2005. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=387940>. Acesso em: 18 de novembro de 2015.; KERSHAW, David. **Company Law in Context – text and materials**, 2ª edição. Oxford: Oxford University Press, 2012, capítulo 6; KRAAKMAN, Reinier et al. **The Anatomy of Corporate Law – A comparative and functional approach**, 2ª edição. Oxford: Oxford University Press, 2009, capítulo 3;

4 A ESTRUTURA DO CAPITAL NO BRASIL

O capital no Brasil é predominantemente concentrado. Isto é um dado⁵⁴. Até o início do século XXI, não havia em nosso país exemplos de companhias listadas em bolsa de valores com capital diluído entre seus acionistas. Tanto em companhias fechadas, quanto em companhias abertas listadas nos diferentes segmentos da BM&FBOVESPA (*i.e.*, segmento-padrão, Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa), com exceção de pouquíssimas companhias listadas no Novo Mercado da BM&FBOVESPA, o controle concentrado segue a dominar.

Esta elevada concentração do capital pode ser explicada por uma série de fatores, desde razões históricas a questões relacionadas à economia política e decisões legislativas/regulatórias no curso do desenvolvimento de nosso Direito Societário. Antes de adentrar na análise do Novo Mercado e seu movimento embrionário em direção à dispersão do capital, cumpre entender o fenômeno da concentração no Brasil e sua predominância sobre o modelo diluído.

4.1 SÉCULO XIX À DÉCADA DE 1990

O Brasil caracteriza-se por ter uma enorme prevalência de controle familiar ou estatal em nossas grandes companhias. Dessa forma, o controle exercido por estes dois grupos, com interesses ora distintos, ora convergentes, influenciou sobremaneira a forma como o Direito Societário nacional foi estruturado. Mariana PARGENDLER trata da influência a qual as elites locais e o próprio Estado (tanto em sua faceta Estado-regulador quanto Estado-acionista) exerceram sobre a evolução deste ramo do Direito em nosso país, o que, decididamente, ditou os rumos do desenvolvimento do mercado de capitais local. Para ela, as políticas que impediram (ou obstaculizaram) o desenvolvimento financeiro do Brasil, se deram muito mais por escolhas

⁵⁴ GORGA, Érica, Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries. **Cornell Law Faculty Working Papers**, paper 42, 2008. Disponível em: < http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1121037 >. Acesso em: 18 de novembro de 2015 ; OIOLI, Erik Frederico. **Oferta Pública de Aquisição do Controle de Companhias Abertas**. Coleção IDSA de Direito Societário e Mercado de Capitais – Volume 1. São Paulo: Quartier Latin, 2010; MARTES, Camilla Ribeiro. **Sobre o controle minoritário nas Companhia listadas no Novo Mercado**. 2014. 188 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Novo Direito Societário**, 4ª edição, revista e ampliada. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 63-74.

políticas tomadas de maneira consciente, do que por mera importação (ou herança) automática de ordenamentos jurídicos estrangeiros⁵⁵.

Desde o século XIX, quando do surgimento das primeiras sociedades anônimas, até o atual estágio, o mercado de capitais brasileiro sofreu expansões e retrações em inúmeras épocas diferentes. Mas desde escassos exemplos até a metade do século XIX, passando por um momento de grande expansão e posterior retração ao final deste, até iniciar seu mais recente desenvolvimento ao final do século XX e primeira década do século XXI, o mercado de capitais do Brasil sempre foi um exemplo de país com elevado nível de extração de benefícios privados do controle.

Em oposição à literatura de Direito e Finanças, que tem atualmente como um de seus maiores expoentes os trabalhos de LA PORTA *et al*, os quais partem da premissa de que o Brasil teria realizado meros transplantes jurídicos do sistema jurídico romanista francês quando da promulgação de leis societárias no século XIX, Mariana PARGENDLER sustenta que “a elaboração das primeiras leis societárias no Brasil é marcada por três características peculiares: (i) legislação politizada, (ii) origens diversas e (iii) transplantes seletivos”⁵⁶.

Para além de uma mera adoção inconsciente de uma norma jurídica estrangeira provinda de um país como a França, teria havido, na realidade, opções conscientes quanto às normas a serem promulgadas, conforme os interesses da política local. Os legisladores brasileiros da época, membros da elite local, tinham conhecimento acerca das normas jurídicas da Inglaterra, por exemplo, e não apenas de países civilistas. Dessa forma, a fim de legislar sobre a matéria societária em nosso país, tomavam em consideração os diferentes conteúdos e efeitos que a implementação ou adaptação destas normas jurídicas societárias de diferentes jurisdições poderiam resultar no Brasil. Ou seja, “a transplantação seletiva e a transmutação consciente de modelos estrangeiros foram um dos canais através dos quais as elites locais recriaram, ao longo do tempo, instituições socialmente ineficientes, mas individualmente benéficas”⁵⁷. Fica claro que desde o início da história das sociedades anônimas no Brasil os interesses da classe política, e por conseguinte, da elite local, tiveram papel preponderante na produção do Direito Societário.

⁵⁵ PARGENDLER, Mariana. **Evolução do Direito Societário: lições do Brasil**. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 306.

⁵⁶ *Ibidem*, p. 49.

⁵⁷ *Ibidem*, p. 52.

A primeira lei de sociedades anônimas foi promulgada por meio de decreto do Imperador Dom Pedro II, em 1849, um ano antes da criação de nosso Código Comercial⁵⁸. Neste primeiro momento, a constituição de uma sociedade anônima dependia de autorização governamental, a cuja ato de aprovação era dada ampla discricionariedade ao governo. Para tal, eram fatores relevantes para referida autorização “a probabilidade de a empresa ser bem-sucedida, as qualidades e a moralidade dos seus subscritores e os interesses da indústria em geral”⁵⁹. Como maneira de incentivar a requisição da autorização governamental por parte das sociedades anônimas, o mesmo decreto dispunha que em caso de haver atividade societária antes da companhia ser “agraciada” com tal autorização, os diretores e administradores seriam solidária e individualmente responsabilizados. Ainda, seguindo o exemplo francês, o Conselho de Estado, de maneira sistemática, condicionava esta autorização à instituição de certas normas de governança interna da companhia, como disposições a respeito do direito de votos de acionistas. Mariana PARGENDLER sintetiza da seguinte forma os empecilhos criados pelo Estado à liberdade contratual das partes na constituição de uma sociedade anônima:

“Os direitos de voto fornecem talvez o melhor, mas não o único exemplo de intervenção do Estado nas normas de governança interna entre 1850 e 1882. Praticamente todos os tipos de normas sobre assuntos internos estavam sujeitos à supervisão e à modificação pelo governo, apesar da ausência de orientação legal no Código Comercial. O governo às vezes aumentava o valor mínimo das ações para evitar investimentos (e, conseqüentemente, perdas) das classes mais baixas. Muitas vezes elevava-se o quórum mínimo para assembleias de acionistas e diminuía-se exigências de participação minoritária mínima para diretores. Essas restrições à liberdade contratual quanto à estrutura interna de governança, embora por vezes equivocadas, eram ainda assim insignificantes se comparadas à dificuldade de se constituir uma sociedade anônima.”⁶⁰

No que diz respeito aos direitos de votos dos acionistas, a primeira solução imposta pelo Conselho de Estado limitava o número de votos por acionista, o que, garantia um maior peso aos votos dos acionistas minoritários. O esquema de voto proporcional à propriedade acionária existente hoje (uma ação, um voto) era praticamente inexistente. O que havia era a votação

⁵⁸ Decreto 575 de 10 de janeiro de 1849. Um ano após, o Código Comercial do Brasil regulou as sociedades anônimas em cinco artigos. Nas palavras de Mariana Pargendler, estes cinco artigos regulamentavam as formas básicas da seguinte maneira da sociedade anônima: “(i) necessidade de aprovação governamental, (ii) ações transferíveis, (iii) responsabilidade limitada dos acionistas, (iv) publicidade dos atos constitutivos, (v) causas de dissolução e (vi) responsabilidade da administração e dos diretores antes do registro da companhia. Ver, PARGENDLER, Mariana. **Evolução do Direito Societário: lições do Brasil**. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 71.

⁵⁹ PARGENDLER, Mariana. **Evolução do Direito Societário: lições do Brasil**. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 68.

⁶⁰ *Ibidem*, p. 75-76.

regressiva⁶¹, a qual subsistiu até que fosse liberada a escolha pela própria sociedade anônima das formas de votação juntamente com a liberação de constituição de companhias, passando a inexistir restrições de voto como anteriormente.

Outro exemplo de como o governo imperial dificultou o desenvolvimento de um mercado de capitais forte àquele tempo é a Lei dos Entraves, instituída em 1860. Após inúmeros debates legislativos, em que os políticos de ambos os lados traziam argumentos anteriormente utilizados nos Estados Unidos e Reino Unido, referida lei foi promulgada. Seu objetivo principal era impedir a criação de novos bancos de emissão. Todavia, em decorrência de sua redação, a criação não apenas de bancos, mas também de ferrovias e empresas de navegação haveria de ser precedida de mais uma autorização especial, desta vez proveniente do Legislativo. Para Mariana PARGENDLER, esta seria a motivação por detrás da Lei dos Entraves:

“Nem as leis de países estrangeiros, nem uma má compreensão local do seu significado e de sua operação revelam-se suficientes para se explicarem os programas brasileiros iniciais de contenção financeira. O exame da economia política do desenvolvimento financeiro pode ser mais esclarecedor. Os proprietários rurais tinham interesse em resistir a qualquer desvio do papel do Brasil como exportador de produtos agrícolas – interesse compartilhado pela classe comerciante local, em sua maioria estrangeira. Os comerciantes portugueses dominavam em número, enquanto os ingleses tinham, de longe, mais capital. Tomados em conjunto, os empresários estrangeiros nas áreas de importação e exportação detinham uma maioria expressiva dos assentos nos conselhos das associações comerciais mais influentes do Brasil.

⁶¹ Conforme Mariana Pargendler, “em decorrência da política do Conselho de Estado com relação aos direitos de voto dos acionistas, a ampla maioria das sociedades anônimas brasileiras estava sujeita a esquemas regressivos de votação. Num estudo comparativo das restrições de voto no século XIX, Henry Hansmann e eu constatamos que apenas cerca de 5% de uma amostra de 494 anônimas constituídas no Brasil nesse período conferiam direitos de voto em proporção direta com a propriedade acionária. Aproximadamente 90% das sociedades anônimas da amostra estavam sujeitas a limites de voto rígidos, e diversas outras especificavam uma escala de voto graduada ou chegavam até a limitar o número de ações que cada acionista podia ter. Tais restrições ao direito de voto dos grandes acionistas podem ser surpreendentes para um observador do século XX ou XXI, já que regras de votação proporcional (uma ação, um voto) ou até progressiva – conferem maiores direitos de voto aos principais acionistas (por meio da emissão de ações sem direito a voto ou com direito de voto plural) – se foram tornando, gradualmente, o padrão. Eram, não obstante, comuns, se não universais, em muitos países no século XX, esquemas de votação restrita. Como observou muito bem Colleen Dunlavy, a votação regressiva revelava-se corriqueira no início do século XIX nos EUA, assim como no Reino Unido, na França e na Alemanha – uma prática que ela atribui a uma antiga ‘concepção social da sociedade anônima’, mais ‘democrática’ do que a concepção ‘plutocrática’ que se tornaria predominante no século XX. Segundo outros historiadores econômicos, como Eric Hilt e Aldo Musacchio, as restrições de voto eram, na verdade, mecanismos contratuais que protegiam os pequenos acionistas dos abusos dos grandes acionistas no âmbito de um sistema jurídico rudimentar que conferia proteção insuficiente aos investidores. Aldo Musacchio, em especial, mostrou que os estatutos sociais de sociedades anônimas brasileiras do início do século XX incluíam, muitas vezes, esquemas regressivos de votação – um fenômeno que ele interpreta como prova de como os ‘contratos’ realmente serviam de substitutos para baixos níveis de proteção legal aos acionistas minoritários.” Ver, PARGENDLER, Mariana. **Evolução do Direito Societário: lições do Brasil**. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 73-74.

É interessante o fato de que as mesmas associações comerciais que haviam lutado com tanta veemência pela adoção do Código Comercial adotaram um tom muito mais hesitante com respeito à criação de sociedades anônimas e bancos. Vale notar que a maioria das associações comerciais, também conhecida por resistir às políticas de industrialização, não se opôs à promulgação da “Lei dos Entraves”. Ademais, os poucos bancos e as poucas sociedades anônimas com conexões políticas que obtiveram sucesso na obtenção de seus estatutos também tinham interesse na manutenção dos obstáculos jurídicos existentes – obstáculos que eles mesmo criaram.”⁶²

A mesma autora sugere também que, a despeito das considerações oficiais sobre a maior abertura à constituição de sociedades anônimas possibilitar operações financeiras fraudulentas e instalação de crises, a real intenção da elite política brasileira dos idos do século XIX era a manutenção do *status quo* e dos privilégios resultantes disto⁶³. Ademais, no clássico *Raízes do Brasil*, Sérgio Buarque de HOLANDA já comparava o regime político e administrativo adotado pelo Estado àquele adotado anteriormente pelos senhores de terra em suas áreas rurais:

“Na ausência de uma burguesia urbana independente, os candidatos às funções novamente criadas recrutam-se, por força, entre indivíduos da mesma massa dos antigos senhores rurais, portadores de mentalidade e tendência característica dessa classe. Toda a ordem administrativa do país, durante o Império e mesmo depois, já no regime republicano, há de comportar, por isso, elementos estreitamente vinculados ao velho sistema senhorial.”⁶⁴⁻⁶⁵

⁶² PARGENDLER, Mariana. **Evolução do Direito Societário: lições do Brasil**. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 87.

⁶³ Em suas palavras: “O reduzido tamanho da elite econômica e política do Brasil permitia aos seus membros régios lucros graças ao seu acesso privilegiado aos funcionários do governo – benefício que o fortalecimento das forças impessoais do mercado e o crescimento econômico poderiam pôr em risco. Os interesses mais poderosos viam pouco a ganhar com o desenvolvimento financeiro e muito a perder com o aumento da concorrência, a mobilidade social e a instabilidade propiciados pela disponibilidade de capitais. Justamente o desenvolvimento financeiro ameaçava o seu poder econômico e podia levar ao que Acemoglu e Johnson chamam ‘um efeito de substituição política’ – risco acentuado em lugares como o Brasil, onde a mobilidade social ascendente e descendente não era somente possível, mas comum. No fim das contas, as classes dominantes erigiram instituições que lhes permitiriam manter o seu confortável *status quo*, mesmo que à custa do desenvolvimento econômico.” PARGENDLER, Mariana. **Evolução do Direito Societário: lições do Brasil**. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 88.

⁶⁴ HOLANDA, Sérgio Buarque de. **Raízes do Brasil**. 26ª Edição. São Paulo: Companhia das Letras, 1995, p. 88.

