

AS TOMADAS HOSTIS DO PODER DE CONTROLE E AS *POISON PILLS* BRASILEIRAS¹

Júlio César Costa Ferro²

RESUMO

O presente estudo visa abordar temas relativamente novos para o direito societário nacional. Portanto, a partir de uma visão de como é estruturada a propriedade acionária no Brasil, analisar-se-á as ofertas públicas, o seu possível caráter hostil e as *poison pills* brasileiras. Estas serão tratadas, pois são a técnica de defesa contra tomadas hostis mais popular entre as companhias nacionais, estando presentes nos estatutos sociais de várias companhias. Em sua abordagem, serão estudadas suas características e suas impropriedades, sendo analisadas de forma crítica. Ao longo do trabalho, serão sugeridas melhorias aos institutos em comento com o intuito de desenvolver suas técnicas.

Palavras-chave: Propriedade acionária. Ofertas públicas. Caráter hostil. *Poison pills* brasileiras.

1 INTRODUÇÃO

O presente trabalho abordará temas decorrentes da dispersão acionária no Brasil, sendo os principais alvos de debate a concentração da propriedade acionária, as ofertas públicas hostis de tomada do controle e as *poison pills* brasileiras. A razão para o estudo dos referidos institutos é o fato de serem relativamente novos e a maior parte dos ensaios serem recentes.

Para uma melhor análise, serão utilizadas referências bibliográficas nacionais e estrangeiras, dispositivos legislativos, pareceres e instruções de lavra da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Entretanto, por se tratar de assunto novo à prática nacional, carecerá de

¹ Artigo extraído de Trabalho de Conclusão de Curso como requisito parcial para a obtenção de grau de Bacharel em ciências Jurídicas e Sociais pela Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul. Aprovação com grau máximo pela banca examinadora composta pelo Prof. João Pedro de Souza Scalzilli (Orientador), pela Prof^a. Laís Machado Lucas e pela Prof^a. Gabriela Wallau Rodrigues em 20 de junho de 2014.

² Acadêmico do Curso de Graduação em Direito na Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul – PUCRS. E-mail: julio.ferro@acad.pucrs.br

entendimentos jurisprudenciais. Sendo assim, buscar-se-á uma abordagem diferenciada, seja em razão do ponto de vista de análise seja pelas referências utilizadas.

2 AS TOMADAS HOSTIS DO PODER DE CONTROLE.

O presente capítulo abordará questões preliminares ao pleno entendimento das tomadas hostis no contexto nacional.

2.1 A SOCIEDADE ANÔNIMA NO ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO: BREVES REFERÊNCIAS HISTÓRICAS

A primeira parte deste trabalho tem como intuito demonstrar o desenvolvimento da legislação que trata das sociedades anônimas no Brasil. Assim, elucidar-se-á uma das características marcantes das companhias nacionais, qual seja, a concentração da propriedade acionária. Deste modo, será possível entender a razão da dispersão acionária tardia de nossas companhias.

Na legislação brasileira, a sociedade anônima passou por três fases históricas³: a do privilégio, a da autorização e a da liberdade. Com o propósito de bem explicar a conjuntura atual, passa-se a esclarecer cada uma delas.

A primeira fase (privilégio) ocorre durante o período colonial. Nesse momento histórico, as companhias só poderiam ser criadas através de leis especiais (decretos e alvarás)⁴ que definiam suas características principais, sua forma de funcionamento e seu objeto⁵.

³ As fases de constituição das companhias podem ser observadas em vários países. Na França, por exemplo, as companhias de comércio utilizadas para a exploração das colônias eram consideradas privilegiadas por serem constituídas a partir de ato estatal, tendo a fase do privilégio perdurado até a edição do Código de Comércio francês em 1807. Nesse momento, iniciou a fase da autorização para as companhias francesas. Entretanto, as sociedades em comandita por ações já eram constituídas livremente. Seguindo esse princípio de movimento libertário, a legislação do estado de Nova York, em 1811, passou a permitir a constituição de corporações nos principais setores da indústria desde que seu capital não excedesse 100 mil dólares e tivessem prazo de duração máximo de 20 anos. No entanto, a primeira lei que admitiu de um modo geral a livre constituição das companhias foi lei inglesa de 1844 (*Joint-Stock Companies Act*), sendo necessário apenas o registro junto ao Registro das Companhias para a constituir (LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A Lei das S.A.:** pressupostos, elaboração e aplicação. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 43-62).

⁴ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti (atualizado por Alfredo de Assis Gonçalves Neto). **Tratado de direito privado.** São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012. t. L. p. 60.

⁵ MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Empresa contemporânea e direito societário.** São Paulo: Juarez de Oliveira, 2002. p. 57.

No caso brasileiro, a coroa portuguesa era a beneficiária direta da exploração mercantil através das companhias. Em verdade, eram instrumentos do governo português em sua luta pela colonização, sendo todas beneficiárias do monopólio do comércio e da rendosa atividade de tráfico de escravos⁶. Tal regime perdurou até a edição do Decreto nº 575 de 1849.

O referido decreto previa em seu artigo 1º que “Nenhuma Sociedade anônima poderá ser incorporada sem autorização do Governo [...]”⁷. Iniciou-se, assim, a fase da autorização, período este em que foi conferida ampla discricionariedade ao Estado para decidir sobre a constituição das companhias, sendo considerados relevantes para a concessão da permissão a probabilidade da empresa ser bem-sucedida, as qualidades e a moralidade de seus subscritores e os interesses da indústria em geral⁸. O regime da autorização foi mantido após a edição do Código Comercial de 1850⁹, sendo alterado apenas três décadas mais tarde.

A fase da liberdade, já admitida em outros países¹⁰, iniciou em 1882 com a Lei 3.150. O diploma legislativo submeteu as companhias à regulamentação inteiramente nova¹¹. A sociedade anônima converteu-se, assim, em um instrumento jurídico apto a fornecer a estrutura necessária para atender as necessidades da economia industrial¹², tornando-se um tipo societário destinado a desempenhar funções relevantes no processo econômico¹³.

Atualmente, a Lei 6.404 de 1976 (Lei das SA) é o diploma que regulamenta as sociedades anônimas. A referida legislação impõe uma série de requisitos para a constituição de uma companhia (p. ex., artigo 80); porém, respeita o constitucionalmente consagrado princípio do livre exercício da atividade econômica (artigo 170, parágrafo único, da Constituição Federal).

⁶ LAMY FILHO; PEDREIRA, 1992, p. 111.

⁷ BRASIL. **Decreto-Lei nº 575, de 10 de janeiro de 1849.**

⁸ PARGENDLER, Mariana. **Evolução do direito societário:** lições do Brasil. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 68.

⁹ J. X. Carvalho de Mendonça elenca em sua obra o seguinte comentário: “Além da perda de tempo e das consequências que dela decorrem, têm regime da tutela oficial um mais grave inconveniente. É a funesta influência sobre educação e o caráter nacional. Onde o Estado intervém, o cidadão abdica; a energia do caráter se entibia; a iniciativa individual se restringe ou desaparece a responsabilidade se desloca, passando do indivíduo tutelado para o Governo tutor” (CARVALHO DE MENDONÇA, J. X.. **Tratado de direito comercial brasileiro.** Campinas: Bookseller, 2001. v. 2. t. II. p. 303).

¹⁰ Entre outros países que possam ser citados, a liberdade de constituição das companhias foi admitida anteriormente na Espanha em 1869, na Alemanha em 1870, na Bélgica em 1873, na Hungria em 1875, na Itália em 1882. (RIPERT, Georges. **Aspectos jurídicos do capitalismo moderno.** Tradução de Gilda G. de Azevedo. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1947. p. 71).

¹¹ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. **Manual das companhias ou sociedades anônimas.** 3. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2013. p. 23.

¹² MUNHOZ, 2002, p. 60.

¹³ LAMY FILHO; PEDREIRA, 1992, p. 116.

Visto isso, nota-se que, nas duas primeiras fases (fase do privilégio e fase da autorização) as companhias atuavam com reserva de mercado. Em um primeiro momento, a coroa portuguesa reservava para si o monopólio das atividades mercantis e, posteriormente, era necessária autorização governamental. Sendo assim, constituíram-se em fatores que contribuíram para o atual formato das companhias brasileiras no que diz respeito à concentração da propriedade acionária, pois, desde sua gênese, haviam grupos que eram beneficiados, tendo tal fato colaborado para a concentração dos meios de produção. Dessa maneira, a legislação então vigente influenciou na estruturação das sociedades, vindo a ter efeitos até os dias de hoje¹⁴. Ademais, em um país como o Brasil, com uma história de elevada concentração de renda, trabalho escravo dominante até final do século XIX, ditaduras sucessivas e forte influência dos grupos econômicos mais poderosos na vida política, é comum não só a concentração dos meios de produção, mas também a adoção de estruturas de controle concentrado¹⁵.

Destaca-se, ainda, que a concentração acionária pode ter como uma de suas causas a pouca proteção dispensada aos minoritários, permitindo-se, assim, que o controlador extraia benefícios de sua posição¹⁶. No entanto, a extração exagerada de tais benefícios pode prejudicar a reputação da companhia junto a seus parceiros comerciais¹⁷.

Diante do exposto, ficam demonstrados algumas das razões que contribuíram para a concentração da propriedade acionária no Brasil. Com isso, a partir do que foi abordado, discorreremos sobre o movimento recente de dispersão acionária.

2.2 O DESENVOLVIMENTO DAS COMPANHIAS NACIONAIS E DO MERCADO DE CAPITAIS: O MOVIMENTO RUMO À DISPERSÃO ACIONÁRIA

¹⁴ Em seu artigo *A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership*, Lucian Bebchuk e Mark J. Roe, observam que: “Another source of path dependence – which we label rule-driven path dependence – arises from the effect that initial ownership structures have on structures through their effect on the legal rules governing corporations” (BEBCHUK, Lucian A.; ROE, Mark J. **A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance**. Stanford Law Review. v. 52, 1999. p. 128). Corroboram, portanto, como o exposto no corpo do texto em relação à concentração do capital, pois, conforme dito, desde sua estrutura inicial, a propriedade acionária no Brasil tende a concentração. Dessa maneira, a estrutura fundante acaba por propagar seus efeitos sobre as estruturas posteriormente formadas.

¹⁵ MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Desafios do direito societário brasileiro na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado**. In: CASTRO, Rodrigo Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos de. (Coord.). **Direito societário: desafios atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 130.

¹⁶ LA PORTA, Rafael; LOPEZ DE SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. **Corporate ownership around the world**. Harvard Institute of Economic Research Paper, n. 1840, p. 491-496, 1998. p. 491-496.

¹⁷ GILSON, Ronald J. **Controlling family shareholders in developing countries: anchoring relational exchange**. Columbia Law and Economics Working Paper, n. 311, jan. 2007. p. 16.

Conforme referido, as fases legislativas de constituição conjugadas a outros fatores influenciaram na estruturação das companhias nacionais. Assim, a típica sociedade anônima brasileira do século XX se caracterizava por um controle muito concentrado e nas mãos de famílias proprietárias ou do Estado¹⁸. A configuração básica dessas companhias¹⁹ era de controle por um único acionista ou grupo, existindo uma minoria especuladora e desinteressada da gestão²⁰.

Nesse sentido, um levantamento foi realizado pela CVM na década de 1980 e demonstrou que, à época, o acionista controlador detinha em média quase 70% das ações votantes e, em 18,64% das companhias, o controle se efetivava com 90% a 100% das ações com direito a voto²¹.

