

UNIVERSIDADE FEDERAL DE JUIZ DE FORA
FACULDADE DE DIREITO

Robson Spinelli Junior

***POISON PILLS: A ANÁLISE DO INSTITUTO E SUA ADEQUAÇÃO FRENTE AO
ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO***

Juiz de Fora

2016

ROBSON SPINELLI JUNIOR

***POISON PILLS: A ANÁLISE DO INSTITUTO E SUA ADEQUAÇÃO FRENTE AO
ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO***

Monografia apresentada pelo acadêmico Robson Spinelli Junior, matriculado sob o nº 201004102, à Faculdade de Direito da Universidade Federal de Juiz de Fora, como requisito para conclusão do Bacharelado em Direito.

Orientador: Professor Sérgio Marcos Carvalho de Ávila Negri

Juiz de Fora

2016

***POISON PILLS: A ANÁLISE DO INSTITUTO E SUA ADEQUAÇÃO FRENTE AO
ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO***

Robson Spinelli Junior

**Monografia apresentada ao programa de Conclusão de Curso de Graduação em Direito
da Universidade Federal de Juiz de Fora**

Monografia aprovada em de de

Prof. Dr. Sérgio Marcos Carvalho de Ávila Negri

Prof. Alexandre Ribeiro da Silva

Prof^a Luciana Tasse Ferreira

“Creio – com reservas, mas empenhadamente – na justiça dos homens. Sei que ela tarda, às vezes falha e tem uma queda pelos mais ricos. Mas eu conheço uma legião de pessoas decentes, juízes, promotores, defensores, advogados que se dedicam ao seu ofício com tal integridade, que não posso deixar de acreditar no que eles fazem. Gente que cumpre bem o seu papel, grande ou pequeno. Considero que este é outro segredo da vida: fazer bem feita a parte que lhe toca. Tudo o que merece ser feito merece ser bem feito. Mas creio, sobretudo, na Justiça do universo, no curso da história, no processo civilizatório, em um futuro de fraternidade e delicadeza. Creio na redistribuição paulatina do poder e da riqueza e creio na progressiva inclusão social dos excluídos. Sobre a justiça, gostaria de dizer-lhes ainda duas coisas¹”.

¹ BARROSO, Luiz Roberto. **O Mundo aos Seus Pés**, 2009, p. 01.

Aos meus pais pelo apoio e amor. Ao meu orientador e professores por todos os ensinamentos. À minha namorada pelo companheirismo e carinho.

RESUMO

A atual realidade do mercado brasileiro tem recebido um impacto muito forte frente às mudanças advindas da própria dinâmica do mercado internacional. As grandes sociedades internacionais têm pulverizado suas ações com o escopo de arrecadar maior quantitativo de capital e, portanto, aumentar seu poder de mercado. Este novo ambiente de dispersão acionária, em que pese venha a facilitar a arrecadação de investimentos para as companhias abertas, podem trazer uma vulnerabilidade: a possibilidade de ocorrer a perda do controle societário em virtude de uma aquisição hostil – *hostile takeover*. O presente trabalho se dedica a por em análise as chamadas *poison pills*: cláusulas comumente inseridas nos Estatutos das Sociedades Anônimas de capital aberto com o escopo de dificultar eventual possibilidade de aquisição hostil. O objetivo do trabalho é analisar a adequação das referidas cláusulas perante o ordenamento jurídico brasileiro, uma vez que o instituto é importado do direito norte-americano. A metodologia adotada dividiu-se em três etapas. A primeira foi o estudo da principal cláusula utilizada nos estatutos averbados no Brasil para o impedimento da tomada de controle. A segunda traz o estudo de tal cláusula à luz da Lei da Sociedade por Ações – LSA (Lei nº 6.404/76), observando sobretudo a intenção legislativa, a teleologia, que se objetiva pela análise histórica da legislação societária no Brasil, bem como os princípios constitucionais e societários que regem o presente tema. E a última busca uma reflexão conclusiva sobre a inserção do instituto estrangeiro no ordenamento pátrio, apontando conflitos e, por fim, estabelecendo os limites os quais devem respeitar as cláusulas protetivas.

ABSTRACT

The current reality of the Brazilian market has been taken a very strong front impact to the changes arising from the dynamics of the international market. Large international companies have sprayed their shares with the aim of raising greater quantity of capital and thus increase their market power. This new shareholding dispersal environment, despite will facilitate the collection of investments in public companies, may bring vulnerability: the possibility to occur the loss of corporate control due to a hostile takeover. This work is dedicated to analysis by the call poison pills: commonly inserted clauses in the bylaws of companies with the aim of hindering eventual possibility of hostile takeover. The objective is to analyze the compatibility of those provisions to the Brazilian legal system, since the institute is imported from US law. The methodology was divided into three stages. The first was the study of the main clause used in bylaws of Brazilian companies for the avoidance of taking control. The second brings the study of such a clause in light of the Law of Corporations - LSA (Law No. 6.404 / 76), particularly noting the legislative intent, teleology, which is objectified by the historical analysis of corporate law in Brazil, as well as constitutional and statutory principles governing this subject. And the last search a conclusive reflection on the insertion of foreign institute in parental planning, pointing conflicts and, finally, establishing the limits which must comply with the protective clauses.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	10
CAPÍTULO 1 – ASPECTOS HISTÓRICOS.....	12
CAPÍTULO 2 – ASPECTOS CONSTITUCIONAIS.....	15
2.1 O princípio da função social da empresa.....	15
CAPÍTULO 3 – A LEGISLAÇÃO SOCIETÁRIA BRASILEIRA.....	18
CAPÍTULO 4 – O INTERESSE DA SOCIEDADE ANÔNIMA ABERTA.....	22
4.1 Conceituações Prévias.....	22
4.2 Teorias do Interesse social da Sociedade Anônima.....	23
CAPÍTULO 5 – O INSTITUTO DA OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO (TAKEOVER BID).....	27
CAPÍTULO 6 – A PRINCIPAL POISON PILL UTILIZADA NO BRASIL.....	29
CAPÍTULO 7 – O PROBLEMA DE SE “PROVAR DO PRÓPRIO VENENO”.....	30
CAPÍTULO 8 – CONCLUSÃO.....	32
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	36

INTRODUÇÃO

O mercado de capitais brasileiro por muito tempo tem sido marcado pela postura tradicional de organização societária. Ainda hoje, preponderam-se as companhias com controle acionário concentrado, nas quais um acionista (ou grupo de acionistas) detém a maioria do capital mobiliário com direito a voto. Percebe-se, de modo claro, que grande parte das sociedades anônimas aqui constituídas se traduzem em empresas familiares e estatais, onde a figura do acionista minoritário se possibilita apenas como investidor sem interesse na gestão.

Todavia, a rigidez do modelo de controle societário brasileiro vem se curvado perante à realidade do mercado internacional. Nos dizeres de Anthonio Kandir:

O ambiente de competição globalizada tem imposto às companhias condições de sobrevivência mais acirradas. Tornou-se muito comum a realização de fusões, associações e parcerias. São formas de permitir a criação de empresas com poder para atuar no novo cenário mundial. O objetivo é elevar a escala de produção, aumentar a produtividade, reduzir custos e, como consequência, assegurar fatias maiores de mercado².

Nos Estados Unidos da América, por exemplo, quando se observa a estrutura das companhias abertas, percebe-se em grande destaque o controle exercido por sócios minoritários, ou mesmo pelos administradores da companhia, em virtude deste processo de pulverização das ações das sociedades anônimas norte-americanas.

De modo que em ambientes de mercado de capitais bem desenvolvidos, as companhias abertas são eminentemente públicas, com ações com poder de voto distribuídas de modo pulverizado, sem um controlador identificado.

Com a dispersão do capital e a presença de companhias sendo controladas por acionistas minoritários ou mesmo por seus administradores, passa a existir uma disputa pelo poder de controle no mercado, o que abre espaço para o desenvolvimento das operações societárias de aquisição do controle e de seu referido valor econômico, amplamente conhecidas como aquisições hostis ou *hostile takeovers*.