⁶⁵ De maneira mais ampla, Calixto SALOMÃO FILHO assim aborda o tema no período pós-independência em diversos países: “Para a maioria dos Países o processo de descolonização foi cuidadosamente costurado, para evitar qualquer ruptura no equilíbrio das forças econômicas que apoiavam a antiga ordem colonial. Para a maioria dos Países houve um processo de independência na esfera política, mas não um processo de transformação econômica. Apesar de alguns conflitos entre a elite econômica, o grupo econômico mais poderoso seria aquele relacionado aos produtos de exportação mais relevantes, assim como ocorria no período colonial. Se, de início, esta elite econômica manteve seu poder devido à sua ligação próxima com a Metrópole, depois da independência é a ligação com o governo que mantém a concentração do poder econômico. Essa relação simbiótica entre monopólios privados e poder político é uma consequência natural das relações que criaram tais Estado-Nação a partir das antigas Colônias.” SALOMÃO FILHO, Calixto. **Direito Concorrencial**. São Paulo: Malheiros, 2013, p. 31.

Além disso, vê-se que, apesar de os legisladores brasileiros do século XIX terem conhecimento do que havia de mais moderno nos países desenvolvidos em termos de legislação societária (bebendo de fontes como França, Inglaterra e Estados Unidos), a sua adoção consciente, com transplantes jurídicos sistematizados para nossa “realidade”, vinha não como forma de fomentar nosso desenvolvimento econômico e o estabelecimento de um mercado financeiro e de capitais forte, mas sim para sustentar a posição dominante da elite local, cujas esferas política e econômica muitas vezes se confundiam. Tal entrelaçamento entre público e privado no Brasil é um dos melhores exemplos do chamado *capitalismo de laços*. Sérgio LAZZARINI assim o define:

“[...] o capitalismo de laços é uma espécie de distorção no mercado, fazendo com que projetos ou decisões de investimento sejam influenciados por contatos sociais e critérios políticos em vez de considerações mais isentas sobre o seu mérito econômico. Na língua inglesa, há até um termo para caracterizar essa visão mais negativa: *crony capitalism*. *Crony* significa justamente “amigo próximo”, “colega”. Mas o termo, visto sob uma lente econômica, acabou tomando feição pejorativa. Sob a influência de contatos – incluindo contatos com políticos e governantes -, os recursos poderiam ser mal alocados na sociedade, favorecendo os interesses das partes envolvidas.”⁶⁶

Foi só a partir de 1882, pela promulgação da Lei das S.A. (“LSA”), mais liberal (e que acabou por derrubar a infeliz Lei dos Entraves), que a livre constituição de sociedades anônimas se tornou realidade no Brasil⁶⁷. Juntamente com outras reformas monetárias e a abolição da escravidão, a Lei das S.A. acabou por impulsionar o surgimento de muitas companhias e, conseqüentemente, a busca por seu financiamento junto ao grande público. Esta busca desenfreada por capital acabou gerando a bolha especulativa conhecida como Encilhamento⁶⁸. Em decorrência disto, apesar de algumas das companhias listadas àquele tempo terem

⁶⁶ LAZZARINI, Sérgio. **Capitalismo de Laços – Os donos do Brasil e suas conexões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011, p. 4.

⁶⁷ Apenas empresas estrangeiras, do setor alimentício, companhias mútuas de seguro, organizações religiosas e bancos (estes com necessidade de autorização legislativa específica) necessitavam de autorização governamental para serem constituídas.

⁶⁸ Segundo dados coletados por Mariana Pargendler: “Apenas seis meses após as reformas jurídicas de 1890, São Paulo viu a criação de pelo menos 222 companhias e bancos, o que contrasta fortemente com as trinta empresas desse tipo em funcionamento até 1897. As operações na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, então o principal lócus de negociação no Brasil, aumentaram 84% em 1889, 98% em 1890 e 45% em 1891. Em 1890, 114 empresas eram negociadas na Bolsa do Rio de Janeiro e muitas mais na novíssima Bolsa de Valores de São Paulo. Tudo isto culminou numa bolha especulativa à qual os historiadores se referem como o Encilhamento.” PARGENDLER, Mariana. **Evolução do Direito Societário: lições do Brasil**. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 94.

permanecido abertas, a desconfiança sobre esta forma impessoal de financiamento abalou sobremaneira o mercado de capitais brasileiro, logo após sua formação. Dessa forma, o Brasil experimentou, em pouquíssimo tempo, uma enorme expansão e posterior retração de seu mercado financeiro, de maneira a influenciar as reformas subsequentes do Direito Societário, as quais ditariam o modelo de controle concentrado observado até os dias atuais⁶⁹.

Com a mudança de sistema político para República federalista, outro ator internacional surgiu como grande influenciador na família da *common law*: os Estados Unidos. Enquanto este teve grande peso nas escolhas constitucionais do então “Estados Unidos do Brasil”, no primeiro quarto do século XX países da Europa continental ressurgiram como fontes a serem observadas, especialmente no Direito Privado. Logo após a promulgação do Código Civil de 1916, o Brasil incluiu, em 1919, as sociedades por quotas de responsabilidade limitada no rol de formas societárias disponíveis ao empreendedor. Esta lei, inspirada na lei portuguesa de 1901 e, conseqüentemente, na lei alemã que instituiu as *GmbH (Gesellschaft mit beschränkter Haftung)* de 1892⁷⁰, possibilitou a utilização pelo empresariado brasileiro de uma forma societária mais simples que a sociedade anônima, mantendo sua principal virtude, a responsabilidade limitada dos sócios, fazendo-a se tornar o modelo mais utilizado até os dias atuais.

Ao mesmo tempo destas reformas políticas e jurídicas, iniciava-se a formação de um país urbano e industrial. Com a abolição da escravatura simultaneamente à instituição da República, e a maior presença de imigrantes europeus, especialmente na cafeicultura, houve uma mudança do centro dinâmico do país. O café passou a ser o maior produto brasileiro, com suas principais fazendas produtoras localizadas nos Estados de São Paulo e Minas Gerais. Todavia, com a Crise de 29 e a subida de Vargas ao poder, novamente houve uma mudança na política econômica do Brasil. A partir disso, transformou-se efetivamente de um país rural para um país

⁶⁹ “Embora um número significativo das empresas do Encilhamento tenha resistido razoavelmente bem à quebra e contribuído para a modernização econômica do País, o trauma do estouro da bolha serviria mais tarde para justificar o novo sistema de propriedade empresarial, cada vez mais concentrada, e a desconfiança com relação ao financiamento externo. Se o Brasil havia passado uma boa parte do século XIX importando a desilusão estrangeira com as finanças, tinha agora conhecido a sua própria grande derrocada. Estudiosos sugeriram que uma grave dificuldade financeira tem forças para originar atitudes repressivas com relação às finanças, mas ainda falta um conhecimento adequado do impacto dos traumas econômicos sobre o desenvolvimento institucional. Não há dúvidas de que um trauma financeiro pode ser real e significativo, mas a experiência brasileira indica que opiniões negativas também podem ser importadas, ou até fabricadas, pelos beneficiados com a ausência de um mercado de capitais.” PARGENDLER, Mariana. **Evolução do Direito Societário: lições do Brasil**. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 97.

⁷⁰ PARGENDLER, Mariana. **Evolução do Direito Societário: lições do Brasil**. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 98-99.

urbano, passando-se a fomentar a industrialização. Quem dava as cartas agora era a oligarquia empresarial. Dessa forma, a política passou a ser regida pelos interesses desse novo grupo dominante em estreita ligação com o Estado⁷¹.

A sociedade anônima do século XX caracterizou-se por uma enorme concentração do poder de controle, tanto por famílias controladoras quanto pelo Estado. Para tanto, o principal mecanismo empregado por estes grupos era “a separação entre direitos de participação econômica e de voto, por meio do uso de ações preferenciais sem direito a voto”⁷². As ações preferenciais sem direito a voto foram chanceladas pelo Decreto 21.536, de 1932, a despeito deste ter proibido as ações com direito a voto plural, incentivando, assim, a concentração da propriedade e do controle⁷³. Nas décadas subsequentes, a tutela do Estado do controle concentrado das sociedades anônimas apenas se acentuou, conforme corroborada pela visão de Mariana PARGENDLER:

“Em 1940, ano da promulgação da nova Lei das S.A., subscrições públicas eram raras, e as sociedades anônimas sob rígido controle familiar transformara-se no modelo paradigmático da empresa brasileira – um estado de coisas que a nova lei procurava reforçar, não superar. Seu redator, Miranda Valverde, absteve-se de incorporar disposições de um projeto de lei anterior, inspirado no *Companies Act* inglês, devido ao tom liberalizante das suas disposições. Ao invés, recorreu ao Direito francês e ao italiano como os seus principais modelos estrangeiros. A Exposição de Motivos oficial atribuiu a abordagem conversadora da lei às cicatrizes deixadas pelos traumas financeiros do passado. Valverde argumentou, em resumo, que ‘não se apagou, de todo, na memória da geração atual, a lição do encilhamento.

Além disso, políticas generosas de incentivos fiscais, implementadas nos anos 1960, induziram muitas sociedades controladas por famílias e pelo Estado a abrir o seu capital, e essas companhias recém-cotadas em Bolsa tornaram-se um grupo poderoso e influente,

⁷¹ MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de controle na sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 85-86.

⁷² PARGENDLER, Mariana. **Evolução do Direito Societário: lições do Brasil**. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 100.

⁷³ Nas palavras de Mariana Pargendler: “O Decreto 21.536, de 1932, trouxe duas inovações na aparência contraditórias: ao mesmo tempo que proibia expressamente a adoção de ações com direito de voto plural, autorizava a emissão de ações preferenciais sem direito a voto. A Exposição de Motivos oficial do decreto ligava as ações com direito de voto plural a males que iam do encastelamento, dos conflitos de interesse e da administração oligárquica à indolência e à especulação. Mencionava, neste sentido, a então recente proibição das ações com direito de voto plural na França e as iniciativas legislativas em curso para se abolir tal prerrogativa na Alemanha e na Suíça, onde – dizia-se – a prática estava caindo em desgraça.

O mesmo decreto, no entanto, chancelava a emissão de ações preferenciais sem direito a voto, às quais a justificativa oficial negava tais vícios, atribuindo-lhes as virtudes de assegurar a estabilidade administrativa e incentivar a concentração industrial. Por isso, no mesmo ano em que Adolph Berle e Gardiner Means publicaram a célebre descrição do crescimento das empresas de propriedade difusa nos Estados Unidos, o Brasil promulgou uma nova norma concebida deliberadamente para incentivar a concentração de propriedade e do controle.” PARGENDLER, Mariana. **Evolução do Direito Societário: lições do Brasil**. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 101.

com um interesse particular em se opor a melhorias nos direitos dos investidores minoritários.”⁷⁴

Esta também é a leitura de Eduardo Secchi MUNHOZ, reforçando o caráter expropriatório dos controladores, em detrimento dos minoritários, a fim de garantir benefícios privados:

“[...] as características políticas, sociais, culturais e econômicas do Brasil eram claramente avessas ao desenvolvimento de um sistema societário baseado no mercado e na dispersão do capital. Pelo contrário, o modelo aderente a essa realidade era o de um sistema de capital concentrado, caracterizado pelo amplo domínio do controlador sobre a empresa e, portanto, pela alta capacidade de extrair benefícios privados do controle. À classe dominante, que deixou de ser o grupo de grandes agricultores para constituir-se, a partir dos anos 1940, na classe dos grandes industriais, não interessava o aumento da competição, seja pela abertura comercial do país, seja pelo estímulo à formação de pequenas e médias empresas.”⁷⁵

A instituição da nova Lei das S.A., em 1976, não alterou tal panorama, pois, amparada na estrutura de capital das companhias brasileiras daquela época, foi elaborada com foco na figura do acionista controlador e de seu poder de controle⁷⁶.

Apesar de seu artigo 202 garantir a distribuição de dividendo obrigatório (aumentando, assim, os direitos do investidor minoritário), por exemplo, o legislador societário aumentou de metade para dois terços do capital acionário total o teto para emissão de ações sem direito a voto. Isso significava que um acionista poderia deter o controle incontestado da companhia sendo proprietário de apenas 17% do total de ações emitidas. Assim, contrariamente ao movimento mundial daquele tempo, mais uma vez as famílias controladoras e o Estado garantiam a concentração de sua propriedade e de seu controle sobre as companhias abertas brasileiras. Outra derrota dos investidores minoritários ocorreu em 1997, ano palco da última grande reforma da

⁷⁴ PARGENDLER, Mariana. **Evolução do Direito Societário: lições do Brasil**. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 103.

⁷⁵ MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de controle na sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 86-87.

⁷⁶ Conforme Erik OIOLI: “[...] a Lei das Sociedades Anônimas foi estruturada em torno do poder de controle e, como sistema de controle concentrado, ocupa-se da apropriação de benefícios privados pelo acionista controlador, mas somente na medida do necessário para atrair o capital de investidores do mercado de capitais, de forma a atender aos pressupostos orientadores da criação da Lei. Dessa forma, a LSA caracteriza-se pela previsão de direitos de proteção aos acionistas minoritários como se fossem elementos estranhos à sociedade, necessários somente como fonte de financiamento da grande empresa nacional. Criou-se, assim, um sistema de compensação para os acionistas minoritários, em face da concentração de poder do acionista controlador, e a consequente possibilidade de apropriação de benefícios particulares, decorrentes de tal posição.” OIOLI, Erik Frederico. **Regime Jurídico do Capital Disperso na Lei das S.A.**. São Paulo: Almedina, 2014, p. 90.

LSA. Neste ano, em plena época das privatizações, o Estado brasileiro, preocupado em garantir para si todo o prêmio de controle pela transferência de controle de suas empresas estatais, retirou proteções dos minoritários como o (i) direito de retirada de acionistas dissidentes em caso de cisão e a (ii) imposição de oferta pública obrigatória (também chamada por aqui de *tag-along*) para as ações ordinárias dos acionistas minoritários pelo mesmo preço ofertado ao bloco de controle, em caso de alienação de controle⁷⁷.

A extração de benefícios particulares de controle pelos acionistas controladores era e, apesar das mudanças legislativas posteriores, segue sendo um dos maiores males a afligir as companhias abertas brasileiras. Ronald GILSON e Jeffrey GORDON classificam em três os tipos de benefícios privados de controle presentes nas companhias de controle concentrado: (i) benefícios decorrentes da diluição de minoritários; (ii) aqueles presentes em alienações de controle; e (iii) aqueles constantes do negócios habituais da companhia⁷⁸. Ademais, existem também benefícios particulares de controle de caráter não-econômico, como aqueles em que o controlador, tendo em vista a atividade da companhia sob seu controle (*e.g.* empresa de comunicação), tem posição de destaque no cenário social e político do país⁷⁹.

Conforme pesquisa de Alexander DYCK e Luigi ZINGALES realizada em 2004, onde 39 sistemas societários foram comparados, o Brasil seria o país onde o controlador teria o maior nível de extração de benefícios privados de controle, sendo o prêmio médio das ações pertencentes ao bloco de controle 65% maior que o restante das ações da companhia⁸⁰⁻⁸¹. Ou seja,

⁷⁷ “Tirando plena vantagem da sua capacidade de reformular as normas do Direito Societário para aumentar ainda mais as oportunidades já amplas de obtenção de benefícios privados do controle, em 1997 o governo brasileiro promoveu a chamada “Minirreforma da Lei das S.A. de 1976. Embora criticada por juristas e especialistas em governança corporativa, a reforma foi vista como “tecnocrática” e acabou por não gerar controvérsia política. As famílias controladoras, que acompanham com atenção qualquer proposta de reforma do Direito Societário, acabariam beneficiadas com a nova lei e por isso não tinham motivos para manifestar oposição. O tema da reforma do Direito Societário não era suficientemente saliente para atrair a atenção dos segmentos mais amplos da população brasileira, que, de qualquer forma, posicionar-se-iam a favor da tentativa do governo de maximizar as suas receitas com a privatização para cobrir um déficit externo considerável. De fato, os críticos mais ardorosos do processo de privatização no Brasil argumentaram, e repetidas vezes, que as empresas estatais – cujos ativos eram naturalmente considerados como um patrimônio do povo brasileiro – seriam vendidas a investidores privados por um preço irrisório.” PARGENDLER, Mariana. **Evolução do Direito Societário: lições do Brasil**. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 204-206.

