

PODER DE CONTROLE E MEDIDAS DEFENSIVAS NAS SOCIEDADES ANÔNIMAS

Renata Carvalho Kobus¹

Luccas Farias Santos²

Resumo: O trabalho busca analisar as características do poder de controle nas sociedades anônimas, sobremaneira as que possuem negociação de ações perante bolsa de valores e mercado de balcão. A partir de fincadas tais premissas, se buscará entender os meios de tomada de poder de controle, sobretudo as chamadas aquisições hostis e a maneira que a prática empresarial encontrou de frear tais impulsos – medidas defensivas do poder de controle. Buscando, por fim, entender tais medidas, sua licitude e conveniência, exprimindo uma posição sobre tal temática.

Palavras-Chave: *Take-over. Take-over Bid.* Poder de Controle. Aquisições Hostis. Medidas Defensivas. Responsabilidade. Administradores.

INTRODUÇÃO

¹ Professora da Graduação do Curso de Direito da Pontifícia Universidade Católica do Paraná - PUC/PR. Professora Convidada das Pós-Graduações da PUC/PR, UNICURITIBA e do LLM em Direito Empresarial da FIEP/PR. Mestre em Direito do Estado pela Universidade Federal do Paraná – UFPR. Sócia e Coordenadora de Equipe do Instituto Brasileiro de Pesquisas Aplicadas em Prevenção e Mediação de Conflitos Empresariais - IBCEMP. Pesquisadora integrante do Núcleo de Investigações Constitucionais - NINC da UFPR. Foi intercambista do Conselho Administrativo de Defesa Econômica - CADE. Advogada.

² Pós-graduado em Direito Empresarial Tributário e Processual Tributário pela PUC-PR. Pós-graduando em Direito Aduaneiro pela Unicuritiba. Pós-Graduando L.L.M em Direito Empresarial Aplicado pela Faculdade da Indústria (FIEP-SESI). Advogado.



tema acerca do poder de controle das sociedades anônimas é pauta bastante difundida e aprofundada na prática e doutrina estrangeira³, sobretudo nos Estados Unidos e na Inglaterra, berços naturais do capitalismo, onde o mercado acionário é bastante evoluído e diversificado.

Entretanto, em terras pátrias, historicamente tal objeto de estudo nunca teve contornos práticos palpáveis, haja vista a timidez do mercado acionário brasileiro, muito em razão das grandes empresas nacionais possuírem um controle rígido de um grupo de acionistas – muitas vezes familiares –, ou ainda, de um único acionista.

Ocorre que nas últimas décadas o cenário de valores mobiliários pátrio vem se modificando, sobretudo pela atuação ativa da CVM⁴ e da BM&FBOVESPA⁵, as quais encamparam campanhas para abrir o mercado acionário brasileiro ao público comum, seja sendo por meio de exigências para as próprias companhias, seja em divulgação de informações e propagandas ao público geral.

Deste modo, a situação de dispersão acionária é um cenário que se avizinha com relativa celeridade, inclusive já irradiando seus efeitos. Portanto, é permissivo vislumbrar no horizonte situações em que o poder de controle de determinadas companhias não siga mais o padrão histórico nacional – tal qual já ocorre, por exemplo, com as Lojas Renner, onde o maior acionista detém 13,88% das ações ordinárias⁶ –, assim, por

³ NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. Anotações sobre medidas defensivas à tomada de controle. Dissertação de mestrado – USP, 2010.

⁴ CVM. *CVM lança site para a divulgação da semana mundial do investidor*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20170914-1.html>, acesso em 20.09.2018.

⁵ REVISTA EXAME. *Pelé é o garoto propaganda de campanha da BM&F BOVESPA*. Disponível em: <https://exame.abril.com.br/marketing/bm-fbovespa-lanca-campanha-educacao-financeira-estrelada-pele-589386/>, acesso em 20.09.2018.

⁶ ECONOINFO. *Lojas Renner – posição acionária*. Disponível em: <http://www.econoinfo.com.br/governanca-corporativa/posicao-acionaria?codigoCVM=8133>, acesso

consequente, é necessário o estudo mais aprofundado acerca do poder de controle nas companhias de capital aberto e as suas consequências fáticas e jurídicas nos negócios que se sucedem a partir de então.