Como forma de prevenção às aquisições hostis, expoentes do direito societário norte-americano elaboraram estratégias que ficaram conhecidas como *shark repellents*, que visam dificultar esta tomada de controle não desejada pelos acionistas.

² WALD, Arnoldo. **Doutrinas Essenciais: Direito Empresarial**. Vol. III. Revista dos Tribunais p. 42, 2011.

Uma das formas de proteção frente a eventuais aquisições hostis (*hostile takeovers*), existentes e muito utilizadas no direito norte-americano são as conhecidas *poison pills*: cláusulas contratuais que dificultam esta tomada de controle forçado, de modo que a aquisição se torne menos atrativa a interessados – ou proporcione uma recompensa substancial aos acionistas, caso ainda ocorra.

As companhias abertas nacionais têm importado este instrumento de proteção do direito estrangeiro, de modo a inserirem cláusulas em seus estatutos, com técnicas semelhantes às utilizadas lá fora. Existem, entretanto, diversos modos de se implementar uma *poison pill*.

A inserção de previsões que obrigam ao adquirente a realizar uma Oferta Pública de Aquisição (OPA), no mercado, com valor superior ao cotado na bolsa para a ação da companhia em questão, é uma das pílulas de veneno comumente utilizadas no direito internacional, sendo a de principal utilização no direito pátrio.

Ressalva-se, contudo, que termo *poison pill*, quando relacionado ao tipo de cláusula supramencionada, encontra suas críticas, por quem alega não guardar estrita relação técnica com o instituto norte-americano. Todavia, a doutrina e jurisprudência pátria tem utilizado esta nomenclatura quando faz referência aos dispositivos que conferem esta forma de proteção às companhias, ao serem inseridos em seus estatutos.

Fato é que as *poison pills* são as disposições que encontram maior eficiência na defesa da tomada do controle, sendo amplamente aplicada, tanto no direito norte-americano, sua matriz, quanto no direito brasileiro.

No entanto, a simples importação do direito estrangeiro carece de uma análise quanto à sua adequação frente ao ordenamento jurídico pátrio. É o que se dispõe o presente estudo. Cabe explicitar que todo este trabalho se dedica ao estudo das sociedades anônimas de capital aberto – aquelas que dispõem seus valores mobiliários à venda no mercado de capitais, como a bolsa de valores.

O trabalho da Northwest Journal of International Law & Business é preciso quanto à discussão em que se põe em tela, senão vejamos:

To be sure, transplanting is more complicated than mere copying. Thus, it is important to analyze in advance whether the poison pill would be harmonious with an importing jurisdiction's socio-political, economic, and judicial systems, which are often markedly different from those of the United States³.

³ KANG, Sang Yop. Transplanting a Poison Pill to Controlling Shareholder Regimes – Why It Is So Difficult. Volume 33, Northwestern Journal of International Law & Business. 2013, pág. 624. <http://scholarlycommons.law.northwestern.edu/njilb/vol33/iss3/3>

CAPÍTULO 1 – ASPECTOS HISTÓRICOS

Para que se atinja o aprofundamento necessário do estudo da cláusula de veneno à luz da Constituição e da Lei das Sociedades por Ações, primeiramente é necessário compreender o surgimento do referido instituto, que teve origem no direito norte-americano, e suas finalidades.

A década de 80 foi marcada pelo grande número de aquisições hostis nos Estados Unidos da América. O medo das companhias de serem alvos de tais tomadas de controle enraizaram diversos debates a respeito da pulverização acionária, bem como das próprias aquisições hostis e sua dinamicidade - se de fato era boa à economia. Alguns autores da época, como, por exemplo, VARIAN (1988)⁴, em seu simpósio sobre *takeovers* defendem que as tomadas de controle servem como incentivo aos administradores das Sociedades Anônimas alinhem seus objetivos com os dos acionistas.

Outra obra acadêmica que se debruçou sobre o tema é o trabalho de MALATESTA & WALKING (1988)⁵, que observou, na prática, os efeitos das “poison pills” na lucratividade da companhia, estrutura de controle e riqueza do acionista.

Segundo estes autores, “as disposições anti-aquisição aumentam os custos de substituição de administradores ineficientes, reduzindo por consequência a riqueza dos acionistas”⁶. Por outro lado, estas mesmas disposições permitem aos acionistas “obterem um prêmio maior na iminência de uma OPA, de controle e firmarem de modo mais eficiente um contrato com seus administradores”⁷.

De modo que a questão se perdura: a aquisição hostil traz problemas econômicos, sociais e jurídicos à discussão, de modo que não há um entendimento unânime sobre o seu valor – benéfico ou prejudicial às companhias e à sociedade de modo geral.

No Brasil, as companhias sempre foram, e ainda são, muito diferente das dos Estados Unidos, no que diz respeito ao poder de controle. De um lado é significativa a presença de subsidiárias de empresas sediadas nos países centrais do sistema capitalista. O seu capital social representa, basicamente, o investimento da multinacional no país, e, assim, encontram-se sob o controle totalitário da matriz. Por outro lado, as companhias constituídas por iniciativa de capitalistas brasileiros costumam reproduzir a cultura empresarial centralizadora

⁴ VARIAN, H. R. **Symposium on takeovers**. Journal of Economic Perspectives, American Economic Association, n. 1, v. 2, p. 3-5, 1988.

⁵ MALATESTA, P. H.; WALKING, R. A. **Poison pills securities: stockholder wealth, profitability, and ownership structure**. Journal of Financial Economics, Elsevier, n. 20, p. 347-376, 1988.

⁶ JUNIOR, Jorge Vieira da Costa; MARTINS, Eliseu; FÁVERO, Luiz Paulo. **As “Poison Pills” Influenciam a Performance Operacional das Companhias Abertas no Brasil?** Ano 2007, Pág.03.

⁷ *Idem*.

e assumem, muitas vezes, a forma de empresas familiares, em que se sobrepõem laços de parentescos e relações societárias. Nos dizeres de Nelson Eizirik⁸, “entre nós, a abertura das sociedades anônimas é instrumento de capitalização, e não leva ao que se poderia chamar de democratização da propriedade empresarial”.

Todavia, vem ganhando espaço cenário empresarial nacional a presença das companhias de controle pulverizado, podendo ser citadas, a títulos de exemplo a Perdigão S/A, a Embraer, a Renner, dentre outras.

Além da tradição majoritária (quando não totalitária) do controle acionário no Brasil, colaborava com a manutenção deste *status* distinto a ausência de legislação que atribuísse maior importância ao sócio minoritário, seja como investidor desinteressado, seja como participante do gerenciamento da companhia.

Como será visto em um capítulo à parte, a partir da promulgação da Lei das Sociedades por Ações (6.404/76) o ordenamento jurídico adotou várias medidas que trouxeram maior tutela ao acionista minoritário, buscando, incentivar a participação e o investimento, o que por consequência traz maior captação de recursos à companhia. Dentre as medidas, cita-se, por exemplo, elevar a participação no conselho administrativo, restringir a emissão de ações sem direito a voto, proporcionalmente às votantes, dotar as companhias de maior transparência, atribuindo obrigações de prestar contas, a inserção do *tag along*, a ser discorrido adiante, empoderar o órgão administrativo fiscalizador, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) dentre outras.

Além das inovações legislativas, a Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (BM&FBOVESPA), em especial atenção aos anseios do mercado internacional, tendo em vista a internacionalização do mercado empresarial, industrial e de consumo, se “adiantou” a criar um regimento especial de tratamento às companhias, com regras que vão além das exigidas por lei. Tais regras buscam adequar as sociedades anônimas aos padrões de governança corporativa – um novo conceito relativo ao modo como as empresas são dirigidas e controladas.

Segundo o IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa), a *governança corporativa* representa o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas,

8 EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B; PARENTE, Flavia; HENRIQUE, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais – regime jurídico**. 2a ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 551.

envolvendo os acionistas/cotistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal⁹.