⁷⁸ Para maiores detalhes, ver, GILSON, Ronald J. GORDON, Jeffrey. Controlling Controlling Shareholders. **Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 262**. June, 2003. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/abstract=417181>. Acesso em: 30/11/2015.

⁷⁹ OIOLI, Erik Frederico. **Regime Jurídico do Capital Disperso na Lei das S.A.**. São Paulo: Almedina, 2014, p. 90.

⁸⁰ DYCK, Alexander; ZINGALES, Luigi. **Private Benefits of Control: An International Comparison**. The Journal of Finance, Vol. 59, No. 2, 537-600, 2004.

atitudes abusivas de acionistas controladores são comuns em nosso mercado, decorrentes das características descritas ao longo deste ponto, e, portanto, lesivas aos minoritários e ao próprio mercado de capitais. Com o movimento em direção a dispersão acionária, o reforço dos direitos dos minoritários e o surgimento da autorregulação do Novo Mercado, espera-se que tal nível de extração de benefícios privados de controle seja diminuído.

4.2 PANORAMA ATUAL

O Novo Mercado foi criado em 2000 para modificar este panorama, ainda que restrito a um número pequeno de companhias. Criado pela então Bolsa de Valores de São Paulo (atual BM&FBOVESPA), o Novo Mercado surgiu como um segmento especial (juntamente com os Níveis Diferenciados 1 e 2), com Regulamento próprio, visando a implementar as melhores práticas de governança corporativa naquelas companhias que voluntariamente passassem a se listar em tal segmento. Estas práticas tem por objetivo aumentar o direito dos acionistas, adotando mecanismos adicionais de proteção aos direitos minoritários àqueles presentes em nossa LSA. O principal mecanismo adotado nesse sentido é a exigência de emissão pela companhia apenas de ações ordinárias com direito a voto, ou seja, todas as companhias que aderem ao Novo Mercado tem como mecanismo de votação o já referido “uma ação, um voto”. Outro mecanismo,

⁸¹ Em países como a Suécia, onde o sistema concentrado também predomina, o nível de constrição dos benefícios privados de controle é muito superior ao do Brasil, sendo considerado um modelo eficiente de controle concentrado. Isso se dá devido à maior proteção dos minoritários, apesar do alto nível de concentração. Este é um típico exemplo de custos de agência entre controladores e não-controladores. Enquanto os controladores no Brasil (considerado um modelo ineficiente de controle concentrado), por todas as razões supracitadas, retiram dos minoritários parcelas maiores pelos quais deveriam ser recompensados pelos custos de monitoramento dos administradores incorridos por estes controladores, na Suécia esse nível de extração pecuniária de benefícios particulares é menor. É o que argumenta Ronald Gilson: “The second element of the public corporation agency problem is the conflict between a controlling shareholder and non-controlling shareholders over the potential for the controlling shareholder to extract private benefits of control – benefits to the controlling shareholder not provided to the minority shareholders (and that drive the bad law/controllers shareholder regime nexus). Thus, controlling shareholder monitoring as a means to ameliorate managerial agency problems also comes with frictions. Conditional on maintaining control, the less equity the controlling shareholder has, the greater the incentive to use control to extract private benefits; increased productivity accrues to shareholders proportionally to their equity, while private benefits of control are allocated based on governance power. A controlling shareholder may increase productivity by effectively managing the company or by effectively monitoring managers, but may take more than its share of the gain.” GILSON, Ronald J. *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*. **Stanford Law and Economics Olin Working Paper**, n. 309, (August 2005). Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=784744>>. Acesso em: 18 de novembro de 2015, p. 12-13.

de suma importância para este trabalho, é a obrigação de realização *tag along* de 100% em caso de alienação de controle⁸².

Com o advento do Novo Mercado, um movimento em direção à dispersão acionária surgiu no Brasil. Este segmento especial é caracterizado como um caso paradigmático de regime regulatório dualista. A autorregulação estabelecida pelo Novo Mercado e as suas regras mais rígidas de governança corporativa incentivaram companhias a voluntariamente listarem-se neste segmento. Estas companhias buscam aprimorar sua imagem institucional e, em decorrência da mitigação do risco de investimento pela adoção de tais práticas societárias, aumentar a confiança dos investidores na compra de suas ações, a fim de aumentar sua captação externa de recursos.

Este novo arcabouço regulatório dualista⁸³ trazido pelo Novo Mercado é uma, mas não a única razão, para o ressurgimento do mercado de capitais no Brasil⁸⁴. A primeira década do século XXI trouxe uma nova esperança ao País e uma perspectiva de grande progresso econômico, à qual a célebre capa de 2009 da revista britânica *The Economist* com o Cristo Redentor levantando voo com os dizeres “Brazil takes off” resumia de maneira emblemática o momento vivido⁸⁵.

⁸² Para a listagem completa dos requisitos e exigências para abertura de capital no ou adesão de empresas já listadas na BM&FBOVESPA ao Novo Mercado, ver, e.g., http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/folder_novomercado.pdf. Acesso em: 07/12/2015.

⁸³ Segundo Henry Hansmann, Ronald Gilson e Mariana Pargendler: “Regulatory dualism seeks to avoid, or at least mitigate, the Olson problem by permitting the existing business elite to be governed by the pre-reform regime, while pursuing growth by allowing other businesses to be governed by a reformed regime. Put in terms of capital market and shareholder protection, regulatory dualism establishes a new and more rigorous shareholder protection regime, operating parallel to the existing one, that is open to any new or existing firm that wishes to make use of it. The maintenance of the relationship between controlling and minority shareholders in existing firms insulates the interests of established elites, while more effective shareholder protection makes public financing available to the entrepreneurial sector, thereby expanding the capital market’s capacity to support economic growth.” GILSON, Ronald J., HANSMANN, Henry, PARGENDLER, Mariana. Regulatory dualism as a development strategy: corporate reform in Brazil, in the US and the E.U. **ECGI – Law Working Paper**, n. 149/2010. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1541226>. Acesso em: 18 de novembro de 2015, p. 4-5.

⁸⁴ Conforme Eduardo Secchi Munhoz: “[...] é nos anos 2000 que os pressupostos econômicos e jurídicos para o desenvolvimento do mercado de capitais convergem no Brasil. Em resumo: (i) no campo econômico, a abertura financeira e comercial do país, as privatizações, a estabilidade macroeconômica, o início de um novo ciclo de crescimento, a presença de um mercado financeiro internacional marcado pela liquidez de recursos e pelos fluxos de capital em nível global; (ii) no jurídico, a criação do Novo Mercado, que estabeleceu um conjunto mínimo de regras visto pelos investidores internacionais e brasileiros como suficiente para prover proteção adequada a seus investimentos.” MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de controle na sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 94-95.

⁸⁵ Disponível em <http://www.economist.com/node/14845197>. Acesso em: 30/11/2015.

Ademais, as mudanças imprimidas pelo Novo Mercado modificaram a estrutura da propriedade acionária dentro do mercado de capitais e não apenas o seu desenvolvimento econômico. Inúmeros são os estudos empíricos que comprovam existir um movimento em direção à dispersão acionária, mormente no Novo Mercado. Aqui, concentrar-se-á nos mais recentes, com dados de 10 anos para cá, a fim de visualizar o panorama atual do Novo Mercado e demais segmentos da BM&FBOVESPA.

Érica GORGA, com base em dados coletados em 2006 e 2007, demonstra haver uma diferença entre a estrutura acionária das companhias listadas no Novo Mercado em comparação aos outros segmentos da BM&FBOVESPA. Segundo ela, haveria uma maior modificação do controle concentrado em direção ao diluído quanto mais exigente o nível de governança corporativa de dado segmento. Isto é, partindo-se do mercado tradicional e “escalando-se” até o Novo Mercado, passando pelos Níveis 1 e 2, a dispersão verificar-se-ia progressivamente⁸⁶.

Neste estudo, GORGA divide sua amostra em dois grupos de companhias : (i) aquelas em há controlador definido quando um acionista (ou bloco de acionistas ligados por um acordo) detêm mais de 50% das ações ordinárias e (ii) aquelas em que não há controlador definido quando nenhum acionista (ou bloco de acionistas ligados por um acordo) detêm mais de 50% das ações com direito a voto⁸⁷. Assim, partindo-se desta presunção, ela registrou os seguintes resultados:

⁸⁶ Em suas palavras: “Concentration of ownership increases moving from Novo Mercado to all the other segments which do not have the one-share- one-vote rule and have less stringent corporate governance requirements.” GORGA, Érica, Changing the paradigma of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries. **Cornell Law Faculty Working Papers**, paper 42, 2008. Disponível em: < http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1121037 >. Acesso em: 18 de novembro de 2015, p. 28.

⁸⁷ Naquele tempo, o Regulamento do Novo Mercado adotava o mesmo conceito para Controle Difuso: “*Controle Difuso*’ significa o Poder de Controle exercido por acionista detentor de menos de 50% (cinquenta por cento) do capital social, assim como por grupo de acionistas que não seja signatário de acordo de votos e que não esteja sob controle comum e nem atue representando um interesse comum.” Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/RegulamentoNMercado.pdf>. Acesso em: 07/12/2015. . Todavia, o mais recente Regulamento, em vigor desde 10 de maio de 2011, não faz qualquer referencia a controle difuso, definindo poder de controle da seguinte forma: “Poder de Controle’ significa o poder efetivamente utilizado de dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da Companhia, de forma direta ou indireta, de fato ou de direito, independentemente da participação acionária detida. Há presunção relativa de titularidade do controle em relação à pessoa ou ao Grupo de Acionistas que seja titular de ações que lhe tenham assegurado a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas 3 (três) últimas assembleias gerais da Companhia, ainda que não seja titular das ações que lhe assegurem a maioria absoluta do capital votante.” Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/download/Regulamento-de-Listagem-do-Novo-Mercado.pdf> . Acesso em: 07/12/2015 .

“The data on direct ownership confirm that dispersion is found mostly in Novo Mercado, where the one-share-one-vote requirement promotes a broader diffusion of voting rights. As reported in Table 8, the majority of firms (sixty-five out of ninety-two) listed on Novo Mercado lack a controlling shareholder. In those sixty-five firms, the largest shareholder owns, on average, 26.23% of the shares, the three largest shareholders own 47.28% of the shares and the five largest own 54.73% of the shares. These results show two or three largest shareholders can coordinate their voting rights and control a corporation, even when the largest shareholder alone cannot. If those two or the three largest shareholders belong to the same family, this formal agreement may not even be necessary. In the twenty-seven firms with a controlling shareholder, the largest shareholder on average owns 60.87% of the shares of the company.

One could still argue that these numbers denote that concentrated ownership is still prevalent, especially if we accept a 20% threshold to assess control. However, these numbers are greatly contrast with the usual Brazilian pattern of ownership concentration reported in the previous section. Considering the entire sample of firms listed on Novo Mercado (ninety-two), the largest shareholder owns 36.39% of the shares. These data confirm that Novo Mercado achieves considerably dispersed ownership in comparison to ownership concentration found in earlier studies.

Level 2 continues to be characterized by the traditional degree of ownership concentration. In the sample of twenty companies listed on Level 2, the largest shareholders holds, on average, 64.79% of the voting capital. Nonetheless, six companies have significantly more dispersed ownership. The average voting shares of the largest shareholder for these firms is approximately 38.84%.

Level 1 also has strong ownership concentration of voting shares. On average, the forty-four firms of Level 1 have, on average, approximately 63.14% of voting shares owned by the largest shareholder (see Table 10). Almost 71% of the Level 1 firms have controlling shareholders who, on average, control 76.07% of the voting rights. Only thirteen firms, or 29.5% of Level 1 companies, achieve more dispersion of ownership, with the largest shareholder owning approximately 32.31% of voting rights, on average.

As expected, the same pattern of ownership concentration also applies to the standard market of Bovespa. Table 11 shows that approximately 72.67% of the companies listed on this market have controlling shareholders. Of the entire sample of 183 companies, the largest shareholder holds, on average, 65.50% of the voting shares, the three largest and the five largest shareholders approximately retain, respectively, 81.64% and 85.19% of the voting shares.”⁸⁸

Verifica-se, amparado em GORGA, que a despeito da ocorrência de aumento na dispersão acionária, os maiores acionistas ainda exercem o controle da companhia no Novo Mercado. Assim, é possível influir que o controle gerencial ainda é fenômeno inexistente em nosso mercado de capitais. Estar-se-ia, sim, diante do controle minoritário, atuando como uma forma de modelo intermediário no espectro dos sistemas de controle concentrado e controle totalmente diluído.

⁸⁸ GORGA, Érica, Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries. **Cornell Law Faculty Working Papers**, paper 42, 2008. Disponível em: < http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1121037 >. Acesso em: 18 de novembro de 2015, p. 27-28.

Em estudo de 2008, Erik OIOLI⁸⁹, tendo por base dados das Informações Anuais de 2007 e analisando as 92 companhias listadas no Novo Mercado, chegou às seguintes conclusões: (i) 49% destas companhias não possuía controlador majoritário, *i.e.*, seu maior acionista detinha porcentagem inferior a 50% do capital social; (ii) 17,39% declararam não ter controlador, sendo que em 7 delas o maior acionista detinha porcentagem inferior a 10% do capital social; (iii) a média geral das ações do acionista controlador é de 36,55%, sendo que nas companhias caracterizadas por ele como de capital disperso, o maior acionista detém em média apenas 24,98% das ações; os 3 maiores acionistas detêm 42,56% das ações; os 5 maiores acionistas detêm 52,39% das ações.

Amparado nas pesquisas acima descritas, Eduardo Secchi MUNHOZ argumenta que o modelo concentrado não é mais o único presente na BM&FBOVESPA. Ele assim descreve o atual modelo de controle prevalecente no Novo Mercado e os mecanismos utilizados por seus controladores para manutenção do controle:

“Prevaecem, no Novo Mercado, companhias com certo grau de dispersão acionária, caracterizadas pela presença de blocos de acionista com participação minoritária no capital, alguns dos quais com efetivo poder de comandar a atividade empresarial. [...] Os blocos minoritários, que caracterizam muitas das companhias listadas no Novo Mercado, valem-se de mecanismos de reforço do poder de comando: (i) as estruturas de controle indireto (participações acionárias piramidais), (ii) o acordo de acionistas; e (iii) a OPA estatutária.”⁹⁰

A OPA estatutária, último item referido por MUNHOZ, é outra denominação utilizada pela doutrina para as chamadas *poison pills brasileiras*. Como se demonstrará na quinta parte deste trabalho, este mecanismo de reforço do poder de controle é amplamente presente nos Estatutos Sociais das companhias listadas no Novo Mercado. Ainda, como argumentado mais detalhadamente abaixo, serviriam estas para assegurar a manutenção do nível de dispersão acionária, ao contrário da finalidade apresentada por suas contrapartes norte-americanas, qual seja, evitar tomadas hostis de controle.