Neste ponto é que o presente estudo tentará incorrer, buscando identificar os modelos de poder de controle, quais já foram profundamente estudados na doutrina estrangeira e nacional com bastante rigidez científica, podendo citar, por todos, na estrangeira: Adolf Berle Jr e Gardiner Means⁷; e na nacional: Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho⁸. Desta feita, não se esmiuçando tanto sobre tal ponto, mas sim buscando identificar as consequências do poder de controle, em especial aqueles tidos como controle difuso, segundo a classificação da BM&FBOVESPA, quais os mecanismos de defesa de tomadas de poder hostil, bem como sua legalidade e convencionalidade prática.

2 – PODER DE CONTROLE – CONCEITUAÇÃO E CLASSIFICAÇÃO

2.1 – BREVE INTRÓITO

A sociedade anônima é talvez a mais eficiente forma de exploração de riqueza popular na atividade empresarial. São verdadeiras estruturas orgânicas. São instrumentos capazes de carregar e realizar investimentos vultosos em negócios complexos. É segundo alguns o mais adequado instrumento societário disponível ao empreendedor, contendo o DNA dos grandes negócios, justamente pelo seu potencial de captação da poupança popular e sua alocação no setor produtivo, impulsionando o

em 20.09.2018, acesso em 20.09.2018.

⁷ BERLE, Adolf; MEANS, Gardiner. *A moderna sociedade anônima e a propriedade privada*. Trad. Dinah de Abreu Azevedo. São Paulo: Abril Cultural, 1984.

⁸ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

desenvolvimento econômico⁹ 10.

Por estas razões, não há receio em afirmar que qualquer nação capitalista que pretenda se desenvolver economicamente a níveis de excelência, deve priorizar e se atentar para seu mercado de capitais e o conseqüente desenvolvimento e aperfeiçoamento de seus mecanismos inerentes. Seu estudo, portanto, é mandatário.

Referidas sociedades estão alicerçadas sob dois pilares básicos: a limitação de responsabilidade para os sócios com capital investido e a livre circulação dos títulos representativos deste capital. Justamente por esta segunda característica e pelas peculiaridades atinentes às companhias de capital aberto – como, por exemplo, a tomada de recursos financeiros de uma grande e diversificada parcela da população, através, principalmente, de suas poupanças – é que nos mercados acionários desenvolvidos, nem todos os acionistas estão interessados em decidir o rumo da empresa, se importando apenas com o retorno financeiro do investimento despendido, formando uma maré abstenetista de acionistas.

Neste ponto que repousa um dos principais aspectos do estudo sobre o poder de controle das sociedades abertas. Quem são os indivíduos, acionistas ou não – a depender do sistema jurídico, econômico e cultural em que está inserida a sociedade anônima – que controlam o norte a ser seguido pela companhia.

Como dito algures, tal fenômeno fora identificado por Berle e Means¹¹, os quais em percuciente estudo classificaram o poder de controle como: (i) controle através da propriedade quase total das ações com direito de voto; (ii) controle majoritário; (iii) controle através de um dispositivo legal sem

⁹ SCALZLLI, João Pedro. *Estruturação de Poder nas Sociedades Anônimas*. Revista de Direito da Empresa e dos Negócios – UNISINOS. v. 1, n. 1 (2017), p. 57.

¹⁰ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 20.

¹¹ BERLE, Adolf; MEANS, Gardiner. *A moderna sociedade anônima e a propriedade privada*. Tradu. Dinah de Abreu Azevedo. São Paulo: Abril Cultural, 1984.

propriedade majoritária; (iv) controle minoritário; (v) controle administrativo/gerencial.

Comparato e Salomão Filho¹² em estudo iniciado a partir da concepção retro entendem que em verdade o poder de controle dever classificado como: (i) controle totalitário; (ii) controle majoritário; (iii) controle minoritário; (iv) controle gerencial. Aqui irá se seguir tal proposta formulada por Comparato e Salomão Filho.