A finalidade, portanto, é de proporcionar ao investidor maior clareza à respeito das companhias que porventura possam ser objeto de seu investimento, através da criação de níveis diferenciados de listagem, a partir dos quais se estabelecem regras objetivas de governança corporativa. A participação das empresas nos diferentes níveis é facultativa, feita mediante contrato entre a companhia e a Bovespa, mas uma vez inseridas, devem se comprometer à observação das normas de cada listagem.

A BOVESPA criou três categorias, a saber: **Nível 1**, **Nível 2** e **Novo Mercado**.

O **Nível 1** preconiza pela observação de práticas que dotam a empresa de maior transparência, atribuindo maiores deveres de prestação de informações ao mercado, bem como a circulação mínima de ações no mercado estipulada em 25% do capital;

O **Nível 2**, além de conter todos os requisitos do primeiro nível, incluem, além de outras exigências, práticas que conferem maior empoderamento aos acionistas minoritários, bem como os proprietários de ações de voto preferencial;

O **Novo Mercado**, por sua vez, além da adoção das práticas dos níveis 1 e 2, traz exigências adicionais, com o escopo de trazer maior proteção ao investidor, dando maior credibilidade aos investimentos realizados em Bolsa, atribuindo práticas ainda mais transparentes. Cita-se a título de exemplo, a necessidade de divulgação de demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais, bem como a realização de reuniões públicas com analistas e investidores, ao menos uma vez por ano, dentre outras exigências quando da inclusão da companhia neste nível especial.

Além das três categorias citadas, cabe mencionar que hodiernamente existem mais dois grupos criados pela Bovespa, com regras ainda mais específicas, quais sejam, o Bovespa Mais e o Bovespa Mais Nível 2. Destaca-se uma exigência especial destes últimos níveis de listagem – a vedação à inserção de cláusula pétrea no estatuto da companhia. Esta exigência, em especial, guarda maior importância para com o tema do presente estudo, e terá maior explanação nos capítulos finais.

⁹ <http://www.infomoney.com.br/educacao/guias/noticia/317262/governanca-corporativa-entenda-conceito-importancia-dessa-questao>, acesso em 06/07/2016.

CAPÍTULO 2 – ASPECTOS CONSTITUCIONAIS

A Constituição Federal Brasileira de 1988 estabelece seus princípios, diretrizes e garantias, pelos quais o intérprete do Direito deve utilizar como prisma ao estudar, criar ou aplicar os preceitos normativos. Destarte, a lei não pode ser observada isoladamente, ou ainda que em seu microsistema, mas como um todo integrado, um macrossistema, que é o ordenamento jurídico, tendo como norte interpretativo a Constituição Federal. Este entendimento, trazido pela corrente constitucionalista, podendo também ser observado pela própria vontade do constituinte originário ao trazer mecanismos de aplicação direta do conteúdo constitucional, enfatiza, portanto, as máximas constitucionais, os valores fundamentais da ordem jurídica, dotando de maior dinamicidade o ordenamento jurídico. Nos dizeres do ilustríssimo constitucionalista Luiz Roberto Barroso:

A ideia de constitucionalização do Direito aqui explorada está associada a um efeito expansivo das normas constitucionais, cujo conteúdo material e axiológico se irradia, com força normativa, por todo o sistema jurídico. Os valores, os fins públicos e os comportamentos contemplados nos princípios e regras da Constituição passam a condicionar a validade e o sentido de todas as normas do direito infraconstitucional. Como intuitivo, a constitucionalização repercute sobre a atuação dos três Poderes, inclusive e notadamente nas suas relações com os particulares. Porém, mais original ainda: repercute, também, nas relações entre particulares¹⁰.

De modo que cada matéria que encontra tutela no Direito brasileiro deve se dobrar aos mandamentos de otimização Constitucionais. E com o Direito Societário não é diferente. No presente tópico, analisaremos as questões principiológicas atinentes ao Direito Societário, que servirão de base jurídica e até mesmo filosófica para a construção do entendimento objeto deste trabalho.

2.1 O princípio da função social da empresa

O princípio da função social da empresa é percebido a partir da leitura do bojo da Constituição Federal de 1988, sobretudo quando se debruça sobre os textos de três artigos, a saber:

i) Art. 5º Todos são iguais perante a lei, sem distinção de qualquer natureza, garantindo-se aos brasileiros e aos estrangeiros residentes no País a inviolabilidade do direito à vida, à liberdade, à igualdade, à segurança e à propriedade, nos termos seguintes:

XXIII - a propriedade atenderá a sua função social;

¹⁰ BARROSO, Luís Roberto. **Neoconstitucionalismo e constitucionalização do Direito. O triunfo tardio do Direito Constitucional no Brasil**. Jus Navigandi, Teresina, ano 10, n. 851, 01 de novembro de 2005.

ii) Art. 182 A política de desenvolvimento urbano, executada pelo Poder Público municipal, conforme diretrizes gerais fixadas em lei, tem por objetivo ordenar o pleno desenvolvimento das funções sociais da cidade e garantir o bem-estar de seus habitantes. (Regulamento) (Vide Lei nº 13.311, de 11 de julho de 2016)

§ 2º **A propriedade urbana cumpre sua função social** quando atende às exigências fundamentais de ordenação da cidade expressas no plano diretor.

iii) Art. 186 **A função social é cumprida quando a propriedade rural** atende, simultaneamente, segundo critérios e graus de exigência estabelecidos em lei, aos seguintes requisitos¹¹:

Esta correlação entre a propriedade e sua finalidade social também encontra previsão infraconstitucional, corroborando com este entendimento. O Código Civil estabelece, em seus art. 421 e 1.228, respectivamente:

Art. 421 A liberdade de contratar será exercida em razão e nos limites da função social do contrato.

Art. 1228 O direito de propriedade deve ser exercido em consonância com suas finalidades econômicas e sociais e de modo que sejam preservados, de conformidade com o estabelecido em lei especial, a flora, a fauna, as belezas naturais o equilíbrio ecológico e o patrimônio histórico e artístico, bem como evitada a poluição do ar e das águas¹².

O entendimento, portanto, embora não encontre transcrição expressa na Constituição Federal, é consolidado amplamente na doutrina e jurisprudência brasileira. Nos dizeres de Eduardo Tomasevicius Filho:

A função social da empresa constitui o poder-dever de o empresário e os administradores da empresa harmonizarem as atividades da empresa, segundo o interesse da sociedade, mediante a obediência de determinados deveres, positivos e negativos¹³.

Percebe-se, portanto, que por todo o complexo de relações que envolvem a atividade empresarial, v.g. de mercado, de trabalho, ambiental dentre muitas outras, não pode a lei observar a figura da empresa tão somente pelo prisma do direito privado puro e simples, consubstanciado na autonomia da vontade e na vinculação dos contratos, mas dotá-la de carga valorativa, sabendo-se que sua atuação no mundo fático circunda por todo o tempo uma diversidade de direitos, sejam individuais, coletivos ou sociais.

¹¹ BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil**. 7.ed. São Paulo: Saraiva, 2010.

¹² BRASIL. **Código Civil, Constituição Federal e Legislação**. 17.ed. São Paulo: Rideel, 2011.

¹³ TOMASCEVICIUS FILHO, Eduardo. A Função social da empresa. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, n. 92, p. 33-50, abr. 2003.

Deste modo, a postura do intérprete do direito não pode negligenciar os efeitos que a atividade empresária causa à sociedade – mas deve ponderá-los buscando sempre a observância da função social da empresa.

CAPÍTULO 3 – A LEGISLAÇÃO SOCIETÁRIA BRASILEIRA

A compreensão da tutela adotada pelo ordenamento jurídico às sociedades anônimas passa por um estudo histórico e teleológico. O Direito pátrio por muito tempo não se preocupou em atribuir uma tutela específica ao instituto das sociedades anônimas, sobretudo pelos fatores rígidos tradicionais das empresas nacionais, como já explicado – o controle majoritário, a figura do “dono” da empresa, a noção de investidor desinteressado.