Tal conjuntura, em menor grau, mantém-se atualmente. Com isso, a concentração da propriedade acionária ainda é extrema²². Nota-se, que grandes companhias nacionais, como, por exemplo, as pertencentes ao grupo Votorantim²³, ainda estão sob a égide familiar e seguidamente se valem de expedientes de sucessão empresarial com o intuito de mantê-las dessa forma. Tal característica, entretanto, não é exclusiva das companhias brasileiras, visto que, em pesquisa feita no fim da década de 1990, foi apontado que entre as companhias com controlador definido em todo o mundo, destacam-se as de controle familiar, representando cerca de 30% das grandes companhias mundiais²⁴.

O caráter familiar, no entanto, surge como empecilho à busca de recursos que permitam o avanço produtivo e econômico, pois, além das companhias serem historicamente um tipo societário desenvolvido para lidar com atividades mercantis dispendiosas²⁵, a manutenção de constantes investimentos é tarefa árdua para ser sustentada pelo núcleo

¹⁸ PARGENDLER, 2013, p. 100.

¹⁹ Embora saibamos da importância das companhias de controle estatal em nosso país, não constituirão objeto do presente ensaio, uma vez que não estão suscetíveis aos efeitos da dispersão acionária.

²⁰ MORAES, Luiza Rangel de. **A pulverização do controle nas companhias abertas**. Revista do Direito Bancário e do Mercado de Capitais, n. 32, abr./jun. 2006. p. 49-84.

²¹ EIZIRIK, Nelson. **O mito do controle gerencial**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, n. 66, abr./jun. 1987. p. 103-106.

²² SALOMÃO FILHO, Calixto. **Diluição do controle**. In: SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Novo Direito Societário**. 4. ed. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 77.

²³ No organograma do grupo, consta um órgão denominado Conselho de Família. Este se encontra acima do Conselho de Administração do Grupo Votorantim. (GRUPO VOTORANTIM. **Organograma do Grupo Votorantim**. Disponível em: <<http://www.votorantim.com.br/pt-br/grupoVotorantim/governanca/Paginas/organograma.aspx>>. Acesso em: 1 out. 2013.)

²⁴ LA PORTA; LOPEZ DE SILANES; SHLEIFER, 1998, p. 491-496.

²⁵ SCALZILLI, João Pedro. **Anotações sobre as origens das sociedades comerciais**. Revista do Ministério Público do Rio Grande do Sul, n. 62, nov./abr. 2008/2009. p. 129-143.

familiar²⁶. Dessa maneira, tal traço das companhias chega a ser apontado como a razão de dificuldades financeiras em determinadas situações²⁷

A dispersão do capital, portanto, é o meio pelo qual as companhias podem ter acesso a recursos financeiros, tornando-se atrativas e acessíveis aos investidores. Ao observar mercados desenvolvidos, como, por exemplo, o norte-americano, nota-se que a dispersão acionária é particularidade notável das sociedades anônimas desde meados do século XX²⁸.

As empresas brasileiras, entretanto, começaram muito recentemente a dispersar o seu capital, pois, até a década de 1940, praticamente inexistia um mercado financeiro nacional e a anemia profunda das Bolsas de Valores bem descrevia a situação de nosso país²⁹. Por tais razões, algumas das grandes companhias nacionais, como as Lojas Renner S.A.³⁰, pulverizaram seu capital apenas no início dos anos 2000.

Dentre os fatores que impulsionaram a referida transformação, destaca-se a criação do Novo Mercado pela BM&FBovespa³¹. Trata-se de segmento especial de listagem desenvolvido com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimule o interesse dos investidores e a valorização das companhias³².

A dispersão acionária no Brasil, embora esteja em fase inicial, está estreitamente relacionada com a criação desse novo segmento pela BMF&Bovespa, pois superou as previsões tanto do ponto de intensidade e força de consolidação quanto à velocidade de

²⁶ RATHENAU, Walther. **Do sistema acionário**: uma análise negocial. Tradução e introdução de Nilson Lautenschleger Jr. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, Nova Série, ano 41, n. 128, out./dez. 2002. p. 202.

²⁷ FAZZIO JÚNIOR, Waldo. **Lei de falência e recuperação de empresa**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2010. p. 126.

²⁸ O início da dispersão acionária nos Estados Unidos é descrito brevemente por Henry Hansmann e Reinier Kraakman da seguinte forma: “In the United States, this diffusion of shareownership has been underway since the beginning of the twentieth century. It has accelerated substantially in recent years, however. Since the Second War, an ever-increasing number of American workers have had their saving invested in corporate equities through pension funds” (HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. **The end of history for corporate law**. Georgetown Law Journal, Washington. n. 89, jan. 2001. p. 15).

²⁹ LAMY FILHO; PEDREIRA, 1992, p. 121.

³⁰ Em 2005, as Lojas Renner S.A. converteu todas suas ações preferenciais em ordinárias e alterou seu estatuto social de acordo com as exigências do Novo Mercado. Após a reestruturação, a companhia colocou à venda 21 milhões de ações, correspondentes a 96% do total de ações. (MORAES, 2006, p. 49-84).

³¹ Desde o início dos anos 2000, o mercado de capitais é o principal financiador das empresas brasileiras, ultrapassando o Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social (BNDS). (MAGLIANO FILHO, Raymundo. **Mercado de capitais: desenvolvimento sustentável**. In: ROCCA, Carlos Antonio. **Revolução no mercado de capitais do Brasil**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. p. 2-4).

³² Faz-se válido referir interessante comentário de Eduardo Secchi Munhoz, aduzindo que: “É significativo que essas regras de governança tenham resultado de autorregulação, e não da lei societária. Foram os próprios agentes do mercado que perceberam a necessidade de aprimorar as regras vigentes para possibilitar a captação de recursos disponíveis para investimentos”. (MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Transferência de controle nas companhias sem controlador majoritário**. In: AZEVEDO, Luiz André de Moura; CASTRO, Rodrigo Monteiro de (Coord.). **Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 320).

crescimento. Assim, pela primeira vez na história do Brasil, o mercado de ações nacional alcançou um estágio condizente com o porte de nossa economia³³.

A partir da nova perspectiva, constata-se que diferentes formas de exercício do poder de controle estão sendo praticadas devido à dispersão acionária, estando as companhias sujeitas as consequências advindas dessa nova característica.

Em virtude disso, embora esteja se tratando de experiências recentes à prática jurídico-societária brasileira, os estudos na área são relevantes, uma vez que o desenvolvimento das companhias e do mercado de capitais nacional tende a se manter nesse caminho. Posto isto, analisar-se-á, nas linhas a seguir, as formas de poder de controle exercidas em ambientes de dispersão acionária.

2.3 AS FORMAS DE CONTROLE EXERCIDAS EM AMBIENTE DE DISPERSÃO ACIONÁRIA E SUA SUSCETIBILIDADE ÀS TOMADAS HOSTIS

Ao analisar as formas de exercício do poder de controle³⁴, será utilizada a classificação proposta por Adolf A. Berle e Gardner C. Means³⁵. Os economistas norte-americanos dividem em cinco as categorias o poder de controle, levando em conta a separação entre propriedade acionária e o poder de comando empresarial. Sendo assim, as formas de controle são *control through almost complete ownership*, *majority control*, *control through a legal device*, *minority control* e *management control*. Interessam ao presente trabalho as duas últimas classificações (*minority control* e *management control*), pois pressupõem a dispersão acionária e estão sujeitas a todas as consequências dela advindas.

2.3.1 Controle minoritário (*minority control*)

O *minority control* (controle minoritário) é aquele exercido por acionista que não detém a maioria das ações com direito a voto de uma determinada companhia. O controlador, dessa maneira, mesmo sem ser titular da maior parte do capital votante, consegue, de modo

³³ PRADO, Roberta Nioac. **Desconcentração do poder de controle e *Poison Pills***: evolução no mercado de capitais brasileiros. In: AZEVEDO, Luiz André de Moura; CASTRO, Rodrigo Monteiro de (Coord.). **Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 382-383.

³⁴ Vale ressaltar que estamos tratando do controle interno, ou seja, trata-se da espécie de controle na qual o seu titular atua internamente na sociedade. (COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 5. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008. p. 48).

³⁵ BERLE, Adolf A.. MEANS, Gardner C. **The Modern Corporation and Private Property**. New Brunswick e Londres: Transaction Publishers, 1997.

permanente, a maioria dos votos nas deliberações em assembleia geral e tem o poder de eleger a maior parte dos administradores, fazendo uso efetivo do seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia (artigo 116 da Lei das SA).

O controle minoritário, portanto, concretiza-se em razão da existência de acionistas investidores ou especuladores, isto é, titulares de ações votantes que não se fazem presente em assembleia, pois não estão dispostos a participar diretamente das deliberações sociais e do gerenciamento da atividade empresarial, resumindo seus interesses na percepção dos dividendos (rendeiros) e na possível valorização de suas ações (especuladores)³⁶.

À vista disso, nota-se que a manutenção do poder nessas circunstâncias é relativamente instável, havendo pelo menos dois fatores de instabilidade. Um deles é a possível ocorrência de uma tomada de controle por outros acionistas através da formação de um acordo entre eles que os tornem titulares do poder de controle conjuntamente. O outro é a possibilidade de uma tomada hostil, uma vez que não há necessidade de consentimento para que outra pessoa venha a ocupar a posição de controlador através de uma oferta pública³⁷.

De mais a mais, destaca-se que, dentre as companhias com capital disperso listadas no Novo Mercado, o padrão dominante de propriedade acionária é de controle minoritário³⁸. Fato este que ressalta a importância de seu estudo.

Diante do exposto, interessa para o prosseguimento do presente trabalho a possibilidade da tomada hostil em se tratando de companhias em que o controle é exercido de forma minoritário ou gerencial. Esta modalidade será elucidada a seguir.

2.3.2 Controle gerencial (*management control*)

³⁶ Comentando o desinteresse dos acionistas em relação à administração das companhias, aduz Joaquín Garriges: “O modelo democrático, que se traduzia na concessão de direitos para que os 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 absentismo, de todos conhecido e sobre o qual não quero insistir. 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 nem o balanço e ninguém se interessa pelas contas”. (GARRIGUES, Joaquín. **Problemas atuais da sociedade anônima**. Tradução de Norberto da Costa Caruso MacDonald. Porto Alegre: Sérgio Antônio Fabris Editor, 1982. p. 24).

³⁷ SCALZILLI, João Pedro. **Contribuições preliminares para a análise de conduta de administradores e de controladores da S.A. em contexto de oferta hostil**. 2009. Dissertação (Mestrado em Direito). Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2009.

³⁸ MUNHOZ, 2010, p. 292.

O *management control* (controle gerencial) é a forma de exercício do poder de controle em que se pressupõe a extrema dispersão acionária³⁹, uma vez que os acionistas, individualmente ou em um pequeno grupo, devido à proporção incipiente de ações votantes que são titulares, não conseguem fazer valer a sua vontade em assembleia geral. Deste modo, o controle da companhia fica a cargo dos administradores. Estes passam, como se fossem donos, a decidir sobre os interesses empresariais⁴⁰. Trata-se, portanto, de uma forma de controle não fundada em participação acionária, mas unicamente nas prerrogativas diretoriais⁴¹.