Ainda, há que se ressaltar que segundo a BM&FBOVESPA há dois tipos de poder de controle: (i) concentrado; (ii) difuso¹³. No controle concentrado o acionista controlador detém mais de 50% dos direitos de voto, enquanto que no difuso detém percentagem menor de 50 %. A classificação da BM&FBOVESPA em nada modifica a classificação doutrinária, haja vista que as espécies de controle totalitário e majoritário se amoldam as características do controle concentrado da BM&FBOVESPA, podendo ser entendidos como subespécie daquele. Já as espécies de controle minoritário e gerencial se amoldam nas características do controle difuso da BM&FBOVESPA, podendo ser entendidos como subespécie daquele.

2.2 – CONCEITO DE PODER DE CONTROLE

Antes de se adentrar as características de cada espécie de poder de controle, necessário se faz conceituar o que é poder de controle. Existem, em especial na doutrina estrangeira, diversas definições do conceito de poder de controle. Entretanto, como há em nosso caso expressa previsão legal sobre o que é poder de controle e parece certo que ao intérprete/operador do direito há um limite hermenêutico para a interpretação/realização do texto

¹² COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

¹³ GOCAPITALPAR. *Regulamento de listagem do Bovespa Mais*. Disponível em: <http://gocapitalpar.com.br/Downloads/10.pdf>, acesso em 20.09.2018.

normativo em norma jurídica¹⁴, isto é há um limite sintático-semântico do próprio texto normativo¹⁵, bem como um limite do sistema normativo em que aquele determinado texto está envolto¹⁶, é mandatório o respeito aos limites conceituais escolhidos pelo legislador¹⁷ sobre o que é poder de controle em terras pátrias.

Assim não nos é lícito adotar outro conceito sobre poder de controle em sociedade anônima, senão o contido em nossa legislação. A Lei nº 6.404/76 prevê a definição de poder de controle em seus artigos 116 e 243, §2º.

O *caput* do artigo 116 diz que acionista controlador é, *ipsis litteris*, a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: (i) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e (ii) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Em análise de referido texto, parece evidente que a conjunção “e” escolhida pelo legislador é no sentido de uma condição, ou seja, de um somatório de fatores. Portanto, para que determinado acionista possa ser considerado controlador o mesmo

¹⁴ É certo que norma jurídica não advém simplesmente do texto expedido pelo Congresso Nacional, mas, sim, antes, vem da interpretação do operador jurídico. A interpretação de qualquer texto jurídico deve se dar com observância sistemática do sistema jurídico sob qual aquele texto está inserido. As normas jurídicas são conteúdos significativos das frases do direito posto, vale dizer, os enunciados prescritivos, não enquanto manifestações empíricas do ordenamento, mas como significações que são construídas pelo intérprete. Deste modo a escorreta leitura da norma jurídica adjacente e proveniente do texto legal deve ser aquela que se amolda em grau de complementariedade, subserviência e continuidade de raciocínio lógico de todo o sistema jurídico pátrio.

¹⁵ ÁVILA, Humberto. *Teoria dos princípios da definição à aplicação dos princípios jurídicos*. 12. ed. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 30.

¹⁶ FOLLONI, André Parmo. *Complexidade, direito e normas jurídicas como emergências*. Revista. Direito e Práxis, Rio de Janeiro, v. 8, N. 2, 2017, p. 908-915.

¹⁷ STRECK, Lenio Luiz. *Verdade e consenso: constituição, hermenêutica e teorias discursivas*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2001, p. 479-482.

tem que satisfazer as condições de forma integral. Isto é, não basta ser titular de direito de voto em quantia tal que garanta a maioria nas deliberações da assembleia e que eleja a maioria dos administradores, mas também é necessário que de fato use de sua força acionária para dirigir as atividades sociais e determinar o funcionamento da companhia. Não basta apenas a maioria do poder de voto, há que exercer de fato tal poder¹⁸.

Já o artigo 243 em seu § 2º diz, *ipsis litteris*, que se considera controlada a sociedade na qual a controladora, diretamente ou através de outras controladas, é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, preponderância.