Contudo, a necessidade de adaptação ao novo contexto de mercado resultou em maior dinamização das companhias. A partir da década de 1970, começaram a surgir algumas estruturas societárias com capital acionário disperso. Até então, as normas que disciplinavam sobre as companhias estavam contidas no Código Comercial (Lei nº 556, de 1850).

Em 1891, por meio do Decreto nº 434, ainda sob o nome de Estados Unidos do Brazil, foi criada a primeira legislação especial para a Sociedade Anônima. Em que pese a previsão especial traga maior atenção ao tipo societário, a lei deixou de tratar diversos temas, como a previsão de normas de avaliação de ativos, bem como de apuração e distribuição de resultados.

Em 26 de setembro de 1940 surge o Decreto-Lei nº 2.627, que atualiza a legislação então vigente. A nova regulamentação, em que pese tenha superado parte das omissões presentes na anterior, ainda demonstrou precariedade em temas específicos, como a transparência da companhia, a prestação de contas, a participação do acionista minoritário.

No ano de 1976 foi promulgada a Lei nº 6.404, a Lei das Sociedades por Ações (LSA), que trouxe, finalmente, uma disciplina mais abrangente sobre as companhias. A nova lei, portanto, veio para retificar as falhas e omissões da anterior, já defasada, tendo em vista a nova realidade societária presente no Brasil.

A partir deste ponto, destacam-se, com clareza, algumas das finalidades pretendidas pelo legislador quando da criação da lei, bem como das alterações posteriores, de modo que a tutela preconizada pela Lei tem seu delinear claro, como veremos a diante.

Cabe, portanto, citar parte da exposição de motivos da Lei das Sociedades por Ações, a saber:

EXPOSIÇÃO DE MOTIVOS Nº 196, DE 24 DE JUNHO DE 1976, DO
MINISTÉRIO DA FAZENDA

Excelentíssimo Senhor Presidente da República.

Tenho a honra de encaminhar, em anexo, o Projeto de Lei das Sociedades por Ações, elaborado com base nas diretrizes fixadas na Exposição de Motivos CDE nº 14 de 25 de junho de 1974, aprovada por Vossa Excelência.

2. O trabalho, antes de alcançar a forma atual, foi submetido a amplo exame pelas instituições de classe, estudiosos da matéria e público em geral, tendo sido objeto de debate pelos interessados, por um período de mais de um ano. Daí resultou a revisão e o aperfeiçoamento do texto original, no qual foram introduzidas algumas modificações, visando ao atendimento de observações procedentes.

3. Muito embora a matéria tenha logrado razoável grau de esclarecimento público no curso dos debates, julgo oportuno fazer referência especial a alguns tópicos que me parecem relevantes, e que, juntamente com as diretrizes fixadas na E.M. CDE n.º 14, concorrem para o melhor atendimento dos objetivos da lei ora proposta.

4. O Projeto visa basicamente a criar a estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de capitais de risco no País, imprescindível à sobrevivência da empresa privada na fase atual da economia brasileira. A mobilização da poupança popular e o seu encaminhamento voluntário para o setor empresarial exigem, contudo, o estabelecimento de uma sistemática que assegure ao acionista minoritário o respeito a regras definidas e equitativas, as quais, sem imobilizar o empresário em suas iniciativas, ofereçam atrativos suficientes de segurança e rentabilidade.

5. Com o objetivo anteriormente definido – que, afinal, constitui a base institucional das Sociedades Anônimas – o Projeto busca elaborar um sistema baseado nos seguintes princípios:

a) ampla liberdade para o empresário escolher os valores mobiliários que melhor se adaptem ao tipo de empreendimento e às condições do mercado, num grande espectro de alternativas que vai da disciplina das novas ações, com ou sem valor nominal, à criação de várias espécies de debêntures, bônus de subscrição e partes beneficiárias (estas conservadas, porém com limitações);

b) a esta liberdade devem corresponder regras estritas de responsabilidade dos administradores, de direito e de fato (o acionista controlador);

c) a modernização da estrutura jurídica da grande empresa não pode ser imposta inopinadamente, mas exige um período mais ou menos longo para ser absorvida por empresários, pelo mercado e pelos investidores; daí o Projeto ser adotado, sempre que possível, a forma de opções abertas à empresa, que as adotará se e quando julgar conveniente (títulos novos, formas de administração, grupamentos de empresas e outros), não obstante as normas de proteção ao minoritário se revestirem de caráter cogente (comportamento e responsabilidade dos administradores, informações ao público, direitos intangíveis dos acionistas e outras);

d) para facilitar a compreensão da nova lei, foi mantida, em sua estrutura básica, a ordem das matérias observada pelo vigente Decreto-Lei nº 2.627, de 1940, e, sempre que possível, a redação por este adotada;

e) a pequena e média empresas, que revestem a forma de sociedades anônimas fechadas, podem, em sua estrutura fundamental, continuar a funcionar como existem, sob o império da lei vigente; mas ainda, buscou-se dar-lhes maior flexibilidade (adoção de espécies de ações ordinárias, facilidades nas publicações a serem feitas em resumo, etc.) e, correlatamente, instrumentá-las para servirem de suporte adequado para a formação de empreendimentos comuns (joint ventures);

f) atento ao fato básico de que as instituições mercantis – sobretudo na escala que a economia moderna lhes impõe – revestem-se de crescente importância social, com maiores deveres para com a comunidade em que vivem e da qual vivem, o Projeto introduziu o fato novo do dever de lealdade dessas instituições, imposto como uma norma de comportamento a controladores e administradores, para com o país; nesse dever estão iguais empresas nacionais ou estrangeiras que aqui funcionem, de forma a construir o embasamento legal para um Código de Ética da grande empresa, nacional ou multinacional, o qual tende a construir-se em imperativo da ciência universal;

g) os institutos novos para a prática brasileira – grupamento de sociedades, oferta pública de aquisição de controle, cisão de companhias e outros – estão disciplinados de forma mais simplificada para facilitar sua adoção, e no pressuposto de que venham a ser corrigidos se a prática indicar essa conveniência; as leis mercantis, sobretudo numa realidade em transformação, como é a do mundo moderno e especialmente a do Brasil, não podem pretender a perenidade, têm necessariamente vida curta, e o legislador deverá estar atento a essa circunstância para não impedir o seu aperfeiçoamento, nem deixar em vigor as partes legislativas ressecadas pelo desuso¹⁴.

Em seu conteúdo, a LSA no art. 254 e parágrafos demonstra a preocupação do legislador com a importância do acionista minoritário, vejamos:

Art. 254 A alienação do controle da companhia aberta dependerá de prévia autorização da Comissão de Valores Imobiliários.

§ 1º A Comissão de Valores Mobiliários deve zelar para que seja assegurado tratamento igualitário aos acionistas minoritários, mediante simultânea oferta pública para aquisição de ações.

O artigo seguinte, 254-A e incisos, disciplina sobre a alienação do controle societário, o instituto da cláusula de saída conjunta, conhecida como *tag along*: tal cláusula, que, na ausência de previsão no estatuto se opera *ope legis*, atribui aos acionistas ordinários não participantes do controle o direito a receber, no mínimo, 80% do preço pago às ações do bloco controlador.

Em 5 de Maio de 1997, entretanto, houve uma reforma legislativa que derogou este mesmo dispositivo. Cabe mencionar o contexto histórico deste período, momento em que a gestão administrativa do país adotou uma política que ficou muito conhecida como *era das privatizações* – período marcado pela alienação de diversas empresas estatais.

Passado este momento, a LSA sofreu nova alteração, em virtude da promulgação da Lei 10.303/2001, reinsertindo o *tag along*. Neste momento, o contexto societário já era outro, “o quadro de acionistas das companhias não continha apenas pessoas físicas e pequenas empresas, sem vontade e força política, mas também investidores institucionais, fundos de pensão e fundos mútuos¹⁵”.