O controle gerencial, deste modo, viabiliza-se através de um mecanismo conhecido como *proxies machinery*⁴², sendo prática muito comum nos Estados Unidos⁴³. Assim, o acionista, quando opta por não participar das deliberações sociais, pode transferir, através de procuração (*proxy*), o seu poder de voto a um indivíduo previamente escolhido pela administração ou por outras pessoas que pretendam compô-la na tentativa de substituir os administradores que vinham dirigindo as atividades empresariais.

Conforme tratado ao discorrer sobre o controle minoritário, há aqui fatores de instabilidade. A principal causa dessa vulnerabilidade é o mau gerenciamento por parte da administração. Como bem acentua Henry G. Manne, a eficiência gerencial, em regra, reflete diretamente no preço das ações. Quanto mais baixo o valor das ações, mais atrativa se torna a companhia a uma tomada hostil por alguém que acredita poder gerenciá-la de forma mais eficiente, obtendo, assim, enormes ganhos ao assumir o controle da companhia e a revitalizar⁴⁴, sendo este um dos principais estímulos às tomadas hostis do controle⁴⁵. Nesse

³⁹ BERLE; MEANS, 1997, p. 67.

⁴⁰ CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de. **Controle gerencial**. São Paulo: Quatier Latin, 2010. p. 105.

⁴¹ COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2008, p. 71.

⁴² COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2008, p. 72.

⁴³ Nos Estados Unidos, a legislação federal regulamenta detalhadamente a solicitação de procurações aos acionistas e a própria competição para obtenção de procurações de voto. Tais normas são orientadas visando a proteção dos direitos dos acionistas. Para tanto, tais disposições exigem, dentre outros requisitos, o fornecimento de informação verdadeira e integral sobre os propósitos e o alcance da procuração solicitada. (REYES, Francisco. **Direito societário americano: estudo comparativo**. São Paulo: Quatier Latin, 2013. p. 348).

⁴⁴ MANNE, Henry G. **Mergers and the market for corporate control**. The Journal of Political Economy. v. 73, n. 2, abr. 1965. p. 110-120.

⁴⁵ Robert C. Clark aponta cinco principais fatores que estimulam as tomadas hostis. Entre eles estão os chamados "*gains from better management*", isto é, os possíveis ganhos em razão de um melhor gerenciamento da companhia. (CLARK, Robert C. **Corporate law**. Boston: Aspen Law and Business, 1996. p. 533).

caso, mudando de mãos o poder de controle, os administradores tendem a ser substituídos pelo novo controlador⁴⁶.

O outro fator de instabilidade consequente da má administração é a possibilidade de revolta por parte dos acionistas contra administradores relapsos que acabam por não alocar os recursos da companhia de maneira eficiente e satisfativa. Sendo assim, podem os acionistas se coordenar e intentar a substituição dos administradores⁴⁷.

Em decorrência do exposto, observa-se que as formas de controle que pressupõem a dispersão acionária estão sujeitas às tomadas hostis do poder de controle, sendo este um dos fatores de instabilidade. Portanto, estando esclarecidas as formas do exercício de poder de controle suscetíveis às tomadas hostis, passa-se a tratar da oferta pública de aquisição do controle.

2.4 AS OFERTAS PÚBLICAS HOSTIS DE TOMADA DO PODER DE CONTROLE

2.4.1 Definição e caráter hostil

A oferta pública de aquisição do controle, também conhecida como OPA *a priori*⁴⁸ ou apenas OPA, é espécie do gênero oferta pública⁴⁹ e está disciplinada na Lei das SA entre os artigos 257 e 263. Além disso, a Instrução nº 361 da CVM a regulamenta pormenorizadamente.

As OPA são ofertas públicas voluntárias⁵⁰, conforme o artigo 32 da Instrução nº 361 da CVM, dirigidas aos acionistas de uma companhia-alvo, cuja aquisição do controle é almejada. Trata-se, portanto, de espécie de oferta ao público nos termos do artigo 429 do Código Civil. Deste modo, encerrando os requisitos essenciais às ofertas, o proponente fica

⁴⁶ Nesse sentido: “The offer runs to the shareholders, not to the managers. If the bidder obtains enough stock, it takes control through one of standard devices: it uses the shares to vote out the existing board and install its own, or it merges the acquired firm into itself or a subsidiary”. (EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. **The economic structure of corporate law**. Cambridge: Harvard University Press, 1996. p. 163).

⁴⁷ BERLE, 1997, p. 82.

⁴⁸ Chama-se de OPA *a priori*, pois se trata de forma de aquisição originária do controle, sendo a OPA *a posteriori* a resultante da aquisição do controle disciplinada pelo artigo 254-A da Lei das SA.

⁴⁹ Faz-se válido destacar que existem outras espécies do gênero oferta pública. O artigo 2º da Instrução nº 361 da CVM indica, além da OPA em comento no presente tópico, outras cinco: OPA para o cancelamento do registro (art. 4º, § 4º, Lei das SA), OPA por aumento de participação (art. 4º, §6º, Lei das SA), OPA por alienação de controle (art. 254-A da Lei das SA), OPA para aquisição de ações (nesse caso não há a pretensão de tomada do controle) e OPA concorrente.

⁵⁰ As ofertas públicas voluntárias têm como princípio estruturante o princípio da liberdade. Entende-se que sua realização é essencialmente livre, como decorrência da economia de mercado e da existência de um mercado de capitais (MENDONÇA, Jorge Ribeiro. **A tomada de sociedade através de oferta pública de aquisição**. Revista da Faculdade de Direito de Lisboa, ano XLV, n. 1-2, 2004. p. 55).

vinculado ao cumprimento. Bem sintetizando o que foi dito, elenca-se a seguir a lição de Eduardo Secchi Munhoz:

Como negócio societário típico, a oferta está sujeita à disciplina que lhe é conferida pelo direito societário, que se complementa com as normas gerais de *oferta ao público* (art. 429 do Código Civil). Trata-se de declaração unilateral receptícia de vontade. Por encerrar *proposta de contratar*, é vinculante para o ofertante, na medida em que contenha os requisitos essenciais do contrato. Não se confunde, portanto, com uma simples tratativa. É negócio autônomo, apto a produzir efeitos jurídicos, que não se confunde com o contrato cuja celebração o proponente almeja⁵¹.

O caráter vinculante da oferta é reforçado com a obrigatoriedade da participação de instituição financeira que garanta a proposta, conforme determina o artigo 257 da Lei das SA. Cabe à instituição, portanto, assegurar ao mercado a viabilidade econômica do cumprimento da proposta realizada pelo ofertante⁵².

Ao contrário do que dispõe o parágrafo único do artigo da legislação civilista, a revogação ou modificação da OPA, segundo o artigo 4º, IX, da Instrução Normativa nº 361 da CVM, não é possível, salvo os casos previstos no artigo 261, § 1º, Lei das SA ou no artigo 5º da instrução reguladora. Busca-se, através de tal vedação, evitar ofertas temerárias ao bom andamento dos negócios empresariais, uma vez que o lançamento de uma OPA pode ter efeitos relevantes sobre a companhia-alvo e seus acionistas⁵³.

Feita a oferta, podendo esta ser modificada apenas uma vez, conforme dispõe o artigo 261, § 1º, da Lei das SA⁵⁴, aguarda-se a aceitação dos destinatários, constituindo-se em elemento necessário à formação do vínculo contratual⁵⁵. A aceitação isolada de cada acionista não é suficiente para a formação da avença, pois se trata de contrato grupal o qual necessita da aquiescência de número suficiente de acionistas que permita a aquisição do controle pelo ofertante⁵⁶.

Decidindo aceitar a proposta, o acionista deverá manifestar sua aceitação expressamente na forma determinada no instrumento da oferta. Em caso de omissão do

⁵¹ MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de controle na sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 314.

⁵² EIZIRIK, 2011, p. 468.

⁵³ OIOLI, Erik Frederico. **Oferta pública de aquisição do controle de companhias abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 181.

⁵⁴ Art. 261. [...] § 1º. É facultado ao ofertante melhorar, uma vez, as condições de preço ou forma de pagamento, desde que em porcentagem igual ou superior a 5% (cinco por cento) e até 10 (dez) dias antes do término do prazo da oferta; as novas condições se estenderão aos acionistas que já tiverem aceito a oferta.

⁵⁵ CARVALHOSA, Modesto. **Comentário à Lei de sociedades anônimas**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2003. v. 4. t. II. p. 249.

⁵⁶ OIOLI, 2010, p. 150.

instrumento em relação ao destinatário da aceitação, esta deve ser feita junto à instituição financeira garantidora nos termos do artigo 261 da Lei das SA.

Vale, por fim, atentar que as ofertas públicas de aquisição do controle poderão ser amigáveis ou *hostis*⁵⁷. As primeiras são as ofertas com as quais a administração ou o controlador da companhia-alvo está de acordo ou até mesmo as solicita⁵⁸.

As *hostis*, por outro lado, são aquelas em que não há o consentimento prévio⁵⁹⁻⁶⁰. Trata-se, assim, de oferta que visa evitar a negociação com a administração e com os controladores⁶¹, sendo muito comuns em países como os Estados Unidos desde início do século XX⁶²⁻⁶³.

No Brasil, no ano de 2006, houve uma emblemática tentativa de tomada hostil do controle por meio de oferta pública. Trata-se da oferta feita pela Sadia S.A. aos acionistas da Perdigão⁶⁴. Entretanto, restou frustrada⁶⁵, sendo anunciada em 2009 a fusão das companhias que gerou a BRF - Brasil Foods S.A..

⁵⁷ Em relação à proporção de ofertas *hostis* dentre o total de ofertas públicas de aquisição ocorridas nos Estados Unidos, Michael Jensen tece comentário oportuno: “In all the controversy over takeover activity, it is often forgotten that only 40 (an all-time record) out of the 3,300 takeover transactions 1986 were hostile tender offers. There were 110 voluntary or negotiated tender offers (unopposed by management) and the remaining 3,100-plus deals were also voluntary transactions agreed to by management, although this simple classification is misleading since many of voluntary transactions would not occur absent threat of hostile takeover”. (JENSEN, Michael C. **Takeovers: their causes and consequences**. Journal of Economic Perspectives, v. 2, n. 1, 1988. p. 21-48).

⁵⁸ FRANCO, Vera Helena de Mello. **Considerações sobre as ofertas públicas para aquisição de ações (OPAs): estado atual da questão**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, v. 144, out./dez., 2008. p. 16-40.

⁵⁹ EIZIRIK, 2011, p. 458.

⁶⁰ Em posição divergente, destaca-se que há quem considere que a hostilidade da oferta pública se dá apenas em face apenas da administração e não dos controladores, pois são os membros da administração que correm o risco de perder seus cargos (Nesse sentido: BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. (Monografia). Disponível em <http://www.levysalomao.com.br/files/temp_ls/Monografia_vencedora_7_Concurso.pdf>. Acesso em: 9 mar. 2014). No entanto, embora os controladores mantenham sua condição de acionista, perdem a posição de principal acionista, não tendo mais a maioria dos votos em assembleia geral e não elegendo a maior parte dos administradores.

⁶¹ OIOLI, 2010, p. 193.