⁸⁹ OIOLI, Erik Frederico. **Oferta Pública de Aquisição do Controle de Companhias Abertas**. Coleção IDSA de Direito Societário e Mercado de Capitais – Volume 1. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 61-62 e 229.

⁹⁰ MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de controle na sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 106-107.

Por fim, em estudo com dados coletados em 2013, Camila MARTES⁹¹ reforça as conclusões inferidas dos estudos anteriores. Das 129 companhias analisadas listadas no Novo Mercado, em 95 delas haveria controle definido (seja controle majoritário ou controle minoritário), sendo que apenas 28 destas o controle estaria levemente pulverizado, *i.e.*, tendo controle minoritário, e o restante 67 companhias, classificadas como controle majoritário (ou concentrado). Ou seja, de 129 companhias abertas listadas no segmento com o grau mais exigente de governança corporativa, logo, o mais propício para ocorrência de dispersão acionária, apenas 34 teriam, de fato, sua estrutura acionária pulverizada, sem ter seu controle definido (controle gerencial).

A conclusão a que se chega é: apesar das novidades resultantes do advento do Novo Mercado no mercado de capitais brasileiro, a dispersão acionária é fenômeno ainda restrito a um universo pequeno do total de sociedades anônimas abertas.

Dessa forma, é imperioso concluir que não há no Brasil, a rigor, elementos suficientes para um efetivo *market for corporate control*, tendo em vista que uma tomada hostil de controle somente teria fundamento em casos em que haja real pulverização do capital social e indefinição quanto a quem detém o controle da companhia. Somente assim, com elevado número de ações ordinárias no *free float* é que consubstancia-se uma tentativa de tomada hostil de controle. Quando há controle definido, ainda que controle minoritário, as chances de a oferta hostil não ser exitosa é alta. Um exemplo de tentativa falha de tomada hostil de controle é o emblemático caso *Sadia/Perdigão*⁹².

Em 2006, a Sadia tornou pública oferta de aquisição para compra de mais de 50% das ações ordinárias da Perdigão, listada no Novo Mercado naquela época e sua principal concorrente. Apesar do controle da Perdigão ser minoritário e sua estrutura acionária diluída dentre mais de 15 mil acionistas, a proposta foi recusada por um bloco representando mais de 55% do capital

⁹¹ MARTES, Camilla Ribeiro. **Sobre o controle minoritário nas Companhia listadas no Novo Mercado**. 2014. 188 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014..

⁹² Para maiores detalhes, ver, e.g. reportagem da Revista Exame publicada na época (disponível em <http://exame.abril.com.br/revista-exame/edicoes/873/noticias/por-que-o-negocio-do-ano-nao-saiu-m0084382>); e, ainda, para artigos acadêmicos, ver, e.g., PRADO, Roberta Nioac. Desconcentração de Controle e Poison Pills: Evolução no Mercado de Capitais Brasileiro. In: CASTRO, Rodrigo R. M. de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (coord.). **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 375-410; ANTIDIANO, Luiz Leonardo. **Análise do caso Sadia x Perdigão: uma tentativa de “Take Over”**. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos de. (coord.). **Sociedade Anônima: 30 anos da Lei 6.404**. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

votante da companhia-alvo, com suporte dos administradores desta. O bloco era formado por um conjunto de fundos de pensão representando aproximadamente 49% do capital votante, fundos estes signatários de um acordo de acionistas, acompanhados de outro acionista minoritário (WEG Participações). Tendo em vista que a proposta da Sadia era condicionada à aquisição de no mínimo 50% mais uma ação do total de ações, apenas a formação deste bloco já foi suficiente para impedir referida tomada hostil.

Conforme argumentado acima, a existência de um efetivo *market for corporate control* está amplamente calcada na pulverização da base acionária⁹³. Tendo como seu pressuposto básico o controle gerencial conforme definido por BERLE e MEANS, o *market for corporate control* e as tomadas hostis de controle são, assim, adstritas ao panorama das grandes *corporations* norte-americanas. Isto é, em nosso mercado, tendo em vista os poucos exemplos de companhias em que, de fato, são os administradores que as controlam, não haveria necessidade de utilização por parte dos acionistas ou de adquirentes, deste mecanismo externo de redução dos custos de agência (neste caso, *managerial agency costs*). Assim, o *market for corporate control* seria percebido em cenários onde haja resistência pela administração da companhia, a qual detém o controle gerencial, e onde um adquirente perceba o possível retorno financeiro a partir da tomada de controle e posterior destituição destes administradores ineficientes.

No Brasil, levando-se em consideração o exposto acima, tal mecanismo ainda não encontra substrato. Ainda, importa ressaltar que, aqui, o principal conflito de interesses inerente à companhia se dá entre acionista controlador e acionista não-controlador, não entre acionistas e administradores.

Como se demonstrará na quinta parte do presente trabalho, o propósito das *poison pills brasileiras* não é servir de mecanismo de defesa a uma eventual tomada hostil de controle, como ocorre nos Estados Unidos, mas sim garantir o nível de concentração acionária desejado pelo controlador, a fim de proteger seu poder de controle.

⁹³ Ver ponto 3.2 do presente trabalho.

5 POISON PILL BRASILEIRA

Nos Estados Unidos, há inúmeras espécies de *poison pills*, sendo as mais utilizadas as *flip-in*, *flip-over* e *back-end*⁹⁴, conforme detalhado acima. No Brasil, apesar de ter se buscado inspiração na prática societária norte-americana para a adoção deste instituto por nossas companhias, a espécie empregada pelas companhias brasileiras é raramente utilizada por lá. Esta espécie, denominada em nosso país de *poison pill brasileira*⁹⁵⁻⁹⁶, é o objeto central de estudo desta parte trabalho.

Primeiramente, analisar-se-á sua estrutura, ou seja, o que é e qual a sua formatação jurídica. Em um segundo momento, serão observadas as motivações para sua existência e utilização por tais companhias. Após, as consequências e pertinência de sua implementação serão debatidas criticamente, a fim de determinar sua legalidade e a possível ineficiência econômica causada por ela. Por fim, será analisado um caso de tomada hostil de controle em que houve supressão da pílula para concretização da aquisição.

5.1 ESTRUTURA

A *poison pill brasileira* caracteriza-se pela obrigação imposta por cláusula presente no Estatuto Social de dada companhia aberta de o acionista adquirente de determinado percentual de ações efetuar oferta pública de aquisição (OPA) pela totalidade das ações em circulação no mercado da companhia-alvo, mediante pagamento de prêmio. O percentual mínimo estabelecido por estas cláusulas estatutárias, aqui também chamado de *gatilho*, é normalmente situado entre 10% e 35% do capital social da companhia.

⁹⁴ Para conceituação e utilização prática, ver ponto 3.4 *supra*.

⁹⁵ Também denominada de *poison pill* estatutária ou, ainda, cláusula de proteção à dispersão acionária.

⁹⁶ “[...] a recorrência com que a obrigatoriedade de realização de oferta pública pelo adquirente de determinado percentual de participação acionária é adotada pelas companhias brasileiras listadas na BM&F-Bovespa aliada à raridade com que é empregada nos Estados Unidos e às diferenças funcionais das cláusulas nos dois Países autorizam nominá-la como a autêntica *poison pill brasileira*.” ZANINI, Carlos Klein. A *poison pill brasileira*: desvirtuamento, antijuridicidade e ineficiência. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (coord.). **Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 261

Dessa maneira, atingido o percentual mínimo estabelecido pela cláusula, o acionista adquirente vê-se obrigado a adquirir o restante das ações votantes. A esse dever de aquisição do restante das ações, soma-se fórmulas e critérios de avaliação para determinação do preço a ser ofertado na OPA. Estas fórmulas e critérios tem por objetivo elevar a níveis proibitivos o custo da tomada hostil, onerando demasiadamente o adquirente e tornando a aquisição custosa para este, a fim de dissuadi-lo⁹⁷.

Ainda que o adquirente busque a revogação da cláusula em assembleia geral, a estratégia adotada pelas companhias dificulta tal supressão da *poison pill brasileira*. Isto é, é comum a *poison pill brasileira* estar acompanhada de cláusulas que protegem a sua estabilidade e eficácia. Estas cláusulas acessórias são comumente denominadas “cláusulas pétreas” e são utilizadas de dois modos distintos: (i) dispondo a possibilidade de ocorrer suspensão do direito de voto daquele acionista que falhe em realizar a OPA e (ii) impondo ao acionista que votar a favor da supressão ou eliminação da *poison pill* a realização de OPA⁹⁸. Estas cláusulas-pétreas são extremamente polêmicas e sua legalidade, juntamente com a própria pertinência legal da *poison pill brasileira*, será analisada no ponto 5.3.1 abaixo.

Cumprе ressaltar que a *poison pill brasileira* assemelha-se ao *tag along* previsto no art. 254-A da LSA, o qual prevê a obrigatoriedade de OPA quanto às ações com direito a voto quando haja alienação, direta ou indireta do poder de controle. Nessa caso, o adquirente é obrigado a realizar a OPA pagando-se aos acionistas não-controladores 80% do prêmio pago pelas ações do bloco de controle (sendo que, no Novo Mercado, o *tag along* é de 100% do prêmio, conforme item 8.1 de seu Regulamento)⁹⁹. Modesto CARVALHOSA denomina o art.

⁹⁷ MÜSSNICH, Francisco e MELO, Vitor de Britto Lobão. Análise prática e considerações sobre a realidade e a aplicação das medidas de proteção à tomada hostil de controle nos estatutos sociais das companhias abertas brasileiras (Brazilian pills). In: COUTO, Alexandre Silva (coord.). **Direito Societário – Estudos sobre a lei de sociedades por ações**. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 258.

⁹⁸ ZANINI, Carlos Klein. A *poison pill* brasileira: desvirtuamento, antijuridicidade e ineficiência. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (coord.). **Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 261; MUNHOZ, Eduardo Secchi. Transferência de Controle nas Companhias sem Controlador Majoritário. In: CASTRO, Rodrigo R. M. de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (coord.). **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 288.

⁹⁹ “Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle.

§ 1º Entende-se como alienação de controle a transferência, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com

254-A de *poison pill* legal, devido ao seu objetivo impedor de aquisição do poder de controle. Referida disposição legal, instituída sob a premissa da existência e centralização da figura do acionista controlador com mais de 50% do capital votante consagrada desde a elaboração da LSA em 1976, não mais corresponde a realidade de todas as companhias brasileiras. Todavia, como bem observa CARVALHOSA, suas semelhanças encerram-se na obrigatoriedade de realização de OPA imposta por ambos os institutos:

“Com relação ao evento que caracteriza a incidência da *poison pill*, conforme estas têm sido utilizadas nos estatutos das companhias brasileiras, há divergências em relação à *poison pill* dita legal. Enquanto esta passa a ser aplicável a partir da alienação do poder de controle, de forma direta ou indireta (por meio de uma única operação ou de operações sucessivas), a *poison pill* estatutária geralmente é aplicável quando há aquisição de um determinado percentual de ações nela previsto, o qual fica em torno de 15% a 20% das ações de emissão da companhia. Nesse sentido, apenas teríamos semelhança entre a *poison pill* legal e a estatutária no tocante à aparente finalidade de dificultar a aquisição do poder de controle. Contudo, a *poison pill* legal não tem por finalidade impedir a alteração do poder de controle; a sua previsão na Lei das S.A. visa dispensar tratamento mais igualitário aos acionistas minoritários detentores de ações ordinárias quando houver alteração do grupo ou do acionista controlador.”¹⁰⁰

Ademais, a redação das cláusulas de *poison pill brasileira* é muito semelhante entre as companhias brasileiras. Toma-se como exemplo os Estatutos Sociais da Lojas Renner S.A. (reconhecida como a primeira companhia brasileira a ter controle gerencial) e Iochpe-Maxion S.A. Primeiro, veja-se o *caput* art. 42 da Lojas Renner S.A.¹⁰¹:

“**Artigo 42** - Qualquer pessoa ou Grupo de Acionistas que adquira ou se torne titular de ações de emissão da Companhia, em quantidade igual ou superior a 20% (vinte por cento) do total de ações de emissão da Companhia (“Acionista Comprador”) deverá, no prazo máximo de 60 (sessenta) dias a contar da data de aquisição ou do evento que resultou na titularidade de ações em quantidade igual ou superior a 20% (vinte por cento) do total de ações de emissão da Companhia, realizar ou solicitar o registro de, conforme o caso, uma OPA da totalidade das ações de emissão da Companhia, observando-se o disposto na regulamentação aplicável da CVM, os regulamentos da BM&FBOVESPA e os termos deste Artigo.”

direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade.”

¹⁰⁰ CARVALHOSA, Modesto. As *poison pills* estatutárias na prática brasileira – alguns aspectos de sua legalidade. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos (coord.). **Direito Societário – Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 24.

¹⁰¹

Disponível

em

<http://www.lojasrenner.com.br/investidores;jsessionid=62c4W1CK8ZghHQwYxhq3pp0j69p144BVpKNTmyQxV2Wbw5qwV4VS!-940943676>. Acesso em: 31/10/2015.

O *caput* do art. 49 do Estatuto Social da Iochpe-Maxion S.A.¹⁰² é muito semelhante ao exemplo acima. Veja-se:

“**Art. 49** - Qualquer Acionista Adquirente de Participação Relevante, que adquira ou que se torne titular de ações de emissão da Companhia, a qualquer tempo, em quantidade igual ou superior a 15% (quinze por cento) do total de ações de emissão da Companhia deverá, no prazo máximo de 30 (trinta) dias a contar da data de aquisição ou do evento que resultou na titularidade de ações em quantidade igual ou superior a 15% (quinze por cento) do total de ações de emissão da Companhia, realizar ou solicitar o registro de, conforme o caso, uma oferta pública de aquisição da totalidade das ações de emissão da Companhia (OPA), observando-se o disposto na regulamentação aplicável da CVM, os regulamentos da BM&FBOVESPA e os termos deste Artigo. A Companhia informará a CVM e a BM&FBOVESPA sobre qualquer evento que venha a ser do seu conhecimento e que enseje à realização da OPA referida neste artigo.”

Fica claro que, a despeito das diferenças de estrutura do capital destas duas companhias listadas no Novo Mercado (a primeira com um *free float* na ordem de 98% de suas ações emitidas¹⁰³ e a segunda com controle minoritário da família fundadora da companhia¹⁰⁴), a redação das cláusulas instituidoras da *poison pill brasileira* são extremamente parecidas. No caso da Lojas Renner S.A., o gatilho é estabelecido em 20% do capital, enquanto que no caso da Iochpe-Maxion S.A. este é estabelecido em 15% de seu capital. Ademais, ambas as companhias têm “entrincheiradas” cláusulas pétreas, a fim de assegurar estabilidade e eficácia à cláusula de proteção da dispersão acionária¹⁰⁵.

Há quem, ainda, compare a inserção da pílula e sua obrigatoriedade de realização de OPA não com o modelo adotado nos Estados Unidos, mas sim com a Diretiva 2004/25/EC da

¹⁰² Disponível em http://iochpe.mediagroup.com.br/Content/upload/arquivo/pt/estatuto_social.pdf . Acesso em: 31/10/2015.

¹⁰³ Conforme dados retirados de seu site, <http://www.lojasrenner.com.br/investidores;jsessionid=62c4W1CK8ZghHQwYxhq3pp0j69p144BVpKNTmyQxV2Wbw5qwV4VS!-940943676> . Acesso em: 31/10/2015.