Vejamos:

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

A nova alteração legislativa, muito além da inclusão do *tag along*, dotou o direito societário de maiores cuidados. Da análise do novo regramento, percebe-se de forma cristalina o enfoque do legislador: dotar a sociedade anônima de maior transparência, resguardar os interesses do sócio minoritário e empoderar o órgão administrativo de controle – a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) .

A partir da análise das alterações legislativas que incidiram sobre a LSA, percebe-se a intenção legislativa de reforçar as Sociedades Anônimas quanto às suas finalidades, que se distinguem diametralmente das que então se presenciavam no Brasil. Como vimos, a regra de “dono de companhia”, ou de “companhia de família”, tem destaque na cultura societária nacional. Entretanto, a finalidade do instituto da SA, como será mais esmiuçado adiante, é justamente a da dissociação do “proprietário”, da sociedade, isto é, aquele que detém a propriedade dos valores mobiliários que a integram, e a sociedade como instituição.

¹⁵ WALD, Arnaldo. **Doutrinas Essenciais: Direito Empresarial**. Vol. III. Revista dos Tribunais p. 895, 2011.

CAPÍTULO 4 – O INTERESSE DA SOCIEDADE ANÔNIMA ABERTA

4.1 Conceituações Prévias

Antes de ingressarmos ao estudo das teorias que tratam o interesse social das companhias abertas, cabe destacar algumas características de tal tipo societário, pertinentes à esta explanação, de modo a trazer melhor elucidação ao tema.

A Sociedade Anônima Aberta é, por definição, uma **sociedade empresária de capitais**.

É **sociedade** e, portanto, se funda em um pressuposto fático denominado *affectio societatis*, que pode ser definido como o interesse e vontade de cooperação conjunta, a fim de se obter determinados benefícios.

É **empresária**, por se ter como escopo, sobretudo, a realização de atividade organizada para a produção ou a circulação de bens ou serviços. As definições de empresa, como atividade, e a de sociedade empresária, estão previstas nos arts. 966, caput, e 982, respectivamente, ambos do Código Civil Brasileiro de 2002, a saber:

Art. 966, Considera-se empresário quem exerce profissionalmente atividade econômica organizada para a produção ou a circulação de bens ou de serviços.

Art. 982. Salvo as exceções expressas, considera-se empresária a sociedade que tem por objeto o exercício de atividade própria de empresário sujeito a registro (art. 967); e, simples, as demais.

Não obstante, o parágrafo único deste último artigo estabeleceu a sociedade por ações como empresária, independentemente do objeto:

Parágrafo único. Independentemente de seu objeto, considera-se empresária a sociedade por ações; e, simples, a cooperativa.

A sociedade anônima é, portanto, espécie do gênero “sociedades empresárias”. Nos dizeres do ilustre doutrinador Fábio Ulhoa:

O objeto social explorado sem empresarialidade (isto é, sem profissionalmente organizar os fatores de produção) confere à sociedade o caráter de simples, enquanto a exploração empresarial do objeto social caracterizará a sociedade como empresária¹⁶.

Este conceito está exposto no art. 2º *caput* e § 1º da Lei das Sociedades por Ações, que determina *ex lege* que as sociedades anônimas serão **sempre** empresárias, senão vejamos:

Objeto Social

Art. 2º Pode ser objeto da companhia qualquer empresa de fim lucrativo, não contrário à lei, à ordem pública e aos bons costumes.

¹⁶ ULHOA, Fábio. **Manual de Direito Comercial. Direito de Empresa**. 20ª Edição. Ed. Saraiva. P. 111. Ano 2008.

§ 1º Qualquer que seja o objeto, a companhia é mercantil e se rege pelas leis e usos do comércio.

A perspectiva, portanto, da finalidade de uma companhia, está contida na finalidade de sociedade empresária, de modo que a obtenção de lucro se consubstancia na causa e consequência da atividade prestada.

A companhia é, por excelência, uma **sociedade de capitais**, onde a importância da aglutinação de recursos prevalece, não existindo o *intuitu personae*, característico das sociedades de pessoas.

As ações, como valores mobiliários, são títulos circuláveis, estando abertas à negociação. A transferência dos títulos, via de regra, ocorre de forma livre, podendo o Estatuto trazer restrições à sua circulação, mas nunca a vedação.

Cabe, portanto, colacionar o entendimento de Fábio Ulhoa, a saber:

O que faz uma sociedade ser “de pessoas” ou “de capital” é, na verdade, o direito de o sócio impedir o ingresso de terceiro não-sócio no quadro associativo existente nas de perfil personalístico e ausente nas de perfil capitalístico¹⁷.

Partindo, portanto, da definição exposta, de que a sociedade anônima aberta é uma sociedade empresária de capitais, percebe-se, ao menos, duas características importantes do conceito deste tipo societário: (i) que as companhias têm como escopo a obtenção de lucro; (ii) que para as companhias pouco importa quem é o sócio – o que interessa é a captação de recursos.

4.2 Teorias do Interesse social da Sociedade Anônima

Na tentativa de definir o interesse da Sociedade Anônima, surgiram duas correntes, que serão explicadas, a saber:

A **Corrente Contratualista**, que observa as companhias sob o prisma contratual, como uma união de vontades das partes interessadas, manifestada por meio de um contrato entre si, o Estatuto Social.

Esta corrente, portanto, faz menção ao interesse social da companhia como o resultado do interesse comum dos sócios.

Para a Teoria Contratualista, o interesse da sociedade anônima encontra sua definição, em suma, na máxima eficiência da empresa, além de sua capacidade de gerar tanto lucro quanto possível¹⁸.

¹⁷ *Idem, ibidem*, p. 122.

¹⁸ JAEGER, Pier Giusto. **L'Interesse Sociale**. Editora Milano: Dott A.Giuffrè, 1972. p. 89.

Na Teoria Contratualista, a Sociedade Anônima era vista como uma fórmula jurídico-organizativa apta para satisfazer interesses individuais, enquanto fossem comuns à pluralidade de sócios. Ao Direito Societário caberia a regulação das relações entre os sócios, e dos sócios com terceiros¹⁹.

A segunda corrente adota a **Teoria Institucionalista**, que tem como principal fonte doutrinária a obra de Walter Rathenau, intitulada como *Teoria da Empresa em Si*²⁰.

Para esta corrente, o interesse social não seria o dos sócios, no que concerne à percepção de lucros, mas da *grande empresa*, como uma instituição, que engloba não só os acionistas, mas a todos os afetados pela companhia – trabalhadores, dependentes, consumidores etc.

A despeito de os teóricos de cada corrente apresentem argumentos excludentes, uma à outra, a aplicação isolada das teorias mostrou-se frustrante. Por um lado, a primeira teoria não esclarece as situações em que se deva considerar o interesse da empresa com relação a tudo o que é alheio aos interesses diretos dos sócios, como o dos trabalhadores. Por outro, o conceito institucionalista não abarca a lógica das deliberações assembleares, onde ocorrem a manifestação dos interesses dos sócios.

Acerca deste tema, conclui Calixto Salomão Filho:

(...) o contratualismo que se concentra só na definição material, seja ela a maximização do lucro ou o aumento do valor das ações da companhia, desacompanhado de ampla e efetiva participação dos acionistas na definição do significado desses conceitos, acaba por permitir a administradores e controladores interpretar esses conceitos em seu próprio benefício, inflando artificialmente o valor das ações, ou tomando medidas positivas a curto prazo, mas extremamente maléficas para a companhia a médio prazo. (...) Os mesmos problemas se verificam com o institucionalismo. As definições materiais, tanto a clássica, do interesse social como interesse público, como a moderna, do interesse social como o interesse à preservação da empresa, sozinhas, não

¹⁹ ROIMISER, Mónica G. C. de. **El interés social en la sociedad anónima**. Buenos Aires: Editora Depalma, 1979. p. 30/31.