⁶² Tratando das ofertas públicas, Fabio Konder Comparato aduz: “Criadas provavelmente na Inglaterra, onde desde o *Companies Act* de 1929 vêm sendo reguladas, as *take-over bids*, também conhecidas como *tender offers* nos Estados Unidos, e como *offres publics d’achat* na França e na Bélgica, têm alcançado nos últimos anos considerável sucesso, mercê do movimento concentracionário que empolga os grandes países capitalistas. Nos Estados Unidos, o número de *tender offers* em 1968 foi uma vez e meia superior ao de 1967, elevando-se o ativo das sociedades assim absorvidas, naquele ano, a 12 bilhões de dólares. Na Inglaterra, o montante global das *take-over bids* alcançou um bilhão de libras esterlinas em 1968”. (COMPARATO, Fábio Konder. **Aspectos jurídicos da macro-empresa**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1970. p. 33).

⁶³ Podem ser citadas como referências de tentativas de tomadas *hostis* muito conhecidas ocorridas nos Estados Unidos os casos *UnoCal Corp vs. Mesa Petroleum Co.* e *Moran vs. Household International, Inc.*.

⁶⁴ Sobre a referida oferta: CANTIDIANO, 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. p. 222-245.

⁶⁵ Em relação à frustração da oferta, nota-se que o controle da Perdigão era exercido por um conjunto de fundos de pensão, reunidos em acordo de acionistas, que detinham, no total, aproximadamente 49% das ações com

A referida oferta, contudo, não foi a primeira em nosso país. Em 1971, a Marcosul S.A., através de oferta hostil, tentou tomar o controle do Sulbanc, tendo o anúncio da oferta ocorrido em Porto Alegre. A Marcosul, porém, não alcançou seu intento, vindo, posteriormente, a retirar a oferta⁶⁶.

Por conta do exposto, interessam para o desenvolvimento desta pesquisa as ofertas hostis, pois, a partir do próximo capítulo, a técnica de defesa mais popular entre as companhias nacionais (*poison pill brasileiras*) será analisada. Antes disso, faz-se necessário um breve comentário sobre o instrumento da oferta pública e seus requisitos.

2.4.2 O instrumento da oferta pública de aquisição do controle

O artigo 258 da Lei das SA lista as informações que devem estar contidas no instrumento que formaliza a oferta pública de aquisição do controle. As cláusulas que devem constar no instrumento constituem os requisitos mínimos de declaração de vontade do proponente e visam vinculá-lo irrevogavelmente ao ato jurídico da oferta⁶⁷.

Para tratar dos requisitos do instrumento de oferta pública, será utilizada classificação criada com o intuito de melhor organizar e esclarecer o conteúdo deste tópico⁶⁸. Os requisitos serão classificados em razão de sua finalidade como instrumentais ou protetivos.

Os primeiros (instrumentais) são aqueles que têm conteúdo puramente formal e dizem respeito apenas ao procedimento da oferta pública para aquisição do controle (incisos I, III, IV).

Os requisitos protetivos, por sua vez, são aqueles que trazem em si disposições que visam proteger os acionistas ou a companhia das consequências de ofertas temerárias (incisos II, V e VI).

Visto isso, passa-se a elucidar cada um dos requisitos detalhadamente.

2.4.2.1 Requisitos instrumentais

direito a voto da companhia, sendo a oferta malsucedida, sobretudo, em decorrência da influência decisiva exercida pelos controladores minoritários (MUNHOZ, 2010, p. 292).

⁶⁶ CARVALHOSA, 2003, p. 201.

⁶⁷ EIZIRIK et al., 2011, p. 626.

⁶⁸ Como bem salienta o professor da Universidade de São Paulo Tercio Sampaio Ferraz Júnior, as classificações, no mais das vezes, prestam-se a facilitar uma exposição didática da matéria a ser tratada, sendo deixado de lado o estrito rigor técnico. (FERRAZ JÚNIOR, Tercio Sampaio. **Introdução ao estudo do direito:** técnica, decisão e dominação. São Paulo: Atlas, 2010. p. 96).

Como referido, os requisitos instrumentais dizem respeito ao procedimento da oferta pública em si, não guardando maior carga protetiva aos acionistas ou à companhia.

No inciso I, é determinado que no instrumento da OPA seja informado o número mínimo de ações que ofertante pretende adquirir e, sendo o caso, o número máximo.

O número mínimo de ações pretendido pelo potencial adquirente, em regra, deve ser de aproximadamente 51% das ações com direito a voto ou qualquer outro percentual que o possibilite tomar o controle da companhia-alvo⁶⁹. Dentro do limite mínimo de ações que ofertante se propõe a adquirir, não há irrevogabilidade⁷⁰, podendo a oferta estar, ainda, vinculada a outras condições⁷¹. Estas, no entanto, não podem ter sua implementação estritamente atrelada à vontade do ofertante, conforme determina o artigo 4º, VIII, da Instrução nº 361 da CVM.

O inciso III, por sua vez, serve como espécie de complemento ao inciso I, pois dispõe que deverá ser informada a subordinação da oferta a um número mínimo de aceitações. Ademais, sendo determinado o número máximo de ações a serem adquiridas e as aceitações o excederem, deverá o ofertante indicar a forma como será procedido o rateio entre os aceitantes.

O inciso IV, por fim, trata do procedimento que deverá ser seguido pelos acionistas para manifestarem sua aceitação e efetivarem a transferência de suas ações. Como já comentado, a aceitação é o momento em que se integram as vontades do ofertante e daqueles que optem por vender as ações que titulam⁷².

A determinação do referido inciso é de caráter prático, porquanto não há maiores digressões quanto à aceitação, seus elementos constitutivos ou sua importância para a formação de vínculo entre as partes.

Vistos os requisitos instrumentais, analisar-se-á os de conteúdo protetivo no item a seguir.

⁶⁹ CLARK, 1996, p. 532.

⁷⁰ EIZIRIK, 2011, p. 476.

⁷¹ Como exemplo de condição imposta à oferta pública, poder ser citada a situação em que a Telefonica, empresa espanhola de telefonia, ao realizar oferta para aquisição do controle da GVT em 2010, condicionou sua proposta à supressão da *poison pill* presente no estatuto da companhia-alvo.

⁷² Quanto à aceitação, Modesto Carvalhosa aduz: “A aceitação constitui outro elemento necessário à formação do vínculo contratual originado da oferta pública. Trata-se de uma declaração de vontade *in certam personam*, ou seja, dirigida ao ofertante. A aceitação representa, assim, a integração das vontades do proponente e do solicitado. É uma declaração de índole receptiva de vontade, através da qual o acionista destinatário exerce o direito potestativo de formar o contrato que lhe foi proposto. Nesse momento, o acionista destinatário vincula-se aos termos da oferta e obriga-se contratualmente. Para tanto, a aceitação há de ser irrestrita e incondicional, traduzida pela adesão plena à proposta, sem qualquer reserva”. (CARVALHOSA, 2003, p. 249).

2.4.2.2 Requisitos protetivos

Nesse tópico, serão tratados os requisitos protetivos do instrumento da oferta pública, estando eles presentes nos incisos II, V e VI do artigo 258 da Lei das SA.

O inciso II dispõe que o valor oferecido pelas ações e a forma pela qual serão pagas devem constar no instrumento da oferta. Nesse caso, o preço oferecido, em regra, é maior do que o cotado em bolsa de valores⁷³, devendo ser dispensado tratamento estritamente igualitário aos destinatários da oferta⁷⁴⁻⁷⁵.

O inciso V, por sua vez, determina que instrumento da OPA deve estabelecer o prazo de validade da oferta. Apesar de o referido dispositivo indicar que o prazo não poderá ser inferior a 20 dias, a CVM, através da Instrução nº 361, alterou o prazo de duração da oferta. O prazo mínimo, por conseguinte, passou a ser de 30 dias, sendo contado da data da publicação em edital.

Quanto à importância de um prazo mínimo de duração, comenta Nelson Eizirik que: “Tal prazo visa conferir aos acionistas da companhia objeto tempo suficiente para conhecer e analisar as condições propostas pelo ofertante e, conseqüentemente, decidir quanto à aceitação ou não da operação⁷⁶”.

A determinação legal de um prazo mínimo razoável visa evitar as ofertas conhecidas como *Saturday Night Special*. Estas são ofertas efêmeras com maior efeito coercitivo sobre os acionistas. Consistem, assim, em um fator de distorção da escolha, uma vez que limitam a análise do conteúdo da proposta e sua conveniência. Logo, influenciam diretamente na tomada de decisão dos acionistas, pois as ofertas de aquisição do controle naturalmente já tem um acentuado efeito coercitivo em razão da falta de coordenação entre os destinatários⁷⁷⁻⁷⁸.

⁷³ CLARK, 1996, p. 531-532.

⁷⁴ COMPARATO, 1970, p. 34.

⁷⁵ O princípio da igualdade é um dos princípios estruturantes da oferta pública. Deste modo, faz-se válido observar que o princípio da generalidade da oferta (*all holders rule*) constitui o primeiro corolário lógico do princípio da igualdade e decorre do caráter público da oferta, não sendo permitida qualquer forma de discriminação entre os potenciais destinatários. A oferta deve ser dirigida a generalidade dos acionistas (MENDONÇA, 2004, p. 57).

⁷⁶ EIZIRIK, 2011, p. 477.

⁷⁷ Não há um processo organizado de análise conjunta da conveniência da aquisição do controle. Há, sim, um conjunto de decisões individuais, tomadas de forma descoordenada e desinformada pelos acionistas (MUNHOZ, 2013, p. 222).

⁷⁸ MUNHOZ, 2013, p. 225-226.

Por fim, o inciso VI determina que instrumento da oferta pública contenha informações relativas ao ofertante. Estas devem fazer referência ao seu objeto social, aos setores em que atua e às atividades que desenvolve, devendo as informações serem razoavelmente pormenorizadas. Visa-se, através de tal exigência, assegurar ao mercado, à companhia e aos acionistas a plena capacidade de julgamento da proposta⁷⁹.

A doutrina, no entanto, chama atenção à omissão da Lei das SA e da Instrução nº 361 da CVM quanto à necessidade de prestar informações relativas aos propósitos do ofertante, uma vez que a ausência dessa informação dificulta o processo de avaliação dos acionistas e dos administradores⁸⁰. Logo, é recomendável o seu acréscimo.

Em virtude do exposto, nota-se que as informações que devem estar presentes no instrumento da oferta têm o intuito de dotá-la de transparência e seriedade, repassando ao mercado segurança quanto a seu cumprimento integral e garantindo aos acionistas a possibilidade de analisá-la profundamente.

3 AS POISON PILLS BRASILEIRAS

No presente capítulo, as *poison pills* brasileiras serão alvo de análise, sendo abordadas suas características e impropriedades.

3.1 DEFINIÇÃO E MODALIDADES

Como precedente lógico ao estudo das impropriedades das *poison pills* brasileiras, serão elas definidas e suas modalidades explicadas.

3.1.1 Definição

A modificação da antiga conjuntura na qual propriedade acionária e poder de controle eram quase incindíveis trouxe à tona o desenvolvimento de mecanismos de defesa contra as tomadas hostis do poder de controle. Dentre as técnicas disponíveis às companhias nacionais, as *poison pills* brasileiras foram as que se tornaram mais populares nesse curto espaço de tempo.

⁷⁹ CARVALHOSA, 2003, p. 225.

⁸⁰ EIZIRIK, 2011, p. 478-479.

Como podemos depreender da nomenclatura, as *poison pills* têm origem norte-americana, tendo sido criadas pelo advogado nova-iorquino Martin Lipton na década de 1980⁸¹⁻⁸². As “pílulas de veneno” originais não se encerravam em uma única técnica, sendo desdobradas em variadas formas de defesa à disposição das companhias alvo de uma oferta hostil⁸³. No entanto, na prática brasileira as *poison pills* receberam nova formatação, não sendo utilizada em nosso país a técnica estadunidense⁸⁴.