¹⁰⁴ Companhia listada no Novo Mercado da BM&FBOVESPA, tendo, segundo seu próprio site, bloco de ações detidas pela Família Iochpe no percentual de 24,85% do capital social e 74,80% das ações no *free float*. Ver <http://www.iochpe.com.br> .

¹⁰⁵ No caso da Lojas Renner S.A., o parágrafo 11 do artigo 42 de seu Estatuto Social: “**Parágrafo 11** - 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”. No caso da Iochpe-Maxion S.A., o parágrafo 11 do artigo 49 de seu Estatuto Social: **Parágrafo Décimo Primeiro** - 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.

União Europeia, que instituiu a oferta obrigatória¹⁰⁶. Suas diretrizes seguem o modelo estabelecido pelo *Takeover Panel* britânico, especialmente no que se refere à *non-frustration principle* e o estabelecimento de imposição de lançamento de OPA (*mandatory bid rule*) para aquele que atingir o patamar mínimo de participação no capital da companhia (o qual é de 30% no Reino Unido). Eduardo Secchi MUNHOZ assim descreve esta similaridade:

“É curioso notar, a esse respeito, que embora os estudos sempre apontem para a origem norte-americana do instituto, transplantado para terras nacionais, o fato é que a estrutura da OPA estatutária é muito próxima à da oferta obrigatória da Diretiva Europeia, amplamente difundida entre os países europeus. De fato, tanto quanto sua similar europeia, a OPA estatutária decorre da aquisição de uma participação mínima no capital social. Além disso, em muitos casos, ela define como valor da oferta o preço pelo adquirente pelas ações que lhe venderam a participação minoritária mínima, ou ainda o maior valor pago dentro de certo prazo antes da aquisição.

Isso demonstra que a OPA estatutária, se bem elaborada, pode constituir a resposta contratual à ausência de regulação adequada. Trata-se, na realidade, do primeiro caso de OPA obrigatória do direito brasileiro que decorre não de uma alienação de controle (OPA por alienação e OPA do Novo Mercado), mas sim de uma aquisição originária.”¹⁰⁷

É possível perceber que houve uma veloz disseminação na utilização indiscriminada desse instituto pelas companhias abertas brasileiras, apesar das diferenças de estrutura de capital entre elas e, principalmente, entre a realidade norte-americana, de onde importou-se as *poison pills*. No ponto abaixo, discutir-se-á as motivações que levaram a referido fenômeno de adoção deste instituto societário, a despeito das diferentes realidades destes dois países.

5.2 MOTIVAÇÕES

As *poison pills* surgiram nos Estados Unidos com o intuito de dificultar, inibir ou impedir uma tomada hostil de controle. Conforme referido na primeira parte deste trabalho, seu inventor, o advogado nova-iorquino Martin Lipton, afirmava que seu objetivo original era

¹⁰⁶Na Europa, diferentemente do que ocorre com a *poison pill* brasileira, o gatilho não dispara caso o controlador detenha participação maior do que a prevista para disparar o gatilho, ou seja, não entrincheira o controlador. Para maiores detalhes sobre a Diretiva 2004/25/EC da União Europeia, ver, *e.g.*, SCHUSTER, Edmund-Philip. Efficiency in Private Control Sales – The Case for Mandatory Bids. **LSE Law, Society and Economy Working Papers**, 08/2010. Disponível em: http://eprints.lse.ac.uk/32899/1/WPS2010-08_Schuster.pdf. Acesso em: 06/12/2015.

¹⁰⁷MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de controle na sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 335-336.

garantir proteção aos minoritários diante de eventual tomada hostil, evitando-se, assim, problemas de coordenação entre eles¹⁰⁸. Ademais, passado algum tempo, passaram a ser consideradas como um mecanismo de entricheiramento dos administradores das companhias-alvo, mormente os ineficientes, como forma de proteção contra eventuais destituições após a tomada de controle. A partir disto, o debate nos Estados Unidos tornou-se dual, entre aqueles que as defendiam, sob argumento de proteção dos minoritários e dos *stakeholders*, e aqueles que as atacavam, sob argumento de que estariam prejudicando a eficiência do *market for corporate control* e, assim, privilegiando maus-administradores em detrimento do *share value* dos acionistas.

A despeito da óbvia inspiração retirada da invenção societária norte-americana, no Brasil, a motivação para sua importação é diametralmente oposta às propostas acima descritas. Por aqui, elas visam, de regra, a garantir o nível de concentração acionária ao controlador, a partir da manutenção de um bloco de controle concentrado¹⁰⁹, apesar de em muitos Estatutos Sociais as cláusulas referentes à *poison pill brasileira* estarem, ironicamente, inseridas no capítulo denominado “proteção da dispersão acionária”¹¹⁰.

Muitas foram as companhias que adotaram a *poison pill brasileira* em momento anterior à abertura de capital, como medida preparatória para seu IPO (*initial public offering*). Apesar de movimento semelhante ocorrer nos Estados Unidos neste estágio pré-IPO, onde a intenção era inibir a formação de um bloco de controle (motivando os fundadores a abrir mão de seu controle, a fim de garantir a dispersão acionária e sem que houvesse perigo de uma tomada de controle por um terceiro), no Brasil, o objetivo das companhias foi o inverso. Para as companhias brasileiras

¹⁰⁸ LIPTON, Martin. Pills, Polls and Professors Redux. *University of Chicago Law Review*, v. 69, No. 3, 2002. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2017088&download=yes>. Acesso em 18 de novembro de 2015, p. 1042.

¹⁰⁹ Esta também é a opinião de Calixto Salomão Filho: “[...] a previsão de que a obtenção de certa porcentagem do capital dispara a obrigatoriedade de apresentar oferta aos demais acionistas desestimula o agente a angariar elevada participação, garantindo-se a manutenção do controle previamente existente e exigindo que, se quiser tomar o controle, negocie com o seu ‘titular’ (o atual controlador)”. COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO Filho, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 6ª edição revista e atualizada. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2014, p. 215. Ainda, ZANINI, Carlos Klein. A poison pill brasileira: desvirtuamento, antijuridicidade e ineficiência. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (coord.). **Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 257-277.

¹¹⁰ Este é o caso da SLC Agrícola S.A.: “CAPÍTULO VII - ALIENAÇÃO DO CONTROLE ACIONÁRIO, CANCELAMENTO DO REGISTRO DE COMPANHIA ABERTA, SAÍDA DO NOVO MERCADO E PROTEÇÃO DA DISPERSÃO DA BASE ACIONÁRIA”. Estatuto Social disponível no setor “Relação com Investidores” em <http://www.slcagricola.com.br>, acesso em 01/11/2015.

que preparavam-se para abertura de capital, a intenção era obter a maior capitalização possível para a companhia, pela captação de recursos do público, a fim de financiar seu empreendimento, porém mantendo-se o controle na mão de seus controladores fundadores, ou seja, neste caso a adoção da pílula incentivaria a abertura de capital por tais companhias¹¹¹.

Devido à ainda incipiente dispersão do capital em nosso mercado de capitais, predominam ainda companhias de controle definido, *i.e.*, em que há um controlador majoritário ou um controlador minoritário, atuando como bloco de controle (por meio, *e.g.*, de acordos de acionistas) ou devido ao absenteísmo de assembleias gerais. Companhias com real controle gerencial, isto é, aquelas em que não há um controlador definido, conforme conceito de BERLE e MEANS, ainda são extremamente raras¹¹².

Esta relativa pulverização da base acionária motivou e tornou possível sua implementação nos Estatutos Sociais das companhias, de forma a que os controladores mantenham o atual controle dessas. Para Modesto CARVALHOSA, seria este um típico caso de desvirtuamento do instituto, conforme sua opinião:

“O que tem ocorrido atualmente no mercado brasileiro é um desvirtuamento da proposta da *poison pill*: ao invés de oferecerem a proteção contra ofertas inesperadas de tomada de controle, acabam sendo utilizadas como forma de manutenção do atual controle na companhia, sem levar em consideração a pulverização de parte de seu capital, bem como a possibilidade de maximização do valor da sociedade através da viabilização de propostas de fusão e de aquisição feitas por terceiros, via uma oferta hostil.”¹¹³

¹¹¹ ZANINI, Carlos Klein. A poison pill brasileira: desvirtuamento, antijuridicidade e ineficiência. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (coord.). **Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 263-264.

¹¹² Esta também é a opinião de Henry Hansmann, Ronald Gilson e Mariana Pargendler: “Yet despite the emergence of a few widely-held companies and the evolution toward intermediate ownership structures based on blockholdings, it is easy to overstate the extent of the shift toward ownership dispersion in the Novo Mercado. First, dispersed ownership is often too loosely defined. Brazilian commentators and Novo Mercado regulators define “dispersed control” as the absence of any individual shareholder or group holding at least 50% of the company’s voting stock. Hence, many companies that are labeled as having dispersed ownership structures in Brazil actually have a major blockholder that would be treated as a controlling owner in other jurisdictions. Moreover, the vast majority of Novo Mercado firms have adopted in their bylaws enhanced mandatory bid rules triggered at a lower threshold and imposing a higher premium than the Novo Mercado standards. These enhanced mandatory bid rules, as well as shareholder agreements, allow small groups of major shareholders to exercise uncontested control even though no single shareholder holds a majority of voting share.” GILSON, Ronald J., HANSMANN, Henry, PARGENDLER, Mariana. Regulatory dualism as a development strategy: corporate reform in Brazil, in the US and the E.U. **ECGI – Law Working Paper**, n. 149/2010. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1541226>. Acesso em: 18 de novembro de 2015, p. 25.

¹¹³ CARVALHOSA, Modesto. As poison pills estatutárias na prática brasileira – alguns aspectos de sua legalidade. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos (coord.). **Direito Societário – Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 21.

Serviriam, além disto, para bloquear a formação de “minorias relevantes” – as quais podem resistir ou suplantar o poder do controlador, pois, atuando como barreira para aquisição de participação superior a dada porcentagem de ações, impedindo que acionistas detenham número de ações suficientes para garantir direitos decorrentes da propriedade de determinado percentual mínimo do capital social, como determinado pela LSA¹¹⁴. São exemplos os direitos relacionados (i) à eleição de conselho de administração e conselho fiscal¹¹⁵ e (ii) ao ajuizamento de ações judiciais¹¹⁶.

Vê-se que sua adoção é capaz de, nas palavras de Eduardo Secchi MUNHOZ, “contribuir para o entricheiramento do controlador minoritário, ou para comportamentos oportunistas de acionistas titulares de parcela insignificante do capital. O resultado é a imposição de barreiras incomparavelmente elevadas ao funcionamento do mercado de controle acionário, em detrimento da particular e importante função por ele exercida no sistema de capital pulverizado”¹¹⁷.

Estudos demonstram que a maior parte das companhias listadas nos segmentos especiais da BM&FBOVESPA adotaram *poison pills* em seus Estatutos Sociais. Erika GORGA, em estudo

¹¹⁴ NASCIMENTO, João Pedro Barroso do Nascimento. **Medidas defensivas à tomada de controle de companhias**. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 154.

¹¹⁵ “**Art. 141.** Na eleição dos conselheiros, é facultado aos acionistas que representem, no mínimo, 0,1 (um décimo) do capital social com direito a voto, esteja ou não previsto no estatuto, requerer a adoção do processo de voto múltiplo, atribuindo-se a cada ação tantos votos quantos sejam os membros do conselho, e reconhecido ao acionista o direito de cumular os votos num só candidato ou distribuí-los entre vários. (...)”

§ 4º Terão direito de eleger e destituir um membro e seu suplente do conselho de administração, em votação em separado na assembléia-geral, excluído o acionista controlador, a maioria dos titulares, respectivamente:

I - de ações de emissão de companhia aberta com direito a voto, que representem, pelo menos, 15% (quinze por cento) do total das ações com direito a voto; e

II - de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito de emissão de companhia aberta, que representem, no mínimo, 10% (dez por cento) do capital social, que não houverem exercido o direito previsto no estatuto, em conformidade com o art. 18.” (grifos nossos)

¹¹⁶ “**Art. 206.** Dissolve-se a companhia: (...)”

II - por decisão judicial: (...)”

b) quando provado que não pode preencher o seu fim, em ação proposta por acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social;” (grifos nossos)

¹¹⁷ MUNHOZ, Eduardo Secchi. Transferência de Controle nas Companhias sem Controlador Majoritário. In: CASTRO, Rodrigo R. M. de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (coord.). **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 288; ZANINI, Carlos Klein. A poison pill brasileira: desvirtuamento, antijuridicidade e ineficiência. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (coord.). **Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 257-277.

realizado em 2007, concluiu que mais da metade das companhias listadas no Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1 da referida bolsa de valores havia adotado a medidas de proteção contra tomadas hostis, sendo a *poison pill brasileira* a mais utilizada por estas companhias¹¹⁸.

Ademais, Camila MARTES, em estudo mais recente, com dados de 2013, verificou que, dentre as 20 companhias listadas no Novo Mercado sem controle majoritário e com acordos de acionistas declarados à CVM, em 15 delas havia a prescrição da *poison pill brasileira* em seus Estatutos Sociais¹¹⁹.

A hipótese descrita acima se confirma: apesar de um capital relativamente pulverizado e controle minoritário, os acionistas relevantes das companhias coordenam-se entre si, por meio de acordos de acionista, e buscam garantir a manutenção do bloco de controle, assegurando um grau de dispersão acionária conforme seus interesses. Assim, a estruturação do poder de controle das companhias abertas brasileiras é fundada nestes dois institutos, o acordo de acionistas e a *poison pill brasileira*¹²⁰.

Como já afirmado na quarta parte deste trabalho, o Brasil é um dos países com nível mais elevado de extração de benefícios privados de controle¹²¹. Desta forma, a *poison pill brasileira* surge como mais um dos instrumentos utilizados pelos controladores (seja majoritário, seja minoritário) para manutenção de seu poder de controle, em inúmeros casos em detrimento de direitos dos minoritários¹²². Nesse sentido, é possível perceber, como afirma Luís André N. de

¹¹⁸ GORGA, Érica, Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries. **Cornell Law Faculty Working Papers**, paper 42, 2008. Disponível em: < http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1121037 >. Acesso em: 18 de novembro de 2015, p. 47-48 e 103-104.

¹¹⁹ MARTES, Camilla Ribeiro. **Sobre o controle minoritário nas Companhia listadas no Novo Mercado**. 2014. 188 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014., p. 86-87.

¹²⁰ Esta também é a opinião de Eduardo Secchi Munhoz: “O acordo de acionistas, tal como disciplinado pelo art. 118 da Lei das S.A., com eficácia sobre terceiros e capacidade de vincular decisões dos administradores, constitui um poderoso instrumento de organização do poder nas companhias brasileiras, compensando eventual perda decorrente da dispersão acionária.” MUNHOZ, Eduardo Secchi. Transferência de Controle nas Companhias sem Controlador Majoritário. In: CASTRO, Rodrigo R. M. de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (coord.). **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 290.

¹²¹ DYCK, Alexander; ZINGALES, Luigi. **Private Benefits of Control: An International Comparison**. The Journal of Finance, Vol. 59, No. 2, 537-600, 2004.