²⁰ Relato breve sobre Walther Rathenau e sua obra: “A teoria da empresa em si”. **Revista de Direito Mercantil: Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 128, p. 199-223, out./dez. 2002. COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO Filho, Calixto.

garantem a sua persecução e podem ser instrumentalizadas pelo acionista controlador no seu próprio e exclusivo interesse²¹.

A lei que regulamenta as sociedades por ações no Brasil (Lei 6.404/76), em que pese não se prontificou a definir o interesse da Sociedade Anônima, admitiu sua existência, em seu art. 115:

Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da Companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à Companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus ou de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a Companhia e para outros acionistas.

Ainda encontramos diversas disposições que tratam direta ou indiretamente deste interesse, a partir da Seção IV da referida lei, que traz previsão acerca dos deveres e responsabilidades do administrador.

O art. 154 traz previsão sobre a finalidade do administrador, que devem ser consonantes com o interesse da companhia, senão vejamos:

Finalidade das Atribuições e Desvio de Poder

Art. 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.

§ 1º O administrador eleito por grupo ou classe de acionistas tem, para com a companhia, os mesmos deveres que os demais, não podendo, ainda que para defesa do interesse dos que o elegeram, faltar a esses deveres.

Destaca-se, também, o art. 155, bem como seus incisos I e II, a saber:

Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado:

I - usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo;

II - omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia;

O artigo seguinte, precedido do título “Conflito de Interesses”, também trata da presença de um interesse da sociedade. Veja:

Conflito de Interesses

²¹ SALOMÃO FILHO, Calixto. **Recuperação da empresas e interesse social. Comentários à lei de recuperação de empresas e falência: Lei 11.101/2005.** Coordenação Francisco Satiro de Souza Junior e Antônio Sérgio A. de Moraes Pitombo. SP: RT, 2005. p. 47/48.

Art. 156. É vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores, cumprindo-lhe notificá-los do seu impedimento e fazer consignar, em ata de reunião do conselho de administração ou da diretoria, a natureza e extensão do seu interesse.

A ausência de conceituação expressa em lei não prejudica a percepção do princípio do interesse da Sociedade Anônima, pelo intérprete do Direito, cabendo sua delimitação, preconizando pela observação da legislação pátria sob o prisma da Constituição Federal, levando em consideração o rumo das alterações legislativas pertinentes, bem como o momento histórico em que se incidiram tais reformas.

CAPÍTULO 5 – O INSTITUTO DA OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO (TAKEOVER BID)

Uma OPA – Oferta Pública de Aquisição é uma proposta unilateral que vincula o proponente a adquirir um número determinado ou determinável de ações de uma certa companhia mediante o pagamento de um preço, durante o decurso de um prazo estipulado.

Nos dizeres de Modesto Carvalhosa:

(...) constitui a oferta pública de aquisição de ações uma declaração unilateral de vontade através da qual o proponente manifesta, por determinado prazo, seu compromisso de adquirir um valor mobiliário específico a um preço determinado e segundo cláusulas e condições também determinadas²².

Este procedimento, ensina Nelson Eizirik:

(...) destina-se a conferir a todos os acionistas de determinada companhia aberta a possibilidade de alienar as ações de sua propriedade em igualdade de condições, em situações que envolvam alterações significativas na composição acionária da companhia²³.

A Lei das Sociedades por Ações, bem como a Instrução 361/2002 da CVM regulamentam a OPA, estabelecendo hipóteses em que é obrigatória a elaboração da proposta, e hipóteses que o procedimento é facultativo.

As hipóteses em que figuram a obrigatoriedade da propositura da OPA estão previstas na LSA e determinam o feito no caso de:

- 1) Cancelamento de registro (art 4º §4º);
- 2) Aumento de participação (art 4º § 6º); e
- 3) Alienação de controle (art. 254-A).

Com relação à OPA voluntária, também há disposição expressa na Lei, nas seguintes situações:

- 1) Aquisição de controle (em se tratando de sociedade anônima de capital aberto – art. 257); e
- 2) Oferta pública concorrente (art. 262).

Mister salientar que as hipóteses de OPA obrigatória, o rol previsto na lei é taxativo. A interpretação é simples, e parte do princípio da legalidade estrita: a proibição deve encontrar previsão expressa em lei.

²² CARVALHOSA, Modesto. **Ofertá pública de aquisição de ações**. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979, p. 24.

²³ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B; PARENTE, Flavia; HENRIQUE, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais – regime jurídico**. 2a ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 551.

Já, com relação às OPAs voluntárias, as hipóteses legais são apenas exemplificativas. Parte-se da presença do mesmo princípio: o que não é vedado, é lícito.

A matéria que disciplina sobre a sociedade anônima é eminentemente de direito privado e, portanto, parte-se do princípio da autonomia da vontade. As disposições legais visam à delimitação desta autonomia, de modo que ela é, a princípio, plena desde que não haja estipulação legal contrária.

CAPÍTULO 6 – A PRINCIPAL *POISON PILL* UTILIZADA NO BRASIL

Como já mencionado, a presença de companhias abertas com maior dispersão de suas ações no mercado é um fenômeno relativamente recente no Brasil.

Cabe esclarecer que o presente estudo não se inclina a apresentar dados estatísticos, sobretudo levando em consideração o ainda pequeno espaço amostral ainda presente, de modo que a *poison pill* que será aquilatada como principal cláusula utilizada nas companhias “pátrias” é a que obriga ao adquirente de um determinado percentual de ações da mesma companhia à realização de uma Oferta Pública de Aquisição (OPA) estipulando o pagamento de um preço superior ao valor de mercado, objetivando não somente aquelas que se pretende adquirir – mas também as ações remanescentes.

A Comissão de Valores Mobiliários recebeu, na data de 14 de abril de 2008 um memorando dos diretores Marcos Barbosa Pinto e Otávio Yazbek²⁴, que ao estudarem as cláusulas utilizadas observaram o padrão brasileiro da cláusula de veneno. Vejamos:

1.2 Uma redação bastante comum é a seguinte:

Qualquer acionista que adquira ou se torne titular de ações de emissão da companhia, em quantidade igual ou superior a X% do total de ações de emissão, excluídas para os fins deste cômputo as ações em tesouraria, deverá, no prazo de 30 (trinta) dias a contar da data de aquisição ou do evento que resultou na titularidade de ações em quantidade igual ou superior a X% do total de ações de emissão da companhia, realizar ou solicitar o registro de uma oferta pública de aquisição de ações para aquisição da totalidade das ações de emissão da Companhia. O preço de aquisição de cada ação de emissão da companhia não poderá ser inferior ao maior valor entre (i) X% da cotação unitária mais alta atingida pelas ações de emissão da companhia durante o período de X meses anterior à realização da oferta em qualquer bolsa de valores em que as ações da Companhia forem negociadas; (ii) X% do preço unitário mais alto pago pelo acionista adquirente durante o período de X meses anterior à realização da oferta para uma ação ou lote de ações de emissão da companhia; e (iii) o valor econômico apurado em laudo de avaliação.

Como já explicado na introdução, sabe-se que o termo *poison pill*, quando relacionado ao tipo de cláusula supra mencionada, encontra suas críticas, por quem alega não guardar estrita relação técnica com o instituto norte-americano. Todavia, a doutrina e jurisprudência pátria tem utilizado esta nomenclatura quando faz referência aos dispositivos que conferem esta forma de proteção às companhias, ao serem inseridos em seus estatutos.

²⁴ BARBOSA PINTO, Marcos; YAZBEK, Otávio, **Memorando – Para: Colegiado da CVM, Ref.: *Poison Pills***, de 14 de abril de 2008.

CAPÍTULO 7 – O PROBLEMA DE SE “PROVAR DO PRÓPRIO VENENO”

Já objeto de discussão no direito norte-americano, a utilização deste instituto pode trazer como consequência graves danos à sociedade anônima. Apesar de ser fruto da autonomia da vontade dos acionistas, tendo em vista que, a princípio, a ideia de que o controle da sociedade que se busca ingressar é passível de ser tomado a “qualquer momento”, prescindindo da anuência dos acionistas, a inserção da *poison pill* pode acarretar, por vezes, no engessamento da companhia, na sua inflexibilidade. Como será demonstrado a seguir, a má utilização deste dispositivo que busca proteger a companhia frente aos *shark attacks*²⁵, evitando esta tomada hostil de controle, pode, por vezes, acarretar no próprio fim da sociedade.