Em razão da distinção entre as técnicas⁸⁵, já foram sugeridos novos nomes ao instituto pátrio. Denominações, como OPA estatutária⁸⁶, Mecanismos Estatutários de Proteção à Dispersão Acionária e *Brazilian Pills*⁸⁷, foram propostos com o intuito de não serem confundidas as medidas defensivas.

As *poison pills* brasileiras são, basicamente, cláusulas estatutárias parassociais⁸⁸ que indicam determinado percentual acionário que, ao ser adquirido ou ao passar para o patrimônio jurídico de outra pessoa, obriga-a a realizar oferta pública pelo total de ações da companhia. As referidas cláusulas têm como principais finalidades desestimular a aquisição de número

⁸¹ VELASCO, Julian. **Just do it: an antidote to the Poison Pill.** Emory Law Journal, n. 52, jul., 2003, p. 849-908.

⁸² Embora a técnica tenha sido criada por Martin Lipton, a nomenclatura do mecanismo não foi de sua autoria como se aduz do trecho de um de seus artigos a seguir colacionado: “In 1983 Mr. Lipton’s plan was christened with the unfortunate name ‘Poison Pill’ by an investment banker who had nothing to do with its creation, but who, when asked by Wall Street Journal reporter what security (modeled on the Warrant Dividend Plan) issued by Lenox, Inc. on the advice of Mr. Lipton was called, responded flippantly, ‘a poison pill’” (LIPTON, Martin; ROWE, Paul K. **Pills, polls and professor: a replay to professor Gilson.** New York University Center for Law and Business Research Paper, n. 1-6, p. 13-14, 2001. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=268520>. Acesso em: 20 fev. 2014).

⁸³ Além das *poison pills flip-in* e *flip-over*, nos Estados Unidos, também foram desenvolvidas as *back-end poison pills*. No entanto, tal tipo não experimentou a mesma popularidade das *flip-in* e das *flip-over*. (VELASCO, 2003, p. 849-908).

⁸⁴ TOLEDO, P. F. C. S. **Poison Pill: Modismo ou Solução?** In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). **Direito societário: desafios atuais.** São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 176.

⁸⁵ Carlos Klein Zanini ressalta que “A predileção das companhias brasileiras pela *poison pill* que obriga à realização da oferta pública quando atingido determinado percentual de participação pode ser explicada, em boa medida, pelas dificuldades que seguramente adviriam da tentativa de introdução no Brasil de outras pílulas muito mais comuns na América. Isto sem falar no fato de a introdução das *poison pills* poder resultar não apenas na inserção de cláusulas estatutárias, mas da própria escolha da legislação societária (ZANINI, Carlos Klein. **A Poison Pill brasileira: desvirtuamento, antijuridicidade e ineficiência.** In: ADAMEK, Marcelo Viera Von (Coord.). **Temas de direito societário e empresarial contemporâneos.** São Paulo: Malheiros, 2011. p. 260).

⁸⁶ MUNHOZ, 2013, p. 332.

⁸⁷ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; LOBÃO MELO, Vitor de Britto. **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 SILVA, Alexandre. **Direito societário: estudos sobre a lei de sociedades por ações.** São Paulo: Saraiva, 2013. p. 254.

⁸⁸ As *poison pills* brasileira são qualificadas como parassociais, pois não são normas organizativas da sociedade com caráter associativo. (CARVALHOSA, Modesto. **As Poison Pills estatutárias na prática: alguns aspectos de sua legalidade.** In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). **Direito societário: desafios atuais.** São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 26)

significativo de ações no mercado e preservar a estabilidade dos acionistas controladores que detêm menos de 50% do capital votante⁸⁹.

O percentual indicado nos estatutos sociais, em regra, gira em torno de 15% a 35% do número de ações emitidas pela companhia e recebe a denominação de “gatilho”. Este, na maior parte das vezes, indica porcentagem relativamente baixa que não abrange ações suficientes para que de fato haja mudança de controlador, sendo alvo de críticas da doutrina⁹⁰.

Ademais, há normalmente, nas *poison pills* brasileiras, fórmula de cálculo que eleva significativamente o valor a ser pago pelas ações remanescentes. Com isso, a oferta pública tende a se tornar extremamente onerosa, desestimulando qualquer potencial adquirente.

A intenção desmedida de impedir as tomadas de controle, em razão dos altos valores atribuídos às ações, trouxe sérios problemas para algumas companhias durante a crise de 2008, pois, além de não conseguirem acesso ao crédito, não puderam ser vendidas a terceiros interessados⁹¹.

Estando delineadas as *poison pills* brasileiras, faz-se válido trazer um exemplo da referida cláusula. Sendo assim, elenca-se a seguir a medida defensiva presente no artigo 44 do estatuto social das Lojas Renner S.A.:

Artigo 44 - Qualquer Acionista Adquirente, 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 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 BOVESPA e os termos deste Artigo⁹².

Vista a típica redação da pílula de veneno, depreende-se que em muito se assemelha com a previsão contida no artigo 5º, n. 1, da Diretiva 2004/25/CE da União Europeia abaixo elencada:

⁸⁹ CARVALHOSA, 2009, p. 23.

⁹⁰ Carlos Klein Zanini faz crítica aos percentuais estipulados nas pílulas de veneno, opinando da seguinte forma: “[...] somos da opinião de que o emprego da *poison pill* brasileira, se admitida, somente deveria ser nos casos em que o percentual de participação acionária deflagrador da oferta pública fosse superior ao percentual de participação acionária detido pelo controlador”. (ZANINI, 2011, p. 269). Nesse mesmo sentido, Francisco Müssnich e Vitor Lobão Melo aduzem: “Outro disparate das redações normalmente utilizadas nos estatutos sociais é o fato de se estabelecer como gatilho para a OPA uma determinada (e baixa) porcentagem de participação previamente fixada de forma rigorosamente cabalística, e não a aquisição do controle propriamente dita”. (MÜSSNICH; LOBÃO MELO, 2013, p. 259-260).

⁹¹ MÜSSNICH; LOBÃO MELO, 2013, p. 259.

⁹² LOJAS RENNER S.A. **Estatuto social das Lojas Renner S.A.**

1. Sempre que uma pessoa singular ou colectiva, na sequência de uma aquisição efectuada por si ou por pessoas que com ela actuam em concertação, venha a deter valores mobiliários de uma sociedade a que se refere o n.º 1 do artigo 1º que, adicionados a uma eventual participação que já detenha e à participação detida pelas pessoas que com ela actuam em concertação, lhe confirmam directa ou indirectamente uma determinada percentagem dos direitos de voto nessa sociedade, permitindo-lhe dispor do controlo da mesma, os Estados-Membros asseguram que essa pessoa deva lançar uma oferta a fim de proteger os accionistas minoritários dessa sociedade. Esta oferta deve ser dirigida o mais rapidamente possível a todos os titulares de valores mobiliários, para a totalidade das suas participações, a um preço equitativo definido no n.º 4⁹³.

Diferentemente das *poison pills* brasileiras, no dispositivo da Diretiva Europeia, não há previsão de um percentual acionário a ser adquirido, sendo feita referência à proporção que permita dispor do controle da companhia emitente das ações. Com efeito, a redação do dispositivo poderia ser utilizada como referência pelas companhias brasileiras, afastando, assim, a crítica acima referida quanto à estipulação de percentuais baixíssimos como gatilho da oferta pública.

A França, através da edição da Lei 2006/387, foi um dos primeiros Estados-Membros a adaptar sua legislação à Diretiva⁹⁴. Contudo, indicou que o gatilho seria de 1/3 das ações com direito a voto⁹⁵. Não atentou, portanto, se a referida proporção seria suficiente para a transferência do poder de controle, sofrendo da mesma impropriedade das *poison pills* nacionais.

O Código dos Valores Mobiliários de Portugal⁹⁶ tem previsão similar (artigo 187) a da legislação francesa; entretanto, impõe importante ressalva a obrigatoriedade da oferta, pois, caso o adquirente comprove não ter o domínio da sociedade visada, não lhe será exigível a oferta. Com efeito, a previsão pode ser tida como referência para as companhias nacionais que pretendam inserir as pílulas de veneno em seus estatutos e como incentivo à modificação das já existentes.

Em razão de tudo que foi exposto, vemos que as pílulas de veneno nacionais vêm se popularizando entre as companhias. Sendo assim, será necessário abordar os problemas decorrentes de sua utilização no formato atual, sendo este o ponto nevrálgico do capítulo. No

⁹³ UNIÃO EUROPEIA. **Diretiva 2004/25/CE**. Disponível em: <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=oj:l:2004:142:0012:0023:pt:pdf>>. Acesso em: 18 fev. 2014.

⁹⁴ **Implementing The Takeover Directive In The EU**. Disponível em: <<http://m.freshfields.com/uploadedFiles/SiteWide/Knowledge/Implementing%20the%20Takeover%20Directive%20in%20the%20EU%20%20What%20does%20it%20mean%20in%20the%20ember%20states.pdf>>. Acesso em: 15 set. 2013.

⁹⁵ Além da França, Luxemburgo também adotou a aquisição de 1/3 das ações com direito a voto como proporção que obriga o adquirente a realizar oferta pública pela totalidade das ações. Em outros países, como Alemanha, Itália, Espanha, Holanda e Reino Unido, o percentual que torna a oferta pública obrigatória é de 30% das ações com direito a voto (TOLEDO, 2009, p. 167).

⁹⁶ PORTUGAL. **Decreto-Lei nº 489, de novembro de 1999**.

entanto, antes de adentrar ao estudo do problema, faz-se necessário diferenciar as modalidades de *poison pills* brasileiras.

3.1.2 As modalidades das *poison pills* brasileiras

As *poison pills* originais se dividem em duas principais técnicas que se tornaram muito populares entre as sociedades anônimas norte-americanas. As espécies referidas são as *poison pills flip-in*⁹⁷ e *flip-over*⁹⁸.

As modalidades das *poison pills* brasileiras, entretanto, não se identificam com as norte-americanas. Evitando possíveis impropriedades, será utilizada a classificação proposta por Érica Gorga. A autora divide as “pílulas de veneno” brasileiras em duas espécies: *poison pills* Tipo A e Tipo B.

As *poison pills* Tipo A são as usualmente utilizadas entre as companhias nacionais. As cláusulas dessa espécie estabelecem que o acionista ou terceiro que adquirir ou, de qualquer outro modo, se tornar titular de determinado percentual de ações de emissão da companhia (normalmente proporção entre 10% e 35%) deverá fazer oferta pública de aquisição pela totalidade de ações da companhia-alvo⁹⁹⁻¹⁰⁰.

A Embraer é exemplo de companhia nacional em cujo estatuto social se faz presente uma *poison pill* Tipo A, estando a medida defensiva presente no artigo 54 do estatuto social¹⁰¹.

Esclarecida a cláusula Tipo A, nota-se que a forma pela qual impõe dificuldade à tomada do controle não se assemelha às técnicas estadunidenses. Portanto, torna-se clara a razão das inúmeras críticas recebidas devido à nomenclatura dada ao instituto nacional.