¹²² É o que refere Eduardo Secchi Munhoz: “No caso das companhias brasileiras, em que o controle é concentrado, essas regras não servem para impedir tentativas de aquisição hostil, mas principalmente para assegurar ao controlador mecanismos de evitar a formação de minorias significativas, que possam resistir ou suplantar seu poder. De fato, como a totalidade das ações das companhias listadas no Novo Mercado é de ações ordinárias, acionistas controladores que sejam titulares de pelo menos 50% mais uma ação têm interesse em que o capital remanescente permaneça disperso em pequenos investidores, incapazes de resistir ao seu poder. Daí a presença, na maior parte dos

MOURA AZEVEDO, que “a pulverização acionária verificada em companhias abertas no Brasil está inserida em uma estratégia dos antigos acionistas controladores majoritários de maximização dos retornos decorrentes da abertura de capital da companhia controlada”¹²³.

5.3 CONSEQUÊNCIAS DE SUA IMPLEMENTAÇÃO EM ESTATUTOS SOCIAIS

A implementação da *poison pill brasileira* e das cláusulas garantidoras de sua estabilidade e eficácia (“cláusulas pétreas”) é polêmica em nossa doutrina. Para além do já comentado “desvirtuamento” do instituto, os argumentos contrários à sua adoção vão desde sua antijuridicidade, especialmente no que tange às cláusulas pétreas e o desrespeito a direitos essenciais dos acionistas, passando pela inadequação de tal instituto ao nosso sistema de controle e chegando na ineficiência econômica da própria *poison pill brasileira*. Passar-se-á à análise crítica de cada um dos argumentos debatidos.

5.3.1 Antijuridicidade

No que diz respeito à alegada antijuridicidade, a doutrina menciona que a *poison pill brasileira* é contrária a inúmeros princípios do Direito Societário brasileiro.

A despeito da semelhança entre a “OPA obrigatória” constante do art. 254-A da LSA e da obrigatoriedade de OPA imposta pela pílula, a primeira busca dar tratamento igualitário aos acionistas controladores e aos acionistas não-controladores, à medida que aqueles são obrigados a “dividir” o prêmio do controle com os últimos em casos de alienação de controle. Enquanto isso, a *poison pill brasileira* visa a preservação do poder de controle do bloco controlador, inibindo ou impedindo a aquisição de participação relevante na companhia-alvo. Assim, conforme os dizeres

estatutos sociais, das regras originadas do direito norte-americano que, aqui, vêm exercer uma função muito distinta.” MUNHOZ, Eduardo Secchi. Desafios do Direito Societário Brasileiro na Disciplina da Companhia Aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado. In: CASTRO, Rodrigo R. M. de; ARAGÃO, Leandro S. de (coord.). **Direito Societário – Desafios atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 155.

¹²³ MOURA AZEVEDO, Luís André N. de. Ativismo dos Investidores Institucionais e Poder de Controle nas Companhias Abertas de Capital Pulverizado Brasileiras. In: CASTRO, Rodrigo R. M. de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (coord.). **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 238.

de Carlos Klein ZANINI, “o primeiro argumento apto a demonstrar a antijuridicidade da *poison pill brasileira* reside precisamente nesta espécie de ‘reserva’ criada em benefício do controlador”, a qual o autor denomina “reserva de controle”¹²⁴.

Desta forma, tendo em vista que a grande maioria das companhias adotantes têm um controle definido, seja por meio de um acionista controlador clássico (conforme definição do art. 116 da LSA¹²⁵) ou controle compartilhado consubstanciado em acordo de acionistas (nos termos do art. 118 da LSA¹²⁶), a *poison pill brasileira* configuraria verdadeira discriminação com relação aos minoritários. O gatilho é acionado atingido percentual fixado normalmente entre 15% a 35% do capital social; entretanto a média geral de participação dos maiores acionistas das empresas listadas no Novo Mercado é superior a 35% do capital destas (sendo ainda mais elevado quando considerados os acordos de acionistas). Isto significa que a *poison pill brasileira* serviria nestes casos não como medida de proteção contra tomada hostil de controle, mas como impedimento a aquisição de participação relevante na companhia por acionista que não o controlador. Eduardo Secchi MUNHOZ corrobora esta opinião:

”[...] na maioria dos casos, a OPA estatutária pode ser disparada contra operações de aquisição de ações que não implicam transferência do poder de controle. Tais aquisições podem levar a uma maior concentração do capital, ou à formação de minorias relevantes na estrutura societária, mas não importam em transferência do controle. De se destacar, a esse respeito, que alguns dos percentuais mínimos fixados para disparar a OPA estatutária correspondem exatamente aos percentuais previstos na lei societária para a atribuição de determinados direitos políticos ao acionista.”¹²⁷

¹²⁴ ZANINI, Carlos Klein. A *poison pill brasileira*: desvirtuamento, antijuridicidade e ineficiência. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (coord.). **Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 265.

¹²⁵ Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e

b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.

¹²⁶ Art. 118. Os acordos de acionistas, sobre a compra e venda de suas ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto, ou do poder de controle deverão ser observados pela companhia quando arquivados na sua sede.

¹²⁷ MUNHOZ, Eduardo Secchi. Transferência de Controle nas Companhias sem Controlador Majoritário. In: CASTRO, Rodrigo R. M. de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (coord.). **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 313.

Ademais, esta “reserva de controle” é extremamente prejudicial se quando leva em conta o Novo Mercado. Este segmento é caracterizado pela regra *one share-one vote*, a qual visa assegurar a igualdade política entre os acionistas. No momento em que o bloco de controle detém privilégios decorrentes do impedimento de outros acionistas alcançarem participação relevante na companhia, o voto dos minoritários é esvaído de utilidade. Em outras palavras, os minoritários veem obstaculizado seu direito de contestar o poder do controlador na direção da companhia. Carlos Klein ZANINI vai além e afirma que “tal discriminação atenta contra o princípio consagrado no §1º do art. 109 da Lei 6.040/1976, segundo o qual ‘as ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares’”¹²⁸.

A aparente igualdade revelar-se-ia, então, uma discriminação, apresentando pesos diferentes para ações com direitos, na teoria, iguais. O entricheiramento dos controladores originais (titulares do controle quando da inserção da cláusula no Estatuto Social da companhia), representaria esta discriminação e configuraria a antijuridicidade da pílula no tocante aos direitos políticos dos minoritários. Este é o entendimento de boa parte da doutrina.

Em sentido contrário, argumentando que, a princípio não existiria antijuridicidade da pílula *per se*, João Pedro SCALZILLI afirma que haveria ilicitude apenas quando da utilização em conjunto com as já referidas “cláusulas pétreas”. Para este autor, se utilizada de maneira adequada, a *poison pill brasileira* incentivaria a abertura de capital de companhias cujo controlador não estaria disposto a, em um momento inicial, abrir mão do controle de sua companhia, mas obter recursos para expandi-la. Todavia, segundo ele, tal abertura de capital levaria a um movimento gradual em direção à dispersão acionária.

Ainda, suscita, dentre outras, as seguintes razões para caracterização de sua licitude: (i) autonomia privada e inexistência de vedação legal à previsão da *poison pill brasileira*; (ii) possibilidade de reforma do Estatuto Social por maioria simples, fulcro no art. 129 LSA, em que pese a inexistência de “cláusulas pétreas”; (iii) a desigualdade existente entre controlador e minoritário é inerente ao próprio Direito Societário e a estrutura de capital das companhias brasileiras (tomando por base os arts. 116 e 117 da LSA); e, (iv) o mercado precificaría tal

¹²⁸ ZANINI, Carlos Klein. A poison pill brasileira: desvirtuamento, antijuridicidade e ineficiência. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (coord.). **Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 267.

cláusula constante do Estatuto Social de dada companhia, isto é, o valor da ação desta companhia estaria, dentre inúmeras outras variáveis, vinculado à existência da *poison pill*¹²⁹. Percebe-se que referido autor adota opinião mais pragmática que os autores antes examinados. Para SCALZILLI,

“pode-se, em suma, questionar a real efetividade da *poison pill* brasileira relativamente ao propósito para o qual é declaradamente estabelecida (mecanismo de defesa para aumento do preço pago em eventual oferta hostil e manutenção da dispersão acionária), todavia, na seara jurídica, não se pode afirmar a ilicitude, de plano, de tais cláusulas estatutárias, muito embora possam dificultar operações benéficas para a companhia.”

De qualquer sorte, em um ponto todos convergem: as cláusulas acessórias à *poison pill brasileira*, comumente chamadas de “cláusulas pétreas” (a despeito da imprecisão técnica na utilização de tal termo), devem ser consideradas ilícitas. Sua implementação nos Estatutos Sociais tem por objetivo assegurar eficácia e estabilidade à pílula, a fim de garantir sua imutabilidade, prescrevendo (i) a possibilidade de suspensão do direito de voto daquele acionista que falhe em realizar a OPA e (ii) impondo ao acionista que votar a favor da supressão ou eliminação da *poison pill* a realização de OPA. Não há de se falar em proporcionalidade ou razoabilidade de sua inserção nos Estatutos Sociais, pois as cláusulas pétreas tornam praticamente impossível a retirada da *poison pill*, mediante a ameaça de penalidades ao acionista que for favorável a sua retirada, ainda que este não seja o acionista adquirente do percentual que acionou o gatilho.

¹²⁹ “[...] não chegamos a concordar com tal posicionamento, pois: (i) estamos no âmbito da autonomia privada e inexistente vedação legal à previsão de tal cláusula estatutária; (ii) pode tal *poison pill* ser reformada, nos termos do art. 129 da Lei das S.A. (maioria simples); (iii) existem diversos outros mecanismos que podem ser utilizados para proteção (e enriquecimento) do controlador e que são admitidos pela Lei (como o acordo de acionistas ou a própria emissão de ações preferenciais); (iv) a desigualdade existente entre minoritários e controlador é inerente ao próprio direito societário e à própria estrutura de capital das companhias pátrias (tanto isso é verdade que a Lei das S.A., em assim reconhecendo, acaba por prever limitações ao uso do poder de controle – art. 116 e 117); (v) tal *poison pill*, a princípio, não inviabiliza nem altera o sistema de percentuais previsto na Lei das S.A. para o exercício de uma série de direitos, posto que tais percentuais podem ser obtidos por um único ou por um grupo de acionistas; (vi) nenhum meio, processo ou ação garantido por lei aos acionistas é, *a priori*, elidido pela previsão estatutária desta espécie de *poison pill*; (vii) em caso de venda do controle, existe a proteção legal conferida pelo art. 254-A da Lei das S.A. (*tag-along*, o qual é ampliado pelo regime do Novo Mercado da BM&FBovespa); (viii) inexistente restrição à circulação de ações, podendo os acionistas venderem suas ações quando quiserem, além de ser importante salientar que um dos objetivos da *poison pill* brasileira é, justamente, o de manter a dispersão acionária (apesar de existirem outros mecanismos para tanto); e (ix) o mercado precifica tal cláusula, especialmente quando utilizada como mecanismo de proteção do controlador. Assim, de regra, a medida não é preclusiva, ou seja, não gera a impossibilidade de receber qualquer oferta (seja ela boa ou má) e nem impossibilita, *per se*, o seu desarme, mesmo porque é possível que o eventual interessado em adquirir o controle apele diretamente aos acionistas para que se suprima tal cláusula (seja mediante um anúncio nesse sentido acompanhado de um pedido público de procuração, seja por meio de oferta pública condicionada à revogação da pílula).” SCALZILLI, João Pedro. **Mercado de Capitais – Ofertas Hostis e Técnicas de Defesa**. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 249.

É flagrante a ilicitude e inadequação de referidas cláusulas pétreas. A uma, pois, evidente o desrespeito a normas do Direito Societário. A duas, pois é o principal método de entricheiramento do bloco de controle, exacerbando a ineficiência econômica deste instituto e, muitas vezes, constituindo-se em, com o perdão do trocadilho, verdadeiro veneno sem antídoto.

Primeiramente, constituem flagrante ilegalidade às normas da LSA, especialmente aquelas relacionadas ao direito de voto do acionista em consonância com o interesse social da companhia (art. 115 da LSA¹³⁰) e à soberania da assembleia geral (arts. 121¹³¹ e 122¹³² da LSA). Já em 2009, a CVM lançou o Parecer de Orientação n. 36/2009¹³³, amparado em Memorando elaborado por seus diretores Marcos Barbosa PINTO e Otávio YAZBEK disponibilizado em 2008¹³⁴. Neste Parecer de Orientação, a CVM consagrou o seguinte entendimento com relação às “cláusulas pétreas”:

“Nos últimos anos, os estatutos de diversas companhias passaram a conter cláusulas de proteção à dispersão acionária que obrigam o investidor que adquirir determinado percentual das ações em circulação a realizar uma oferta pública de compra das ações remanescentes.

Além disso, alguns estatutos incluem disposições acessórias a essas cláusulas, impondo um ônus substancial aos acionistas que votarem favoravelmente à supressão ou à alteração das cláusulas, qual seja, a obrigação de realizar a oferta pública anteriormente prevista no estatuto.

A CVM entende que a aplicação concreta dessas disposições acessórias não se compatibiliza com diversos princípios e normas da legislação societária em vigor, em

¹³⁰ “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.”

¹³¹ Art. 121. A assembléia-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.

¹³² Art. 122. Compete privativamente à assembleia geral:

I - reformar o estatuto social

(...)

V - suspender o exercício dos direitos do acionista (art. 120);

(...)

VIII - deliberar sobre transformação, fusão, incorporação e cisão da companhia, sua dissolução e liquidação, eleger e destituir liquidantes e julgar-lhes as contas;

(...)

¹³³ Disponível em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/pare/anexos/pare036.pdf>. Acesso em: 04/11/2015.

¹³⁴ Disponível em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0005/6491-0.pdf>. Acesso em: 04/11/2015.

especial os previstos nos arts. 115, 121, 122, I, e 129 da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976.

Por esse motivo, a CVM não aplicará penalidades, em processos administrativos sancionadores, aos acionistas que, nos termos da legislação em vigor, votarem pela supressão ou alteração da cláusula de proteção à dispersão acionária, ainda que não realizem a oferta pública prevista na disposição acessória.”

Desta forma, a CVM atacou apenas a ilegalidade das “cláusulas pétreas”, afirmando que não tomaria qualquer penalidade em sede de processo administrador sancionador decorrente de votação em favor da supressão ou remoção da *poison pill brasileira*. Entende-se acertada tal decisão, pois, ao contrário da própria pílula (que entende-se seja necessário um exame casuístico de sua ilegalidade), as “cláusulas pétreas” atentam diretamente contra os referidos artigos da LSA. Embasando esta opinião, Francisco MÜSSNICH e Vitor de Britto Lobão MELLO opinam da seguinte maneira quanto à legalidade destas cláusulas acessórias e seu impedimento do direito de voto dos acionistas:

“Esta limitação do seu direito de voto acaba por desencadear diversas ofensas frontais a princípios basilares do direito societário e normas legais de ordem pública, evidenciando as cláusulas pétreas como dispositivos flagrantemente ilegítimos e ilegais.