A revista Capital Aberto²⁶ explica a problemática com clareza:

Por aqui, o uso desmedido das cláusulas de proteção à dispersão acionária, acompanhadas de uma série de adereços espalhafatosos, mostrou-se semelhante ao modismo das lunetas, usadas como se fossem óculos. As *poison pills* nasceram no mercado de capitais norte-americano – marcado por companhias de capital pulverizado – com o objetivo de dificultar mudanças repentinas no controle acionário. No Brasil, elas se espalharam pelos estatutos sociais das companhias ao primeiro sinal de retomada das ofertas públicas de ações. Foram adotadas até por empresas que não sofriam risco de mudança súbita de controle, por terem controladores. E deram início a uma sucessão de tropeços, muito mais sérios do que os da obra literária²⁷.

Percebe-se, portanto, que a inserção indevida das cláusulas de veneno podem, eventualmente, afastar o interesse de investir na companhia alvo – quando este investimento, esta compra, seria a única saída, o único meio de estancar a *sangria*. A utilização inadequada da técnica de defesa, como, a previsão do pagamento de um prêmio exagerado quando da aquisição, poderia, portanto, afastar eventual oferta agradável aos próprios sócios, bem como à própria sociedade.

Existe um caso emblemático no Brasil, que ocorreu com a companhia GVT. Este artigo da revista Exame expõe a problemática:

²⁵ As *poison pills* são espécies do gênero *shark repellents*, e tem como objeto, portanto, repelir a tomada de controle intentada por uma *shark company*. O termo “shark” (“tubarão”, em português) é utilizado tendo em vista que as companhias, fundos, investidores ou acionistas que adotam essa postura hostil tentam levantar lucros adquirindo uma sociedade que se encontra em crise, tendo valor mais acessível ao mercado, “sangrando”, portanto.

²⁶ YOKOI, Yuki. **DROGA DE PÍLULA**, Revista Capital Aberto, edição 76, de 01 de dezembro de 2009.

²⁷ A Revista faz menção ao clássico *Os Maias*, de Eça de Queirós, citando a “má incorporação dos hábitos franceses pelos colonizados da ilha de São Tomé”.

O caso da GVT é um bom exemplo de como as *poison pills* funcionam -- e de como podem jogar contra os negócios. No início de setembro, o grupo francês Vivendi fez uma oferta para comprar a operadora por 5,4 bilhões de reais, o que representava uma alta de 16% sobre o valor das ações da GVT na época da proposta. A telefônica queria dizer sim. Mas a cláusula da *poison pill* prevê que qualquer investidor que quiser adquirir mais de 15% de suas ações precisa pagar ágio de 25% sobre o valor mais alto que a ação atingiu nos 12 meses anteriores à oferta -- o que elevaria a proposta para mais de 6 bilhões de reais. Por esse preço, os franceses já deram a entender que o negócio não sai. Agora, a GVT precisa convocar uma assembleia de acionistas para tentar aprovar o fim da *poison pill*²⁸.

Nos dizeres do Ilustre Lobão Melo Mussnich:

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 interessados²⁹.

Ainda, como aponta o Memorando de BARBOSA PINTO e YAZBEK (2008):

“Dentre as companhias que possuem *poison pills*, diversas contemplam em seus estatutos regras que protegem a pílula contra reformas estatutárias. Essas regras obrigam os acionistas que votarem a favor da supressão ou alteração da *poison pill* a realizar eles mesmos uma oferta pública pela totalidade das ações da companhia.³⁰”

Os autores do memorando denominaram esta disposição como “cláusula pétrea”, com a ressalva de que a nomenclatura não guarda a estrita relação técnica.

Esta disposição, de forma ainda mais aguda, constitui um pilar inflexível na companhia que adota tal previsão de modo que, além de gerar um desestímulo externo, nos investidores quando da aquisição das ações da companhia alvo, gera também um desestímulo interno, nos próprios acionistas, declinando-os de preterir pela venda.

Tais cláusulas, que protegem a supressão ou alteração das *poison pills*, criam uma barreira substancial no tocante à vontade dos acionistas.

²⁸ <http://exame.abril.com.br/revista-exame/edicoes/953/noticias/veneno-negocios-501968> acesso em 19 de julho de 2016.

²⁹ MÜSSNICH, Lobão Melo. 2013, p. 259.

³⁰ BARBOSA PINTO, Marcos; YAZBEK, Otávio, **Memorando – Para: Colegiado da CVM, Ref.: Poison Pills**, de 14 de abril de 2008.

CAPÍTULO 8 – CONCLUSÃO

Primeiramente, cabe mencionar que, como já explicado no Capítulo 5, não há, na legislação pátria, vedação à utilização da *poison pill* brasileira. A inclusão, portanto, da referida cláusula no estatuto da sociedade anônima é perfeitamente válida, porquanto manifestação da autonomia contratual dos sócios, seja quando da abertura da sociedade anônima, seja em eventual reforma estatutária.

Como explorado em todo este trabalho, percebe-se, de forma cristalina, a intenção do legislador de trazer às sociedades anônimas brasileiras a real finalidade da *grande empresa*: a desvinculação do *proprietário* da companhia com o *detentor do controle*, de modo que a maior abstração valoriza a captação de investimentos.

As alterações legislativas em sua grande maioria trouxeram maiores garantias ao investidor – seja empoderando-o, como acionista minoritário, seja atribuindo maiores deveres de transparência à administração da companhia, seja capacitando a autarquia fiscalizadora, a CVM.

O interesse do investidor é percebido como um princípio da LSA, por toda a proteção nela prevista.

Como já é percebido pela doutrina e jurisprudência pátria como um entendimento firmado, em se tratando de Direito Privado, o *pacta sunt servanda* pode ser relativizado, caso entre em conflito com outros princípios (como, por exemplo, os princípios sociais, de interesse público), desde que seja analisada a pertinência (necessidade, proporcionalidade e adequação) caso a caso.

As *poison pills* são perfeitamente válidas, sobretudo por falta de vedação expressa, mas devem se dobrar perante o interesse social da companhia – seja pelo interesse abstrato institucional, seja pelo interesse derivado dos sócios, pela teoria contratualista. O certo é que, mesmo que nas relações vigorem direitos de caráter eminentemente privado, ainda sim as normas se pautam por princípios norteadores da constituição, bem como do direito societário. A função social da empresa e o interesse da sociedade anônima são, portanto, princípios da Carta Magna e da LSA, respectivamente, devendo ser observados, servindo como um prisma de interpretação do conteúdo normativo.

De modo que a intenção da *poison pill*, é, *a priori*, a prevalência da manutenção da estrutura já presente na sociedade anônima, bem como dos interesses dos acionistas de se manterem na sociedade, protegendo-os de uma tomada de controle que poderia resultar na gestão do novo controlador desinteressante aos acionistas já presentes. Todavia, este instituto não pode engessar a companhia, tampouco levá-la a sucumbir, no caso de impedir

investimento que possa resgatá-la – nesse caso põe-se em cheque à função social da empresa, bem como se afronta ao interesse da sociedade anônima, seja como instituição, seja pelo interesse dos acionistas, representado no contrato (estatuto), razão pela qual há de ser cabível seu afastamento.

Com relação à cláusula pétrea, por sua vez, o que se percebe é a incompatibilidade da referida cláusula com os princípios norteadores da matéria societária, bem como dos princípios constitucionais relacionados. A barreira que se cria, quando da implantação deste dispositivo, é muito prejudicial à estrutura da sociedade anônima, quando cria uma limitação – ou até mesmo a supressão da autonomia da vontade dos acionistas, que acaba por prejudicar seus interesses. Como já estudamos em capítulo anterior, o voto do acionista deve manter consonância com o interesse da companhia, qual seja, o de arrecadar patrimônio, e o interesse pessoal, de receber parcela dos dividendos.