Há aqui uma diferença crucial entre os dois dispositivos legais, haja vista que segundo Eduardo Secchi Munhoz¹⁹:

“ao estabelecer que é acionista controlador ‘o grupo de pessoas (...) sob controle comum, o art. 116 não admite o controle indireto, considerando o controlador aquele acionista que diretamente é titular de direitos de sócio na controlada, ainda que, por sua vez, seja controlado por terceiros. De forma diversa, o art. 243, §2º, da Lei nº 6.404/76 estabelece que é controlada a sociedade na qual, diretamente ou através de outras controladas, é titular de direitos de sócio (...)’ reconhecendo, portanto, a hipótese de controle indireto e atribuindo a condição de controladora à sociedade situada no ápice da pirâmide”

Assim, parece que a lei quis claramente diferenciar as duas situações de poder de controle. Segundo Lamy Filho e Bulhões Pedreira tal diferenciação se dá pela razão de que²⁰:

¹⁸ Há quem como Mauro Rodrigues Penteado que defende que tal comprovação do uso efetivo do poder de controle só seria necessária no caso de poder de controle minoritário, vez que, supostamente, a detenção da maioria das ações votantes sempre pressuporia status de acionista controlador (PENTEADO, Mauro Rodrigues. *Apontamento sobre a Alienação do Controle de Companhias Abertas*. RDM. São Paulo: Malheiros, n.76, p. 15-25. Discordamos de tal ponto, a um porque a realidade fática sempre se mostra mais complexa do que se poderia supor de antemão, e a dois porque é requisito claro e indiscutível constante da Lei, não cabendo aqui possibilidade lógica de interpretação diversa.

¹⁹ MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Empresa Contemporânea e Direito Societário: poder de controle e grupo de sociedades*. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2002, p.241.

²⁰ LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das*

“o requisito de que a pessoa (ou grupo de pessoas) exerça definitivamente o poder de dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia se explica porque a definição do artigo 116 da Lei abrange pessoas naturais, e a experiência mostra que há pessoas naturais que, embora sejam titulares da maioria dos votos, não exercem efetivamente o poder de controle, como no caso da viúva do empresário que o sucede na maioria dos direitos de voto mas deixa a administração da companhia entregue aos administradores profissionais em que o marido confiava, sem exercer efetivamente o poder de controle. (...) a Lei não inclui este requisito na definição de sociedade controladora, constante no § 2º do artigo 243, porque a sociedade existe para realizar seu objeto e, se este inclui a participação em companhia, ela exerce seus direitos de sócio”

Definida a conceituação legal de poder de controle, necessário se faz, antes de prosseguirmos, alguns breves apontamentos. O poder de controle pode se caracterizar como um poder originário, uno ou exclusivo e geral. Originário, pois não se funda em nenhum outro; uno ou exclusivo, vez que não admite nenhum outro; e geral, porque se exerce em todos os campos e setores, sem encontrar reservas por parte dos órgãos societários²¹. Sendo a estrutura de poder, faticamente, exteriorizada em três níveis: (i) participação no capital; (ii) direção; (iii) controle.

Portanto, no mundo dos fatos o controle pode provir da participação no capital social, mas com ela não se confunde, haja vista existirem situações que o poder decisório está nas mãos de quem não é acionista.

Deste modo, as estruturas de poder de sociedades anônimas, sobretudo aquelas com capital social pulverizado, não podem ser consideradas uma esfera de poder estanque, mas interdependente, que exercem influência recíproca, a todo o momento da vida empresarial, sendo um elemento dinâmico, mutável e suscetível à disputa de poder²². Tais características estão

Companhias. v. 1, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 817.

²¹ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 49.

²² NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Anotações sobre medidas defensivas à*

mais presentes em países onde o mercado acionário é mais desenvolvido, contendo alto número de companhias abertas com dispersão acionária significativa. O Brasil ainda não se encontra nesta situação, mas tudo leva a crer numa caminhada neste sentido.