Dentre esses princípios, podemos citar (i) o princípio da soberania da assembleia geral, positivado na Lei das S.A., principalmente na norma constante em seus arts. 121 e 122, que define a assembleia geral como órgão máximo e soberano das companhias brasileiras (inclusive para aprovar a reforma do seu estatuto social – art. 122, I); (ii) o princípio majoritário, pelo qual se confere à maioria do capital votante o poder de prevalecer, ressalvadas poucas exceções da lei, nas referidas assembleias (art. 129 da Lei das S.A.); (iii) o próprio direito de voto, pelo o acionista, caso o exerça no interesse social, tem total liberdade para escolher como votar (art. 115); e (iv) os princípios da autonomia privada e da liberdade de contratar, pelos quais os indivíduos possuem a liberdade e autonomia para criar e alterar normas entre si (art. 421 do Código Civil Brasileiro).”¹³⁵

Ademais, há quem compare estas “cláusulas pétreas” com a chamada *dead hand pill*, de similar utilização nos Estados Unidos¹³⁶. Isto é, servindo como mecanismo a tornar inflexível

¹³⁵ MÜSSNICH, Francisco e MELO, Vitor de Britto Lobão. Análise prática e considerações sobre a realidade e a aplicação das medidas de proteção à tomada hostil de controle nos estatutos sociais das companhias abertas brasileiras (Brazilian pills). In: COUTO, Alexandre Silva (coord.) . **Direito Societário – Estudos sobre a lei de sociedades por ações**. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 266 e 267.

¹³⁶ Ver, e.g., LORENZEN, Marcelo Boff. **Hostile Takeover Defenses in Brazil and the United States: a Comparative Analysis**. Cambridge, MA: Harvard Law School, LLM Program 2014; ZANINI, Carlos Klein. A *poison pill* brasileira: desvirtuamento, antijuridicidade e ineficiência. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (coord.). **Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 257-277;

modificação ou retirada da pílula. Cumpre referir que nos Estados Unidos esta espécie é vista com maus-olhos pelas Cortes, inclusive a de Delaware¹³⁷.

5.3.2 Ineficiência Econômica

Com relação à ineficiência econômica trazida por sua inserção, inúmeros são os argumentos neste sentido. O primeiro a ser tratado é o possível aumento dos custos de agência.

Conforme já referido, o mercado de disputa pelo poder de controle é um importante mecanismo externo de redução dos custos de agência. Assim, ao tornar tão custosa e até mesmo impraticável uma tomada hostil de controle, estas “cláusulas pétreas” tendem a exacerbar os *managerial agency costs*, no que se refere a ameaça de um administrador ineficiente venha a ser substituído. Ainda com relação aos administradores, uma análise *ex ante* também comprovaria a redução dos custos de agência, pois o mercado de disputa pelo poder de controle incentivaria os administradores a agirem conforme os deveres fiduciários a eles impostos¹³⁸. Por fim, é possível indagar que com relação aos custos de agência decorrentes da relação acionista-controlador e acionista não-controlador, estes também poderia ser aumentados, tendo em vista que o entricheiramento do controlador nas companhias brasileiras é um dos maiores responsáveis pelo alto nível de extração de benefícios privados de controle.

Outro argumento refere-se à incerteza e à insegurança trazidos por estas cláusulas acessórias. Apesar do Parecer de Orientação da CVM, as portas do Judiciário (ou de Câmara Arbitral, quando da existência de cláusula compromissória no Estatuto Social) estarão sempre abertas para questionamento quanto à operação societária quando da supressão ou modificação destas “cláusulas pétreas”. Desta forma, uma alegada violação do art. 115 da LSA poderia ser

GILSON, Ronald J., HANSMANN, Henry, PARGENDLER, Mariana. Regulatory dualism as a development strategy: corporate reform in Brazil, in the US and the E.U. **ECGI – Law Working Paper**, n. 149/2010. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1541226>. Acesso em: 18 de novembro de 2015.

¹³⁷ “[...] the dead hand pill was both preclusive and coercive. It was coercive because the pill effectively forced shareholders to re-elect the incumbent directors if they wished to be represented by a board entitled to exercise its full statutory powers. The pill was preclusive because the added deterrent effect of the dead hand provision made a takeover prohibitively expensive and effectively impossible.” BAINBRIDGE, Stephen M.. **Corporation law and economics**. New York: West Group, 2002, p. 686.

¹³⁸ Este também é o entendimento dos Diretores da CVM, Marcos Barbosa PINTO e Otávio YAZBEK, no já referido Memorando preparado por estes.

invocada por aquele acionista contrário à operação, ainda que esta seja favorável ao interesse social. Este impasse jurídico claramente traria consequências econômicas negativas, pois, quanto maior a incerteza sobre o ambiente de negócios de um país, mais reticentes são os adquirentes a realizarem tomadas hostis¹³⁹.

Ainda, conforme referenciado por ZANINI, “qualquer restrição imposta à aquisição de ações, pondo obstáculo ao atingimento de uma participação acionária relevante, desfavorece o aumento do valor das ações, na medida em que restringe a procura”¹⁴⁰.

O último argumento é endereçado à pílula e não apenas às suas cláusulas acessórias. Devido ao alto preço imposto pelos critérios fixados pela *poison pill brasileira* para estabelecimento de preço mínimo da aquisição, haveria casos em que, apesar de beneficiar as partes envolvidas, o negócio seria impedido por aquela e pela imutabilidade trazida pelas “cláusulas pétreas”¹⁴¹.

Diante de todos os argumentos trazidos, chega-se à conclusão que a *poison pill brasileira*, por si só, não deve ser considerada ilegal. Isto é, apesar de ineficaz economicamente e da antijuridicidade de suas cláusulas acessórias, o exame de legalidade da pílula deve ser realizado casuisticamente. É necessário que haja um equilíbrio entre o percentual mínimo utilizado como gatilho e a participação dos maiores acionistas. Assim, sendo o percentual mínimo para obrigatoriedade de realização de OPA superior à participação dos maiores acionistas, a

¹³⁹ MUNHOZ, Eduardo Secchi. Transferência de Controle nas Companhias sem Controlador Majoritário. In: CASTRO, Rodrigo R. M. de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (coord.). **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 315.

¹⁴⁰ ZANINI, Carlos Klein. A *poison pill* brasileira: desvirtuamento, antijuridicidade e ineficiência. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (coord). **Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 271.

¹⁴¹ Exemplo retirado do Memorando preparado pelos Diretores da CVM, Marcos Barbosa PINTO e Otávio YAZBEK: “4.2 As *poison pills* brasileiras têm uma característica bastante peculiar. Como vimos, elas procuram determinar, de antemão, critérios para fixação de um preço mínimo para a aquisição do controle. Por melhores que sejam esses critérios, eles não são perfeitos, de modo que negócios que seriam bons para todas as partes envolvidas podem deixar de ser realizados. 4.3 A cláusula pétrea exacerba esse problema, pois impede que os acionistas reformem o estatuto para suprimir a *poison pill*. Mais uma vez, um exemplo pode ilustrar a questão.

A Companhia A está disposta a pagar até R\$20 por ação da Companhia B numa aquisição de controle. Os acionistas da Companhia B estão dispostos a vender suas ações a qualquer valor acima de R\$15. Portanto, qualquer preço entre esses dois extremos seria eficiente. Todavia, a poison pill prevê que a oferta deverá ser feita por R\$25 e não permite formas alternativas de realização do negócio que sejam aceitáveis para a Companhia A. Se a poison pill for protegida por uma cláusula pétrea, o negócio não será realizado, muito embora seja benéfico para todas as partes.” Disponível em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0005/6491-0.pdf>. Acesso em: 04/11/2015.

poison pill brasileira funcionaria de fato como uma medida anti-*takeover*. Assim, apenas no caso em que a *poison pill brasileira* venha acompanhada de cláusulas pétreas é que pode-se afirmar de plano sua ilicitude.

5.4 COMO SUPERÁ-LAS

É possível afirmar, diante do exposto no ponto acima, que a inexistência das “cláusulas pétreas” permitiria o “desarmamento” da pílula, convocando-se uma assembleia geral extraordinária para tanto. Quando do surgimento de uma tentativa de aquisição, esta assembleia geral extraordinária poderia deliberar, por maioria simples, a supressão desse mecanismo do Estatuto Social, dando prosseguimento à aquisição em curso. Isto é exatamente o que ocorreu no caso *Vivendi/GVT*¹⁴².

Em setembro de 2009, a Vivendi lançou oferta de aquisição direcionada aos controladores da GVT Holding S.A., Global Village Telecom (Holland) B.V. (que detinha 15.05% das ações), Swarth Investments LLC (8.8%) e Swarth Investments Holding LLC (6.90%), para compra de pelo menos 20% do total de ações detidas por este bloco, e uma oferta pública de aquisição direcionada aos acionistas minoritários para adquirir quantidade suficiente para deter ao menos 51% do capital votante da GVT. Na época, o percentual de ações da GVT no *free float* era de 64,89%. Todavia, seu Estatuto Social continha uma *poison pill brasileira* que estabelecia que um ofertante que pretendesse adquirir pelo menos 15% do total das ações da companhia-alvo deveria realizar uma OPA pela totalidade das ações, com critérios de estabelecimento de preço mínimo extremamente elevados.

Após um embate com a Telefonica pela tomada da GVT, houve deliberação da assembleia geral extraordinária da GVT, ocorrida em novembro de 2009 e seguindo recomendação de seu Conselho de Administração, no sentido de remover a cláusulas referente à

¹⁴² Para cobertura da imprensa especializada ver, e.g., <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/dafc23e0-d2e4-11de-af63-00144feabdc0.html#axzz3qfDfXH6>; <http://www.reuters.com/article/2010/04/27/vivendi-gvt-idUKLDE63J24U20100427#4LUtR87ZiizXZopA.97>; <http://www.reuters.com/article/2009/11/13/gvt-vivendi-USN1347970920091113#xUAY4etb6osMjzm2.97> Acessos em: 07/12/2015 . Para análise acadêmica, ver, e.g., LORENZEN, Marcelo Boff. **Hostile Takeover Defenses in Brazil and the United States: a Comparative Analysis**. Cambridge, MA: Harvard Law School, LLM Program, 2014.

pílula de seu Estatuto Social, mediante uma oferta mínima por parte da Vivendi de R\$ 48,00 por cada ação. A Vivendi acabou adquirindo por meios privados aproximadamente 38% das ações da GVT, com preço de R\$ 56,00 por ação, exercendo ainda uma opção por mais 20% das ações pelo mesmo valor, culminando com a apresentação da OPA obrigatória para o restante do capital em abril de 2010, com preço de R\$ 56,00 por ação. Assim, detendo a totalidade do capital da GVT, decidiu por fechar seu capital e retirá-la da BM&FBOVESPA.

É possível depreender do caso acima que, a despeito da existência de *poison pill*, a adquirente obteve sucesso, mediante a negociação com os maiores acionistas para que estes, juntamente com os minoritários, deliberassem pela supressão da pílula. Dessa forma, vê-se que com a coordenação de interesses entre os acionistas e a inexistência de cláusulas pétreas, a remoção da *poison pill brasileira* a fim de beneficiar os interesses da companhia é possível de ser realizada.

5.5 SÍNTESE CONCLUSIVA

Conclui-se que apesar das inúmeras críticas, a inserção da *poison pill brasileira* em Estatutos Sociais não pode, *a priori*, ser considerada antijurídica, merecendo uma análise caso-a-caso. Isto é, o exame da legalidade da pílula deve ser casuístico, observando-se se seus efeitos são razoáveis perante a companhia e os acionistas, especialmente os minoritários. Apenas no caso em que a *poison pill brasileira* venha acompanhada de cláusulas pétreas é que pode-se afirmar de plano sua ilicitude, como referido acima.

Devido à estrutura do capital das companhias abertas brasileira, constata-se que sua importação se deu muito mais por interesse na manutenção do poder de controle pelos antigos controladores, com vistas à diluição “consciente” do capital, porém utilizando-se de mecanismos jurídicos aptos a conservar seu controle sobre a companhia. Assim, em que pese a ausência das denominadas cláusulas pétreas, é importante que a cláusula estatutária seja razoável em seus efeitos produzidos, mormente com relação ao gatilho empregado e os critérios de determinação do preço mínimo da OPA a ser realizada.

A BM&FBOVESPA elaborou, em 2010, proposta de alteração do Regulamento do Novo Mercado. Uma das propostas foi o estabelecimento de OPA por aquisição de participação relevante de 30%, a qual foi rejeitada pelas companhias lá listadas. Outra proposta, esta aceita, foi a vedação de cláusula estatutária que (i) preveja quórum qualificado para matérias que devem ser enviadas à assembleia geral, bem como que (ii) impeça o exercício de voto do acionista ou que lhe imponham ônus quando da votação por supressão ou alteração de cláusulas estatutárias, exceto quanto àquelas empresas já listadas na época da sua entrada em vigor (maio de 2011), as quais têm discricionariedade para aceitar ou não as alterações. Dessa forma, o atual Regulamento do Novo Mercado prevê expressamente a impossibilidade de existirem nos Estatutos Sociais de suas companhias as cláusulas pétreas.

Este é também o entendimento do Comitê de Aquisições e Fusões ("CAF"), criado em 2013 com o intuito de servir como o correspondente brasileiro do *Takeover Panel* britânico¹⁴³. O CAF é um comitê de natureza privada, criado para servir como órgão de autorregulação voluntária de aquisições e fusões daquelas companhias participantes do mercado de valores mobiliários no Brasil e que a ele aderirem. É composto de 11 membros, dentre empresários, acadêmicos e advogados, escolhidos pelos seus membros¹⁴⁴. Em seu Código de Autorregulação de Aquisições e Fusões, o CAF determina que o gatilho da pílula constante do Estatuto Social de suas companhias aderentes seja estabelecida entre 20% a 30% do capital votante desta¹⁴⁵, que os acionistas tenham a última palavra quando de um *takeover*, possibilitando, ainda, que a pílula seja

¹⁴³ EIZIRIK, Nelson; HENRIQUES, Marcus de Freitas; HARGREAVES VIEIRA, Juliana Botini. O Comitê de Aquisições e Fusões: versão brasileira do Takeover Panel. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (coord.). **Temas Essenciais de Direito Empresarial - estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa**. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 884-912.

¹⁴⁴ Informações disponíveis em <http://cafbrasil.org.br/site/>. Acesso em: 07/12/2015 .

¹⁴⁵ Conforme se infere da leitura conjunto do Artigo 65 e da definição de Participação Acionária Relevante constante do referido Código: “‘Participação Acionária Relevante’ significa a titularidade de ações com direito a voto de emissão da Companhia Aderente em percentual igual ou superior ao fixado no estatuto social da Companhia Aderente, o qual não poderá ser inferior a 20% (vinte por cento) nem superior a 30% (trinta por cento) do seu capital votante.” E “Artigo 65. O acionista ou Grupo de Acionistas que atingir, de forma direta ou indireta, Participação Acionária Relevante, tanto por meio de uma única operação, como por meio de diversas operações, deverá (i) imediatamente divulgar tal fato por meio de publicação de fato relevante, na forma prevista na Instrução CVM no 358, de 03.01.2002 e (ii) efetivar oferta pública de aquisição de todas as demais ações e valores mobiliários conversíveis em ações de emissão da Companhia Aderente.” Disponível em <http://cafbrasil.org.br/site/wp-content/uploads/2015/05/Codigo-CAF-Alterado-21012014.pdf> . Acesso em: 07/12/2015.

retirada mediante deliberação da assembleia geral¹⁴⁶.

O caminho tomado pela regulação até o momento é claro: veda-se a utilização das cláusulas pétreas, ao passo que abusivas, tanto por sua imutabilidade quanto pelo caráter de extrema onerosidade. Por outro lado, a regulação é mais branda com a utilização da *poison pill brasileira*, especialmente no caso do Regulamento do Novo Mercado (em que as companhias participantes vetaram o gatilho estabelecido em pelo menos 30% do capital), permitindo sua utilização e eventual remoção em caso de deliberação pela assembleia geral. No caso do CAF, tendo em vista sua evidente inspiração no *Takeover Panel*, solução adotada foi estabelecer que o gatilho deve se dar entre 20% a 30% do capital das companhias aderentes a sua autorregulação. Devido a nossa maior semelhança com a estrutura do capital dos países europeus, acredita-se que estas sejam boas iniciativas, porém com um longo caminho à frente.