A disposição em estatuto que impede a votação em prol de tais interesses viola a própria finalidade da sociedade anônima. Ora, quem se beneficia desta cláusula quando o não afastamento da *poison pill* no caso concreto gera prejuízos a todos os interessados? Perceba, estando a companhia em situação de crise, carecendo de arrecadar investimentos, se a cláusula de veneno constitui barreira a este resgate, ocorre o prejuízo: (i) dos investidores, que queriam realizar a aquisição acionária; (ii) dos acionistas, que prezam pela sobrevivência da companhia e valorização de suas ações; e (iii) da própria sociedade anônima, por eminente situação de falência/desvalorização.

Como já foi mencionado neste estudo, o acordo de sócios que porventura venha a ser lesivo ao interesse social é ilícito, sendo, portanto, inválido.

Da mesma forma devem ser interpretadas as utilizações da cláusula de veneno na prática societária. Sua validade, portanto, estaria condicionada à confirmação do interesse social da companhia.

O que se percebe é que na prática a utilização de tais dispositivos – tanto a *poison pill*, quanto a cláusula petrea ainda mantém relação com a desvirtuada prática societária brasileira. São inseridas com o intuito de perpetuarem ao controlador a administração da grande empresa. O receio, portanto, de haver a possibilidade de perda deste controle, faz com que a inclusão de tais cláusulas seja observada até mesmo em sociedades onde não há a possibilidade de aquisição hostil – onde o acionista ou grupo controlador detém a maioria das ações pertencentes à companhia.

Todavia, a tutela jurídica da sociedade anônima não ignora – e nem poderia – a complexidade de relações que se cria a partir de seu surgimento, tendo em vista a grande estrutura que se forma.

De tal forma que a companhia, por ser uma sociedade eminentemente empresária, estabelece necessariamente relações entre a empresa e o mercado, bem como entre a empresa e seus funcionários.

E por ser uma sociedade anônima de capital aberto também há, de modo paralelo, relações entre acionistas, investidores, administração, controlador(es) e com o mercado de capitais.

A *grande empresa*, portanto, não pode mais ser percebida exclusivamente como uma relação exclusiva dos interesses de direito privado. Os vínculos vão muito além: ainda que contenha tais características em sua essência, bem como seu surgimento no seio do direito privado, não pode ser ignorado que sua estrutura impacta a diversos setores da sociedade – economia, mercado, consumidores, trabalhadores, investidores etc. De modo que o ordenamento jurídico não pode afastar a aplicação de princípios, sobretudo os mencionados neste capítulo, tendo em vista a convergência de interesses na manutenção e desenvolvimento da sociedade.

O Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, autarquia federal que fiscaliza e regulamenta sobre a matéria, já se posicionou sobre o assunto, em Parecer de Orientação que foi submetido à audiência pública, na data de 14 de abril de 2009, com entendimento que corrobora com a tese deste trabalho. O referido parecer publicado diz que a autarquia:

(...)não aplicará penalidades, em processos administrativos sancionadores, aos acionistas que, nos termos da legislação em vigor, votarem pela supressão ou alteração da cláusula de proteção à dispersão acionária, ainda que não realizem a oferta pública prevista na disposição acessória³¹.

Nesta senda, concluímos, portanto, pela validade da cláusula de veneno condicionada à observância, sobretudo do interesse societário, bem como da função social da empresa, de modo a ser possível seu afastamento, no caso concreto, quando se observar que a manutenção do dispositivo venha a suprimir os referidos princípios. Já no tocante à cláusula pética, que dificulta a alteração da *poison pill*, está não encontra guarida no ordenamento pátrio, tendo em vista que sua inserção no Estatuto, por si só, suprime a autonomia dos acionistas, e ainda,

³¹ <http://economia.uol.com.br/ultnot/valor/2009/06/26/ult1913u108997.jhtm>. Acesso em 16 de julho de 2016.

possibilita que haja afronta direta ao interessa da companhia sem que haja benefício algum por sua previsão, que tem por finalidade tão somente a manutenção do controle a seu detentor.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

_____. <http://economia.uol.com.br/ultnot/valor/2009/06/26/ult1913u108997.jhtm>. Acesso em 16 de julho de 2016.

_____. <http://exame.abril.com.br/revista-exame/edicoes/953/noticias/veneno-negocios-501968> acesso em 19 de julho de 2016.

_____. <http://www.infomoney.com.br/educacao/guias/noticia/317262/governanca-corporativa-entenda-conceito-importancia-dessa-questao>, acesso em 06/07/2016.

BARBOSA PINTO, Marcos; YAZBEK, Otávio, Memorando – Para: Colegiado da CVM, Ref.: Poison Pills, de 14 de abril de 2008.

BARROSO, Luís Roberto. **Neoconstitucionalismo e constitucionalização do Direito. O triunfo tardio do Direito Constitucional no Brasil**. Jus Navigandi, Teresina, ano 10, n. 851, 01 de novembro de 2005.

BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil**. 7.ed. São Paulo: Saraiva, 2010.

BRASIL. **Código Civil, Constituição Federal e Legislação**. 17.ed. São Paulo: Rideel, 2011.

CARVALHOSA, Modesto. **Ofertá pública de aquisição de ações**. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979, p. 24.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO Filho, Calixto. **Revista de Direito Mercantil: Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 128, p. 199-223, out./dez. 2002.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B; PARENTE, Flavia; HENRIQUE, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais – regime jurídico**. 2a ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 551.

JAEGER, Pier Giusto. **L' Interesse Sociale**. Editora Milano: Dott A.Giuffrè, 1972. p. 89.

JUNIOR, Jorge Vieira da Costa; MARTINS, Eliseu; FÁVERO, Luiz Paulo. **As “Poison Pills” Influenciam a Performance Operacional das Companhias Abertas no Brasil?** Ano 2007, Pág.03.

KANG, Sang Yop. **Transplanting a Poison Pill to Controlling Shareholder Regimes – Why It Is So Difficult**. Volume 33, Northwestern Journal of International Law & Business.2013, pág. 624. <http://scholarlycommons.law.northwestern.edu/njilb/vol33/iss3/3>

MALATESTA, P. H.; WALKING, R. A. **Poison pills securities: stockholder wealth, profitability, and ownership structure**. Journal of Financial Economics, Elsevier, n. 20, p. 347-376, 1988.

MINISTÉRIO DA FAZENDA, **Exposição de Motivos nº 196**, de 24 de Junho de 1976.

MÜSSNICH, Lobão Melo. 2013, p. 259.

ROIMISER, Mónica G. C. de. **El interés social en la sociedad anónima**. Buenos Aires: Editora Depalma, 1979. p. 30/31.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **Recuperação da empresas e interesse social. Comentários à lei de recuperação de empresas e falência: Lei 11.101/2005**. Coordenação Francisco Satiro de Souza Junior e Antônio Sérgio A. de Moraes Pitombo. SP: RT, 2005. p. 47/48.

TOMASCEVICIUS FILHO, Eduardo. A Função social da empresa. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, n. 92, p. 33-50, abr. 2003.

ULHOA, Fábio. **Manual de Direito Comercial. Direito de Empresa**. 20ª Edição. Ed. Saraiva. P. 111. Ano 2008.

VARIAN, H. R. **Symposium on takeovers**. Journal of Economic Perspectives, American Economic Association, n. 1, v. 2, p. 3-5, 1988.

WALD, Arnoldo. **Doutrinas Essenciais: Direito Empresarial**. Vol. III. Revista dos Tribunais p. 42, 2011.

WALD, Arnoldo. **Doutrinas Essenciais: Direito Empresarial**. Vol. III. Revista dos Tribunais p. 895, 2011.

YOKOI, Yuki. DROGA DE PÍLULA, Revista Capital Aberto, edição 76, de 01 de dezembro de 2009.