As *poison pills* Tipo B, a seu turno, determinam que qualquer acionista ou terceiro que adquirir ou, de qualquer outro modo, tornar-se titular de determinado número de ações de emissão da companhia (normalmente proporção entre 5% e 30%) deverá comunicar ao

⁹⁷ Bem definindo a referida modalidade, elenca-se a doutrina norte-americana sobre o tema: “The “flip-in” feature of poison pill stock dilutes the bloc owner’s interest, making each share worth less (and requiring the bidder to buy more to get control) – a combination fatal when swallowed [...]”. (EASTERBROOK; FISCHER, 1996, p. 164).

⁹⁸ Bem definindo a referida modalidade, elenca-se a doutrina norte-americana sobre o tema: “A “flip-over” feature of poison pills may have similar dilution effects for the bidder’s own stock after a merger, inducing the target’s shareholder not to tender (if they keep the target’s stock, they can buy the bidder’s stock at a discount if the deal goes through) and inducing the bidder’s shareholders to oppose the transaction [...]”. (EASTERBROOK, 1996, p. 164).

⁹⁹ NASCIMENTO, 2011, p. 150-151.

¹⁰⁰ GORGA, Érica. **Changing the paradigm of stock ownership: from concentrated towards dispersed? evidence from Brazil and consequences for emerging countries.** Disponível em: <<http://www.ssrn.com/en/>>. Acesso em: 17 fev. 2014.

¹⁰¹ EMBRAER. **Estatuto social da EMBRAER.**

Diretor de Relação com Investidores da companhia e/ou diretor do pregão da bolsa de valores sua intenção de adquirir a totalidade das ações da companhia de modo que seja realizado leilão, sendo possível a participação de terceiros¹⁰²⁻¹⁰³.

Como exemplo prático de *poison pill* Tipo B, pode ser citada a disposição contida o artigo 45 do estatuto social da Brasilagro¹⁰⁴.

As *poison pills* Tipo B, portanto, têm como finalidade possibilitar a participação de terceiros interessados na aquisição das ações da companhia-alvo, possibilitando a seus acionistas receber um melhor preço por suas ações. Faz-se válido atentar que as cláusulas Tipo B se aproximam do expediente de defesa conhecido como *White Knight* (Cavaleiro Branco). Esta é a medida utilizada no curso de uma oferta hostil e consiste em convite feito pela companhia-alvo a terceiros amigáveis à administração ou a determinados grupos de acionistas relevantes¹⁰⁵ para que realizem oferta para aquisição do poder controle, evitando a tomada por parte do adquirente hostil¹⁰⁶.

Por fim, cabem duas observações quantos às modalidades das *poison pills* brasileiras.

A primeira observação a ser feita diz respeito à pesquisa realizada em 2008 em que foram analisados os estatutos sociais de 84 companhias listadas no Novo Mercado e nos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa.

No levantamento, foi apurado que 37% das companhias adotavam cláusula defensiva do Tipo A. As do Tipo B, à época da pesquisa, eram adotadas em apenas quatro das companhias. Ademais, as modalidades eram conjuntamente utilizadas por 14% das companhias pesquisadas¹⁰⁷.

A segunda observação diz respeito ao termo presente em todos os artigos estatutários referidos que determina a obrigatoriedade da oferta não só aos que adquiram determinado percentual de ações, “mas também aqueles que se tornem titulares” independentemente da razão pela qual a transferência se deu.

Nesse sentido, Francisco Müssnich e Vitor Lobão Melo tecem crítica no sentido de que “Essa disposição abre espaço para hipóteses esdrúxulas onde, por exemplo, uma pessoa que simplesmente herde ações seja forçada a realizar OPA direcionada a todos os demais

¹⁰² NASCIMENTO, 2011, p. 151.

¹⁰³ GORGA, 2014.

¹⁰⁴ BRASILAGRO. **Estatuto social da BRASILAGRO.**

¹⁰⁵ Quanto aos argumentos que justifiquem o convite ao novo ofertante, podem ser referidas entre outras razões oferta uma com melhor preço, a promessa da nova ofertante em não desmantelar a companhia e o melhor aproveitamento de sinergias (SHIGUEMATSU, 2009, p. 428).

¹⁰⁶ NASCIMENTO, 2011, p. 167.

¹⁰⁷ GORGA, Érica. *As poison pills americanas e as supostas poison pills brasileiras*. Disponível em: <<http://www.migalhas.com.br/dePeso/16,MI67358,61044-As+poison+pills+americanas+e+as+supostas+poison+pills+brasileiras>>. Acesso em: 18 fev. 2014.

acionistas¹⁰⁸”. Fica, assim, mais uma vez registrada uma crítica ao instituto. Deste modo, é válido demonstrar que as pílulas de veneno possuem pequenas impropriedades, mas que podem ser sanadas a partir de um estudo detido do instituto e do contexto em que se encontra inserido.

Feitas as observações e esclarecimentos, passa-se a tratar de tema ligado às *poison pills* nacionais que vem sendo alvo de críticas ferozes, qual seja, as cláusulas pétreas.

3.2 AS CLAÚSULAS PÉTREAS

No presente tópico, as chamadas cláusulas pétreas serão tratadas e, após demonstrada suas características e sua finalidade, serão analisados os dispositivos da Lei das SA por elas afrontados .

3.2.1 Caracterização das cláusulas pétreas

O instituto objeto de estudo, na verdade, trata-se de cláusula estatutária acessória às pílulas de veneno e tem como finalidade a manutenção do mecanismo de defesa¹⁰⁹. Para tanto, as referidas cláusulas preveem punição aos acionistas que deliberarem pela alteração ou pela supressão das *poison pills* dos estatutos sociais, impondo, em regra, a realização de oferta pública de aquisição pela totalidade das ações da companhia¹¹⁰. Isto é, determinam que seja feita oferta nos mesmos moldes previstos na *poison pill*

As cláusulas acessórias têm a clara função de impedir que o controle seja contestado¹¹¹. Deste modo, acabam por se tornar alvo de críticas que, no mais das vezes, mostram-se de extrema pertinência, conforme se depreende a seguir:

O que se tem observado, contudo, é que a *poison pill* pretende adquirir, em muitos casos, feições de imutabilidade, de verdadeira cláusula “pétrea”, evidenciando aquela primeira questão de utilizá-las como mecanismo jurídico de perpetuação de um determinado grupo no controle da companhia. São exemplos deste tipo aberrante as cláusulas estatutárias que punem aqueles acionistas que votarem em assembleia geral pela alteração ou exclusão, obrigando-os a realizar OPA referente a todas as ações de emissão da companhia, sendo esta a própria oferta prevista na cláusula da *poison pill*. Percebe-se, neste caso, a extrema ilegalidade e imoralidade deste tipo de cláusula de *poison pill*, pois constrange o exercício do direito de voto do acionista, o

¹⁰⁸ MÜSSNICH; LOBÃO MELO, 2013, p. 262.

¹⁰⁹ MÜSSNICH; LOBÃO MELO, 2013, p. 265.

¹¹⁰ MÜSSNICH; LOBÃO MELO, 2013, p. 265.

¹¹¹ PINTO; YAZBEK.

qual deverá ser manifestado, sempre, de forma livre e em consonância com o interesse social¹¹².

As cláusulas pétreas, se ausentes dos estatutos sociais, não afetam as funções que as pílulas de veneno se prestam¹¹³. Configuram-se, assim, cláusulas absolutamente contrárias à legislação societária e ao sistema jurídico que acabam por destruir a validade, a licitude e a legitimidade da medida defensiva¹¹⁴.

Faz-se válido esclarecer que há maiores consequências do uso de tais cláusulas quando há um controlador, ainda que minoritário, haja vista que as cláusulas acessórias apenas servem para o “entrincheirar” e facilitar a manutenção do poder de controle em suas mãos. Deste modo, não serão abordados problemas em relação ao controle gerencial neste capítulo, porquanto não é uma forma de exercício de poder de controle usual no Brasil e, ao tratá-lo, seria necessária uma detida análise de temas correlatos ao conselho de administração que são relativamente extensos (deveres fiduciários¹¹⁵ e os problemas de agência¹¹⁶).

Por fim, destaca-se que as cláusulas acessórias são adotadas em larga escala pelas companhias nacionais. Em pesquisa já citada, foi também apontado que, dentre as 84 companhias pesquisadas, somente nos estatutos sociais de oito delas existiam previsões permitindo a remoção da pílula de veneno. Em seis dessas companhias tal autoridade era conferida aos acionistas e nas outras duas ao conselho de administração¹¹⁷.

Em razão do exposto, nota-se que as cláusulas pétreas se encontram em desacordo com ordenamento jurídico pátrio, sendo, no próximo tópico, apontados e debatidos os dispositivos da Lei das SA especificamente afrontados.

3.2.2 A afronta aos dispositivos da Lei 6.404/76

Embora haja outros dispositivos em diplomas legais diversos¹¹⁸, é identificada de forma mais latente a afronta aos artigos 115, 121, 122, I, e 129, § 1º, da Lei das SA. Para

¹¹² CARVALHOSA, 2009, p. 26.

¹¹³ PINTO; YAZBEK.

¹¹⁴ CARVALHOSA, 2009, p. 27.

¹¹⁵ Sobre o tema: SPINELLI, Luis Felipe. **Conflito de interesses na administração da sociedade anônima**. São Paulo: Malheiros, 2012. p. 95-175.

¹¹⁶ Sobre o tema: ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. **Agency problems and legal strategies**. In: KRAAKMAN, Reinier et al. **The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach**. 2. ed. Nova York: Oxford, 2009. p. 35-54.

¹¹⁷ GORGA, 2014.

¹¹⁸ Francisco Müssnich e Vitor de Britto Lobão Melo, além dos artigos expostos, fazem referência ao artigo 421 do Código Civil, apontando infringência aos princípios da autonomia da vontade e da liberdade de contratar, pelos quais os indivíduos possuem a liberdade e a autonomia para criar e alterar normas entre si

melhor abordagem, será analisado o artigo 115 separadamente, porquanto é infringido diretamente, sendo os demais artigos tratados conjuntamente em tópico apartado.

3.2.2.1 A ofensa direta à Lei 6.404/76 (artigo 115)

O artigo 115 da Lei das SA é o dispositivo legal em que há imposições em relação ao voto do acionista em assembleia. Conforme se depreende de sua redação, ao mesmo tempo em que é garantido o voto ao acionista, tal direito é limitado, pois deve se dar de acordo com o interesse da companhia¹¹⁹.

O voto é, portanto, meio instrumental para a formação da vontade da companhia como um todo¹²⁰, sendo exercido pelo acionista, mas limitado ao prevalecente interesse da sociedade¹²¹. Trata-se de um dever-função restrito à consecução do objeto social¹²², configurando-se, na sistemática da Lei das SA, no principal direito político atribuído aos acionistas¹²³.

Diante disso, nota-se que as cláusulas pétreas interferem tanto no exercício do direito de voto por parte do acionista quanto na consecução do fim social pretendido.

Em relação ao exercício do voto, as cláusulas acessórias, ao preverem punições aos acionistas, constroem direito de votar. Embora o acionista o conserve, não possui a

(MÜSSNICH; LOBÃO MELO, 2013, p. 267). No entanto, não concordamos com tal apontamento, pois, conforme lição de Daniel Ustároz, “Garantir espaço à autodeterminação individual é preocupação de todos os ramos do direito” (USTÁROZ, Daniel. **Responsabilidade contratual**. 2 ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007. p. 41), não sendo diferente no direito societário. Deste modo, nota-se que a vontade e autonomia em ambiente societário se manifestam através do direito de voto em assembleia. A mitigação de tal direito, conforme demonstraremos, é que está no cerne da discussão, sendo esta a real desobediência a dispositivo legal. O artigo 421 do Código Civil, por sua vez, não é infringido diretamente, não recebendo, por essa razão, maior atenção no presente estudo e, além disso, considerar a autonomia e a vontade de cada acionista individualmente frente à companhia, seria retroceder a uma visão contratualista da sociedade anônima em nosso ordenamento.