Atualmente, é necessário que seja realizada análise casuística, observando-se os percentuais empregados no gatilho e comparando-os ao percentual detido pelos maiores acionistas ou pelo acionista controlador. Assim, caso o percentual para disparo da pílula seja inferior ao detido pelos maiores acionistas, estar-se-á diante de um caso de proteção do poder de controle, o que possibilita a existência dos já citados possíveis abusos cometidos por parte do(s) controladore(s) em face dos minoritários de dada companhia. Portanto, o exame da razoabilidade de seu emprego quando de uma tomada hostil seria uma possível solução, seja por parte do CAF ou por parte da CVM, a fim de avaliar uma eventual conduta abusiva por parte do controlador.

¹⁴⁶ “Artigo 69. A assembleia geral da Companhia Aderente poderá deliberar a dispensa de realização de OPA por atingimento de Participação Acionária Relevante ou alterações em suas características em relação ao previsto nesta Seção, desde que: (i) a assembleia geral seja realizada antes da aquisição de Participação Acionária Relevante; e (ii) sejam impedidos ou se abstenham de votar os acionistas ou Grupo de Acionistas que pretendam adquirir Participação Acionária Relevante e, ainda, aqueles acionistas que com eles tenham acordo para alienação de participação. Parágrafo único. Poderão participar e votar na assembleia geral de que trata o caput deste artigo todos os titulares de ações de emissão da Companhia Aderente, independentemente da espécie ou classe de ações de sua titularidade, observada a hipótese de impedimento de voto prevista no item (ii) do caput deste artigo.”

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A intenção do presente trabalho era, em um primeiro momento, estabelecer uma relação entre a dispersão acionária presente em dado mercado e o surgimento de métodos de defesa contra tomadas hostis, especialmente as *poison pills*, a fim de responder a seguinte pergunta feita na Introdução: *seria uma condição necessária para o surgimento das poison pills a existência de um mercado com capital disperso?*

Posteriormente, buscou-se analisar a estrutura do capital no Brasil, partindo da análise do surgimento das primeiras sociedades anônimas e a influência da economia política no desenvolvimento do mercado de capitais no país, culminando com uma análise do momento atual, principalmente no Novo Mercado da BM&FBOVESPA. Ainda, partindo da análise da estruturação do capital destas companhias, pretendeu-se analisar criticamente a adoção irrestrita das *poison pills* brasileiras em seus Estatutos Sociais, tendo em vista as motivações e as consequências decorrentes de sua implementação, traçando um paralelo com o sistema de controle predominante em nosso mercado, e buscando responder a seguinte pergunta: *haveria no Brasil um mercado com o capital realmente pulverizado e, em decorrência, um mercado de disputa de poder de controle?*

Por último, buscou-se dissecar sua estrutura legal e analisar a juridicidade de sua adoção por nossas companhias, respondendo a seguinte questão: *é adequada a adoção das poison pills brasileiras pelas companhias, como vem ocorrendo e seria sua inserção nos Estatutos Sociais uma medida antijurídica?*

Com efeito, a primeira questão suscitada deve ser respondida positivamente. As *poison pills* surgiram nos Estados Unidos, país onde há reconhecidamente capital disperso, como um mecanismo de proteção contra tomadas hostis de controle. Restou evidenciado que, a partir da experiência societária norte-americana, estes mecanismos de defesa foram criados com o propósito único de inibir ou dificultar a aquisição hostil da companhia, a despeito das divergências doutrinárias com relação a quem seria o maior interessado com isto, se os acionistas da companhia-alvo ou a administração desta. Isto não quer dizer, evidentemente, que outros países, onde o capital não é pulverizado como nos Estados Unidos, não tenham olhado para

referida experiência e importado este instituto para utilização no mercado doméstico e à sua maneira.

Passando a pergunta seguinte, a quarta parte deste trabalho demonstrou que, apesar de um movimento em direção à dispersão acionária, nosso sistema de controle ainda é predominantemente concentrado. Isto é, ainda que tenhamos alguns exemplos de companhia de controle minoritário, são escassas as companhias onde há de fato controle gerencial. Acrescente-se a isso que as companhias de controle minoritário utilizam-se de expedientes como acordo de acionistas e a própria *poison pill brasileira*, e estamos diante de um mercado em que na maioria das companhias há um controlador definido. Dessa forma, é possível afirmar que há no Brasil apenas um capital relativamente pulverizado, ainda distante do controle gerencial referenciado por BERLE e MEANS, e, por conseguinte, inexistente em nosso País um mercado de disputa pelo poder de controle, nos moldes do existente nos Estados Unidos.

Com relação a pergunta derradeira, conclui-se que: (i) apesar das inúmeras críticas, a sua inserção em Estatutos Sociais não pode, *a priori*, ser considerada antijurídica, merecendo uma análise caso-a-caso; (ii) com relação à imutabilidade, assegurada pela adoção de cláusulas acessórias denominadas pela doutrina de “cláusulas pétreas”, este entricheiramento do acionista controlador deve, sim, ser considerado ilícito, por todos os argumentos suscitados acima; (iii) no que se refere à ineficiência econômica da *poison pill brasileira*, pode-se afirmar que é, em último caso, escolha da companhia e de seus acionistas por sua inserção no Estatuto Social, devendo estes sopesarem os seus custos e seus benefícios, não cabendo ao Estado ou ao regulador determinar escolha de cunho privado de teor meramente econômico. É papel desses tutelar os interesses dos acionistas em caso de abuso de direito (sendo este o caso das “cláusulas pétreas”), todavia, resguardados os direitos fundamentais a autonomia privada e a liberdade de escolha dos acionistas no que tange a melhor escolha econômica de seu empreendimento privado¹⁴⁷.

¹⁴⁷ “É óbvia a dificuldade de decidir entre proteção e flexibilidade da lei societária. A resposta básica deve ser – tanto aqui como no direito societário em geral – liberdade contratual e avaliação da competição contratual no mercado de capitais. Regras obrigatórias precisam ser justificadas.” HOPT, Klaus. Modernização do Direito Societário: perspectiva transatlântica. **Revista Direito GV**, n. 7, São Paulo, v. 4, n. 1. p. 49-63, jan./jun. 2008. Disponível em: <<http://direitosp.fgv.br/en/node/2490>>. Acesso em: 18 de novembro de 2015, p. 54.

7 REFERÊNCIAS

ARREL, Gregg; BRICKLEY, James; NETTER, Jeffrey. The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence since 1980. In: ROMANO, Roberta (coord.). **Foundations of Corporate Law**. 2 ed. San Francisco: LexisNexis, 2012. p. 555-560.

BAINBRIDGE, Stephen M.. **Corporation law and economics**. New York: West Group, 2002.

BEBCHUK, Lucian. The Case for Increasing Shareholder Power. **Harvard Law Review**, v. 118, n. 3, p. 833-914, 2005. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=387940>. Acesso em: 18 de novembro de 2015.

BERLE, Adolf A., MEANS, Gardiner C.. **The Modern Corporation and private property**. New Brunswick: Transaction Publishers, 1991.

CARNEY, William J.. **Mergers and Acquisitions: the essentials**. New York: Aspen Publishers, 2009.

CARVALHOSA, Modesto. As poison pills estatutárias na prática brasileira – alguns aspectos de sua legalidade. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos (coord.). **Direito Societário – Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 19-29.

CHOPER, Jesse; COFFEE, John. C.; GILSON, Ronald. **Cases and Materials on Corporations**. New York: Foundation Press, 2004.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO Filho, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 6 ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2014.

DAVIES, Paul; HOPT, Klaus. Control Transactions. In: KRAAKMAN, Reinier (coord.) **The Anatomy of Corporate Law – A comparative and functional approach**. 2 ed. Oxford: Oxford University Press, 2009. p. 225-273.

DYCK, Alexander; ZINGALES, Luigi. Private Benefits of Control: An International Comparison. **The Journal of Finance**, v. 59, n. 2, p. 537-600, 2004.

EASTERBROOK, Frank; FISCHER, Daniel. **The Economic Structure of Corporate Law**. Cambridge: Harvard University Press, 1996.

EIZIRIK, Nelson; HENRIQUES, Marcus de Freitas; HARGREAVES VIEIRA, Juliana Botini. O Comitê de Aquisições e Fusões: versão brasileira do Takeover Panel. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (coord.). **Temas Essenciais de Direito Empresarial - estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa**. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 884-912.

ESTRELLA, Hernani. **Apuração dos Haveres do Sócio**. Rio de Janeiro: José Konfino, 1960.

GILSON, Ronald J. Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy. **Stanford Law and Economics Olin Working Paper**, n. 309, (August 2005). Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=784744>>. Acesso em: 18 de novembro de 2015.

_____ ; GORDON, Jeffrey. Controlling Controlling Shareholders. **Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 262**. June, 2003. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/abstract=417181>. Acesso em: 30/11/2015.

_____ ; HANSMANN, Henry; PARGENDLER, Mariana. Regulatory dualism as a development strategy: corporate reform in Brazil, in the US and the E.U. **ECGI – Law Working Paper**, n. 149/2010. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1541226>. Acesso em: 18 de novembro de 2015.

GORGA, Érica, Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries. **Cornell Law Faculty Working Papers**, paper 42, 2008. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1121037>. Acesso em: 18 de novembro de 2015.

GUARRIGUES Y DÍAZ-CAÑABATE, Joaquín. **Problemas atuais das sociedades anônimas**. Tradução, prefácio e notas do Prof. Norberto da Costa Caruso MacDonald. Porto Alegre: Fabris, 1982.

HOLANDA, Sérgio Buarque de. **Raízes do Brasil**. 26 ed. São Paulo: Companhia das Letras, 1995.

HOPT, Klaus. Modernização do Direito Societário: perspectiva transatlântica. **Revista Direito GV**, n. 7, São Paulo, v. 4, n. 1. p. 49-63, jan./jun. 2008. Disponível em: <<http://direitosp.fgv.br/en/node/2490>>. Acesso em: 18 de novembro de 2015.

KERSHAW, David. **Company Law in Context – text and materials**. 2 ed. Oxford: Oxford University Press, 2012.

_____. Corporate Law and Self-Regulation. **LSE Law, Society and Economy Working Papers**, 5/2015.

_____. The illusion of importance: reconsidering the UK's Takeover Defence Prohibition. **ICLQ**, v. 56, p. 267-308, April 2007.

KRAAKMAN, Reinier et al. **The Anatomy of Corporate Law – A comparative and functional approach**. 2 ed. Oxford: Oxford University Press, 2009.

LA PORTA, Rafael; LÓPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. The Economic Consequences of Legal Origins. **Journal of Economic Literature**, Pittsburgh, v. 46, n. 2, p. 285-322, June 2008. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1028081>. Acesso em: 18 de novembro de 2015.

LAZZARINI, Sérgio. **Capitalismo de Laços – Os donos do Brasil e suas conexões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

LIPTON, Martin. Pills, Polls and Professors Redux. **University of Chicago Law Review**, v. 69, No. 3, 2002. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2017088&download=yes>. Acesso em 18 de novembro de 2015.

LORENZEN, Marcelo Boff. **Hostile Takeover Defenses in Brazil and the United States: a Comparative Analysis**. Cambridge, MA: Harvard Law School, LLM Program 2014.

MANNE, Henry. Mergers and the Market for Corporate Control. In: ROMANO, Roberta (coord.). **Foundations of Corporate Law**. 2 ed. San Francisco: LexisNexis, 2012. p. 491-492.

MARTES, Camilla Ribeiro. **Sobre o controle minoritário nas Companhias listadas no Novo Mercado**. 2014. 188 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014.

MOURA AZEVEDO, Luís André N. de. Ativismo dos Investidores Institucionais e Poder de Controle nas Companhias Abertas de Capital Pulverizado Brasileiras. In: CASTRO, Rodrigo R. M. de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (coord.). **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 217-262.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de controle na sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013.

_____. Desafios do Direito Societário Brasileiro na Disciplina da Companhia Aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado. In: CASTRO, Rodrigo R. M. de; ARAGÃO, Leandro S. de (coord.). **Direito Societário – Desafios atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 119-155.

_____. Transferência de Controle nas Companhias sem Controlador Majoritário. In: CASTRO, Rodrigo R. M. de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (coord.). **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 286-324.

MÜSSNICH, Francisco e MELO, Vitor de Britto Lobão. Análise prática e considerações sobre a realidade e a aplicação das medidas de proteção à tomada hostil de controle nos estatutos sociais das companhias abertas brasileiras (*Brazilian pills*). In: SILVA, Alexandre Couto (coord.) **Direito Societário – Estudos sobre a lei de sociedades por ações**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 253-278.

NASCIMENTO, João Pedro Barroso do Nascimento. **Medidas defensivas à tomada de controle de companhias**. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

OIOLI, Erik Frederico. **Oferta Pública de Aquisição do Controle de Companhias Abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

_____. **Regime Jurídico do Capital Disperso na Lei das S.A.**. São Paulo: Almedina, 2014.

PARGENDLER, Mariana. **Evolução do Direito Societário: lições do Brasil**. São Paulo: Saraiva, 2013.

PRADO, Roberta Nioac. Desconcentração de Controle e Poison Pills: Evolução no Mercado de Capitais Brasileiro. In: CASTRO, Rodrigo R. M. de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (coord.). **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 375-410.

ROE, Mark. Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control. **Stanford Law Review**, Vol. p. 539 (2000). Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=165143>. Acesso em: 18 de novembro de 2015 .

SALAMA, Bruno Meyerhof. **O Fim da Responsabilidade Limitada no Brasil – História, Direito e Economia**. São Paulo: Malheiros, 2014.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **Direito Concorrencial**. São Paulo: Malheiros, 2013.

_____. **O Novo Direito Societário**. 4 ed., revista e ampliada. São Paulo: Malheiros, 2011.

SCALZILLI, João Pedro. **Mercado de Capitais – Ofertas Hostis e Técnicas de Defesa**. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

SCHUSTER, Edmund-Philip. Efficiency in Private Control Sales – The Case for Mandatory Bids. **LSE Law, Society and Economy Working Papers**, 08/2010. Disponível em: http://eprints.lse.ac.uk/32899/1/WPS2010-08_Schuster.pdf . Acesso em: 06/12/2015.

SHIGUEMATSU, Plínio José Lopes. Mecanismos de proteção e estratégias de defesa em tomadas hostis de controle. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos (coord.). **Direito Societário – Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 389-440.

SPINELLI, Luis Felipe. Conflito de Interesses na Administração da Sociedade Anônima: respeito à regra procedimental e inversão do ônus da prova. In: MARTINS-COSTA, Judith (coord.). **Modelos de Direito Privado**. São Paulo: Marcial Pons, 2014. p. 490-532.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. Poison pill: modismo ou solução? In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos (coord.). **Direito Societário – Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p.157-176.

WEIR, Charlie. The market for corporate control. In: WRIGHT, Mike; SIEGEL, Donald; FILATOTCHEV, Igor. (coord.) **The Oxford Handbook of Corporate Governance**. Oxford: Oxford University Press, 2013. p. 328-346.

ZANINI, Carlos Klein. A poison pill brasileira: desvirtuamento, antijuridicidade e ineficiência. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (coord.). **Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 257-277.