¹¹⁹ TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre T. **Das sociedades anônimas no direito brasileiro**. São Paulo: Bushatsky, 1979. p. 277.

¹²⁰ BULGARELLI, Waldirio. **Regime jurídico da proteção às minorias nas S/A**. Rio de Janeiro: Renovar, 1998. p. 120.

¹²¹ Interessante comentário é tecido pela doutrina portuguesa, conforme transcrito a seguir: “Se, porém, como se disse, o direito *subjectivo* não se esgota, na sua formulação clássica, num poder de querer, mas *no poder de querer a realização de um interesse legitimamente tutelado*, levantar-se-á, nesse caso, a questão de saber se o voto deverá ser encarado como a realização de um interesse com semelhante natureza – pois quem entenda que se vota no *interesse da sociedade* não poderá considerá-lo direito *subjectivo*, uma vez que, em semelhante perspectiva, o *sócio* manifestaria um poder de vontade ou, se preferir uma formulação mais, exerceria uma *permissão normativa específica*, mas para realizar um interesse alheio, não um interesse próprio” (PINTO FURTADO, Jorge Henrique da Cruz. **Deliberações de Sociedades Comerciais**. Coimbra: Almedina, 2005, P. 60).

¹²² CUNHA, Rodrigo Ferraz Pimenta da. **O exercício de voto na sociedade anônima**. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). **Direito societário: desafios atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 248.

¹²³ NASCIMENTO, 2011, p. 158.

faculdade de escolher a forma como irá exercê-lo¹²⁴, pois, caso delibere pela supressão ou alteração das pílulas de veneno, terá que arcar com o ônus da oferta pública de aquisição pela totalidade das ações da companhia.

No que diz respeito ao interesse social, este deve ser entendido, em linhas gerais, não como a simples soma dos interesses de cada um dos acionistas individualmente considerados, mas sim o interesse do ente de forma autônoma. Deste modo, a companhia, através da atividade mercantil que exerce, busca, respeitando os ditames legais e em sintonia com interesses de terceiros que a circundam, ser lucrativa, tornando-se próspera e garantindo sua continuidade¹²⁵.

As cláusulas pétreas afetam a persecução do interesse social, porquanto permitem aos controladores a extração de benefícios privados e a perpetuação de seu poder. Desta maneira, um mecanismo (*poison pills* brasileiras) que foi criado para permitir a dispersão acionária do bloco de controle, passa, com a presença das cláusulas pétreas, a tutelar os controladores¹²⁶. Ademais, a permanência de controladores que explorem os minoritários, além de ser potencialmente conflitante ao interesse social, é prejudicial à companhia, uma vez que o tratamento dispensado a tais acionistas contribuiu para formação da reputação da empresa¹²⁷.

Por fim, faz-se válido atentar que o referido mecanismo, ao dificultar a alteração ou supressão das *poison pills*, é economicamente ineficiente¹²⁸, conforme esclarece a situação hipotética abaixo elencado:

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 pétreas, o negócio não será realizado, muito embora seja benéfico para todas as partes¹²⁹.

¹²⁴ NASCIMENTO, 2011, p. 158.

¹²⁵ Para essa delimitação do que seria interesse social, nos valem das teorias institucionalistas, mais precisamente a teoria institucionalista integracionista. Sobre o tema, aduz Calixto Salomão Filho: “A teoria organizativa e o institucionalismo integracionista em boa medida parecem ter uma resposta muito mais coerente para o mesmo problema. Afirmam que o objeto societário principal, o próprio interesse social, está na integração de interesses e solução interna de conflitos entre os vários interesses envolvidos pela atividade social. Não se negam a internalizar interesses não redutíveis aos interesses dos sócios” (SALOMÃO FILHO, Calixto. **Interesse social: a nova concepção**. In: SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Novo Direito Societário**. 4. ed. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 51).

¹²⁶ ZANINI, 2011, p. 276.

¹²⁷ Ver nota de rodapé nº 19.

¹²⁸ ZANINI, 2011, p. 276.

¹²⁹ PINTO; YAZBEK.

Em virtude do exposto, fica evidenciada a existência de grave infringência à disposição legal em comento, uma vez que as cláusulas pétreas restringirem o direito de voto e impedem que o interesse social seja alcançado em situações que este é possível apenas com substituição dos controladores e, por conseguinte, dos membros da administração por eles indicados.

3.2.2.2 As ofensas reflexas à Lei 6.404/76 (artigos 121, 122, I, e 129, § 1º)

Os dispositivos legais alvo de análise dizem respeito à assembleia geral, seus poderes e os quóruns necessários para aprovação de determinadas matérias, sendo a sua ofensa reflexa, pois, apenas a partir da mitigação do direito de voto, é que há infração aos artigos tratados nesse tópico.

O artigo 121 da Lei das SA eleva à assembleia geral a órgão máximo da sociedade anônima, consagrando sua soberania dentro da organização societária, pois a concede o poder de decidir sobre todos os negócios relativos à companhia¹³⁰.

A partir de uma leitura conjunta do artigo supra citado com o artigo 122, I, da Lei das SA, depreende-se que cabe ao órgão deliberar quanto à alteração do estatuto social, sendo esta uma de suas competências privativas.

A utilização das cláusulas pétreas, ao configurar uma indevida mitigação do direito de voto, diminui a importância do órgão supremo. Nesses casos, a assembleia geral não funciona como centro em que se forma a vontade social em relação a alteração ou supressão das *poison pills*, pois a definição quanto ao tema já estará presente no estatuto social e com caráter de perpetuidade¹³¹.

Embora de forma relativamente superficial, o colegiado da CVM manifestou posicionamento no mesmo sentido, concluindo que, ao impor um ônus significativo ao acionista que aprovarem a supressão da pílula de veneno, as cláusulas pétreas podem limitar a soberania da assembleia geral (contrariamente ao que dispõe art. 121) e, se o objetivo das disposições acessórias for tornar as cláusulas de proteção à dispersão acionária praticamente imutáveis, elas irão de encontro ao disposto no art. 122, I, que outorga poderes à assembleia geral para alterar o estatuto sempre que o interesse social assim o exigir¹³².

¹³⁰ CARVALHOSA, Modesto. **Comentário à Lei de sociedades anônimas**. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2003. v. 2. p. 604.

¹³¹ NASCIMENTO, 2011, P. 159.

¹³² BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. **Decisão colegiado CVM**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/infos/edital0304ata1404200911.asp>>. Acesso em: 06 mar. 2014.

Subtrai-se, dessa maneira, parcela de poder da assembleia geral, porquanto é retirado dos acionistas a faculdade de alterar o estatuto social dentro dos quóruns legalmente previstos.

Segundo o artigo 129, § 1º, da Lei das SA, as deliberações, salvo exceção legal, serão tomadas por maioria absoluta, sendo vedada a previsão estatutária de quóruns superiores nas companhias abertas. Tal previsão reproduz o que já era disposto no artigo 94 do Decreto-Lei 2.627 de 1940. Sendo assim, buscou-se manter a primazia dada ao princípio majoritário¹³³.

O referido princípio, portanto, submete os acionistas a regras de obediência e vinculação à vontade social manifestada através dos votos dos majoritários regularmente declarados em assembleia geral. As resoluções ou deliberações sociais se manifestam por maioria dos votos e não por unanimidade¹³⁴, entendendo-se o interesse da companhia não como o somatório dos interesses privados de cada acionista, mas como interesse comum dos sócios norteados no sentido da realização do objeto social¹³⁵.

A adoção das cláusulas pétreas atenta contra o princípio eleito pelo legislador e, conseqüentemente, contra o artigo 129, § 1º, da Lei das SA, pois, em termos práticos, embora não estipulem diretamente a majoração do quórum para modificação estatutária, a punição aos acionistas que deliberarem pela alteração ou supressão da *poison pill* apenas não ocorreria em caso de deliberação tomada por unanimidade, hipótese em que não haveria destinatário para oferta pública¹³⁶. Tal entendimento foi, inclusive, corroborado pelo órgão colegiado da CVM ao atentar que, indiretamente, as disposições acessórias podem aumentar o quórum previsto em lei para deliberação social¹³⁷.

Demonstra-se, assim, que as cláusulas pétreas estão em total desacordo com ordenamento jurídico pátrio, não devendo perseverar a sua utilização pelas sociedades anônimas brasileiras.

Com efeito, a CVM fez boa opção ao decidir por não impor penalidades aos acionistas que votarem pela supressão ou alteração das pílulas de veneno, ainda que não realizem a

¹³³ Válido referir breve comentário quanto ao princípio majoritário tecida por Nelson Eizirik: “O princípio majoritário permite o desenvolvimento normal dos negócios e impede o minoritário discordante de obstruir o processo decisório. As normas legais e estatutárias que estabelecem outras modalidades de expressão da vontade social ou que dificultam o processo decisório – direito de veto, maioria qualificada e especialmente a unanimidade – constituem exceções ao princípio majoritário, devendo, pois, se objeto de interpretação restritiva”. (EIZIRIK, Nelson. **Lei das S/A comentada**. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 2. p.111).

¹³⁴ CARVALHOSA, 2003b, p. 738.

¹³⁵ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Conflito de interesses e vedação de voto na Assembléia das Sociedades Anônimas**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, ano XXXII, n. 92, p. 107. p. 107.

¹³⁶ NASCIMENTO, 2011, p. 159-160.

¹³⁷ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. **Decisão colegiado CVM**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/infos/edital0304ata1404200911.asp>>. Acesso em: 06 mar. 2014.

oferta pública prevista na disposição acessória¹³⁸. Entretanto, vale atentar que a decisão não impossibilita qualquer acionista de levar ao Poder Judiciário seu inconformismo em relação à transação que tenha sido precedida da supressão ou reforma da *poison pill*, o que cria um ambiente de insegurança e incerteza incompatível com a realização do investimento necessário para aquisição do controle de uma empresa¹³⁹.

4 CONCLUSÃO

O Brasil está passando por um momento de transição. Sendo assim, a mudança de perspectiva de uma extrema concentração da propriedade acionária para a dispersão de capital não pode ser ignorada, pois já surte efeitos práticos. Todavia, em um curto espaço de tempo, não serão vistas em nosso país companhias com dispersão acionária na mesma proporção das norte-americanas e inglesas.

No entanto, isso não impediu que o presente estudo abordasse temas decorrentes da dispersão do capital, sendo propostas sugestões para o aperfeiçoamento de alguns institutos. Dessa maneira, sendo as *poison pills* brasileira o alvo de análise pormenorizada, sugeriu-se a correção de suas pequenas impropriedades e que as cláusulas pétreas fossem abolidas dos estatutos sociais em razão de sua ilegalidade latente.

Ademais, visando a evolução das técnicas de defesa contra as tomadas hostis, devem as companhias brasileiras adotar mecanismos *ex post*. Deste modo, a assembleia geral deverá ser o órgão incumbido de lançar mão de expediente defensivo se julgar conveniente. Evita-se, portanto, a atuação da administração, porquanto seus membros podem ser permeados por interesses conflitantes.

Em razão do exposto, ao longo do presente trabalho, buscou-se expor situações problemáticas e, quando possível, sugerir soluções julgadas adequadas.

REFERÊNCIAS

ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. **Agency problems and legal strategies**. In: KRAAKMAN, Reinier et al. **The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach**. 2. ed. Nova York: Oxford, 2009.

¹³⁸ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. **Edital de audiência pública N° 03/2009**. Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/port/audi/ED0309.pdf> >. Acesso em: 06 mar. 2014.

¹³⁹ MUNHOZ, 2010, p. 322-323.

BEBCHUK, Lucian A.; ROE, Mark J. **A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance**. Stanford Law Review. v. 52, 1999.

BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardner C. **The Modern Corporation and Private Property**. New Brunswick e Londres: Transaction Publishers, 1997.

BOVESPA BRASIL. **Regulamento de listagem no novo mercado**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/RegulamentoNMercado.pdf>>. Acesso em: 2 out. 2013.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. **Decisão colegiado CVM**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/infos/edital0304ata1404200911.asp>>. Acesso em: 06 mar. 2014.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. **Edital de audiência pública N° 03/2009**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/audi/ED0309.pdf>>. Acesso em: 06 mar. 2014.

BRASIL. **Decreto-Lei n° 575, de 10 de janeiro de 1849**.

BRASIL. **Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações.

BRASILAGRO. **Estatuto social da BRASILAGRO**.

BULGARELLI, Waldirio. **Regime jurídico da proteção às minorias nas S/A**. Rio de Janeiro: Renovar, 1998.

BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. (Monografia). Disponível em <http://www.levysalomao.com.br/files/temp_ls/Monografia_vencedora_7_Concurso.pdf>.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. **Alienação e aquisição de controle**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, n. 34, out./dez., 2006.

CANTIDIANO, 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.

CARVALHO DE MENDONÇA, J. X.. **Tratado de direito comercial brasileiro**. Campinas: Bookseller, 2001. v. 2. t. II.

CARVALHOSA, Modesto. **As Poison Pills estatutárias na prática**: alguns aspectos de sua legalidade. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). **Direito societário**: desafios atuais. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentário à Lei de sociedades anônimas**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2003. v. 4. t. II.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentário à Lei de sociedades anônimas**. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2003. v. 2.

CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de. **Controle gerencial**. São Paulo: Quatier Latin, 2010.

CIA HERING. **Estatuto Social da CIA HERING.**

CLARK, Robert C. **Corporate law.** Boston: Aspen Law and Business, 1996.

COMPARATO, Fábio Konder. **Aspectos jurídicos da macro-empresa.** São Paulo: Revista dos Tribunais, 1970.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima.** 5. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008.

CUNHA, Rodrigo Ferraz Pimenta da. **O exercício de voto na sociedade anônima.** In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). **Direito societário: desafios atuais.** São Paulo: Quartier Latin, 2009.

EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. **The economic structure of corporate law.** Cambridge: Harvard University Press, 1996.

EIZIRIK, Nelson et al. **Mercado de capitais: regime jurídico.** Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

EIZIRIK, Nelson. **Lei das S/A comentada.** São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 1.

EIZIRIK, Nelson. **Lei das S/A comentada.** São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 2.

EIZIRIK, Nelson. **Lei das S/A comentada.** São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 3.

EIZIRIK, Nelson. **O mito do controle gerencial.** Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, n. 66, abr./jun. 1987.

EMBRAER. **Estatuto social da EMBRAER.**

FAZZIO JÚNIOR, Waldo. **Lei de falência e recuperação de empresa.** 5. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

FERRAZ JÚNIOR, Tercio Sampaio. **Introdução ao estudo do direito: técnica, decisão e dominação.** São Paulo: Atlas, 2010.

FRANCO, Vera Helena de Mello. **Considerações sobre as ofertas públicas para aquisição de ações (OPAs): estado atual da questão.** Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, v. 144, out./dez., 2008.

GARRIGUES, Joaquín. **Problemas atuais da sociedade anônima.** Tradução de Norberto da Costa Caruso MacDonal. Porto Alegre: Sérgio Antônio Fabris Editor, 1982.

GILSON, Ronald J. **Controlling family shareholders in developing countries: anchoring relational exchange.** Columbia Law and Economics Working Paper, n. 311, jan. 2007.

GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. **Manual das companhias ou sociedades anônimas.** 3. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2013.

GORGA, Érica. **As *poison pills* americanas e as supostas *poison pills* brasileiras.**

Disponível em: <[http://www.migalhas.com.br/dePeso/16,MI67358,61044-](http://www.migalhas.com.br/dePeso/16,MI67358,61044-As+poison+pills+americanas+e+as+supostas+poison+pills+brasileiras)

[As+poison+pills+americanas+e+as+supostas+poison+pills+brasileiras](http://www.migalhas.com.br/dePeso/16,MI67358,61044-As+poison+pills+americanas+e+as+supostas+poison+pills+brasileiras)>. Acesso em: 18 fev. 2014.

GORGA, Erica. **Changing the paradigm of stock ownership: from concentrated towards dispersed? evidence from Brazil and consequences for emerging countries.** Disponível em:

<<http://www.ssrn.com/en/>>. Acesso em: 17 fev. 2014.

GRUPO VOTORANTIM. **Organograma do Grupo Votorantim.** Disponível em:

<[http://www.votorantim.com.br/pt-](http://www.votorantim.com.br/pt-br/grupoVotorantim/governanca/Paginas/organograma.aspx)

[br/grupoVotorantim/governanca/Paginas/organograma.aspx](http://www.votorantim.com.br/pt-br/grupoVotorantim/governanca/Paginas/organograma.aspx)>. Acesso em: 1 out. 2013.

HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. **The end of history for corporate law.** Georgetown Law Journal, Washington. n. 89, jan. 2001.

Implementing the takeover directive in the EU. Disponível em:

<<http://m.freshfields.com/uploadedFiles/SiteWide/Knowledge/Implementing%20the%20Takeover%20Directive%20in%20the%20EU%20%20What%20does%20it%20mean%20in%20the%20ember%20states.pdf>>. Acesso em: 15 set. 2013.

JENSEN, Michael C. **Takeovers: their causes and consequences.** Journal of Economic Perspectives, v. 2, n. 1, 1988.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ DE SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. **Corporate ownership around the world.** Harvard Institute of Economic Research Paper, n. 1840, p. 491-496, 1998.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A Lei das S.A.:** pressupostos, elaboração e aplicação. Rio de Janeiro: Renovar, 1992.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Conflito de interesses e vedação de voto na Assembléia das Sociedades Anônimas.** Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, ano XXXII, n. 92, p. 107.

LIPTON, Martin; ROWE, Paul K. **Pills, polls and professor: a replay to professor Gilson.** New York University Center for Law and Business Research Paper, n. 1-6, p. 13-14, 2001.

Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=268520>. Acesso em: 20 fev. 2014.

LOJAS RENNER S.A. **Estatuto social das LOJAS RENNER S.A.**

MAGLIANO FILHO, Raymundo. **Mercado de capitais: desenvolvimento sustentável.** In: ROCCA, Carlos Antonio. **Revolução no mercado de capitais do Brasil.** 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

MANNE, Henry G. **Mergers and the market for corporate control.** The Journal of Political Economy. v. 73, n. 2, abr. 1965.

MENDONÇA, Jorge Ribeiro. **A tomada de sociedade através de oferta pública de aquisição**. Revista da Faculdade de Direito de Lisboa, ano XLV, n. 1-2, 2004.

MORAES, Luiza Rangel de. **A pulverização do controle nas companhias abertas**. Revista do Direito Bancário e do Mercado de Capitais, n. 32, abr./jun. 2006.

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

MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Desafios do direito societário brasileiro na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado**. In: CASTRO, Rodrigo Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos de. (Coord.). **Direito societário: desafios atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Empresa contemporânea e direito societário**. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2002.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Transferência de controle nas companhias sem controlador majoritário**. In: AZEVEDO, Luiz André de Moura; CASTRO, Rodrigo Monteiro de (Coord.). **Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; LOBÃO MELO, Vitor de Britto. **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 SILVA, Alexandre. **Direito societário: estudos sobre a lei de sociedades por ações**. São Paulo: Saraiva, 2013.

NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. **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.

PARGENDLER, Mariana. **Evolução do direito societário: lições do Brasil**. São Paulo: Saraiva, 2013.

PINTO FURTADO, Jorge Henrique da Cruz. **Deliberações de sociedades comerciais**. Coimbra: Almedina, 2005.

PINTO, Marcos Barbosa; YAZBEK Otavio. **Memorando para o Colegiado da CVM**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/infos/6491-0.asp>>. Acesso em: 21 fev. 2014.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti (atualizado por Alfredo de Assis Gonçalves Neto). **Tratado de direito privado**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012. t. L.

PORTUGAL. **Decreto-Lei nº 489, de novembro de 1999**. Código dos Valores Mobiliários de Portugal.

PRADO, Roberta Nioac. **Desconcentração do poder de controle e *Poison Pills***: evolução no mercado de capitais brasileiros. In: AZEVEDO, Luiz André de Moura; CASTRO, Rodrigo Monteiro de (Coord.). **Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

PRADO, Roberta Nioac. **Oferta pública de ações obrigatória na S.A.**: Tag Along. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

RATHENAU, Walther. **Do sistema acionário**: uma análise negocial. Tradução e introdução de Nilson Lautenschleger Jr. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, Nova Série, ano 41, n. 128, out./dez. 2002.

REYES, Francisco. **Direito societário americano**: estudo comparativo. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

RIPERT, Georges. **Aspectos jurídicos do capitalismo moderno**. Tradução de Gilda G. de Azevedo. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1947.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Novo Direito Societário**. 4. ed. São Paulo: Malheiros, 2011.

SALOMÃO NETO, Eduardo. **Brazilian poison pills**: rare but legitimate. International Financial Law Review, n. 2, fev. 1992.

SCALZILLI, João Pedro. **Anotações sobre as origens das sociedades comerciais**. Revista do Ministério Público do Rio Grande do Sul, n. 62, nov./abr. 2008/2009.

SCALZILLI, João Pedro. **Contribuições preliminares para a análise de conduta de administradores e de controladores da S.A. em contexto de oferta hostil**. 2009. Dissertação (Mestrado em Direito). Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2009.

SHIGUEMATSU, Plínio José Lopes. **Mecanismos de proteção e estratégias de defesa em tomadas hostis do controle**. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). **Direito societário**: desafios atuais. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

SPINELLI, Luis Felipe. **Conflito de interesses na administração da sociedade anônima**. São Paulo: Malheiros, 2012.

SUL AMÉRICA S. A. **Estatuto da SUL AMÉRICA S. A.**

TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre T. **Das sociedades anônimas no direito brasileiro**. São Paulo: Bushatsky, 1979.

TOLEDO, P. F. C. S. ***Poison Pill***: Modismo ou Solução? In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). **Direito societário**: desafios atuais. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

UNIÃO EUROPEIA. **Diretiva 2004/25/CE**. Disponível em: <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=oj:l:2004:142:0012:0023:pt:pdf>>. Acesso em: 18 fev. 2014.

USTÁRROZ, Daniel. **Responsabilidade contratual**. 2 ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007.

VELASCO, Julian. **Just do it**: an antidote to the Poison Pill. *Emory Law Journal*, n. 52, jul. 2003.

ZANINI, Carlos Klein. **A Poison Pill brasileira**: desvirtuamento, antijuridicidade e ineficiência. In: ADAMEK, Marcelo Viera Von (Coord.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2011.