2.3 – ESPÉCIES DE PODER DE CONTROLE

O poder de controle pode ser classificado como interno e externo. No interno o titular de tal poder atua no interior da sociedade (*ab intus*), através dos mecanismos da mesma; já no externo o poder é exercido por indivíduo (ou grupo de pessoas, ou pessoa jurídica) que não pertence ao quadro acionário da sociedade, tampouco compõe qualquer órgão da sociedade, agindo de fora (*ab extra*), como um poder influenciador. Seria um controle de fato e não de direito²³.

2.3.1 – CONTROLE INTERNO

O controle interno, como já dito, se subdivide em: (i) controle totalitário; (ii) controle majoritário; (iii) controle minoritário; (iv) controle gerencial. Ou ainda, concentrado e difuso, onde o concentrado engloba as situações de controle totalitário e majoritário, enquanto o difuso engloba as situações de controle minoritário e gerencial.

2.3.1.1 – CONTROLE TOTALITÁRIO OU QUASE TOTALITÁRIO

tomada de controle. Dissertação de mestrado apresentada e defendida perante a USP. 2010, p. 20-21.

²³ Como dito antes, a lei é rígida ao definir o que é poder de controle, portanto, nos parece que não se está diante de um poder de controle legal, mas sim de uma influência de poder de controle, porém, a nosso sentir, ficaria o ônus dessa influência ao acionista que é influenciado.

A primeira espécie seria o controle totalitário (ou quase totalitário). O poder nestes casos é fundado na titularidade de todas ou de quase todas as ações de emissão da companhia. Com vistas ao contido na legislação pátria, que consagra o princípio da maioria, o detentor de tal poder aprovaria quase todas as deliberações submetidas à Assembleia Geral²⁴ (artigo 129 da Lei), sendo um verdadeiro regente da companhia. .

2.3.1.2 – CONTROLE MAJORITÁRIO

O controle majoritário ocorre quando um acionista (controle majoritário isolado) ou um grupo de acionista (controle majoritário conjunto²⁵) detém ações do capital social com direito a voto a percentagem superior a 50%. Do mesmo modo que acontece no controle totalitário, aqui o acionista que detém o poder de controle consegue aprovar quase todas as matérias perante a Assembleia-Geral.

2.3.1.3 – CONTROLE MINORITÁRIO

O controle minoritário ocorre quando um acionista ou um grupo de acionistas detém número de ações ordinárias em quantidade inferior a metade do capital votante, porém mesmo assim possui o poder de ditar o rumo da companhia.

Tal tipo de poder de controle se dá quando há grande dispersão acionária do capital social, e não há na companhia qualquer acionista que possua maioria de ações com direito a voto. Importante notar neste tipo de poder de controle a existência de determinadas matérias que a legislação pátria prevê quórum específico para aprovação, como, por exemplo, o quórum de maioria de capital votante para a aprovação das matérias listadas no

²⁴ Existem matérias que a Lei determina unanimidade para aprovação. Artigos 87, § 2º; 221; 229, §5º; 294, §2º da Lei das S.A. E artigo 71 do Decreto-Lei 2.627/40 e artigo 1.127 do CC.

²⁵ Usualmente estabelecido por meio de acordo de acionistas.

artigo 136 da Lei das S/A. Portanto, o detentor deste tipo de poder poderá ter dificuldades extra para aprovar determinadas medidas.

2.3.1.4 – CONTROLE GERENCIAL

O controle gerencial não se funda pela participação acionária, de outro lado é aquele exercido por terceiro que exerce função diretiva da companhia. O controle gerencial ocorre normalmente em casos onde a dispersão acionária é extrema, criando o fenômeno do absentismo dos acionistas, ocorrendo à auto perpetuação dos administradores por meio de pedidos públicos de procuração realizados por aqueles aos acionistas da companhia (conhecido como *proxy gathering machine* ou *proxy machinery* na doutrina estrangeira).

Tais procurações enviadas aos acionistas contem cláusulas de poderes concedidas aos administradores para que estes representem os acionistas em assembleia geral. Em terras pátrias, salvo melhor juízo, ainda não se há notícias deste tipo de poder de controle. Importante frisar que no alinhamento do dito supra, este tipo de controle não seria um controle de direito, mas sim de fato, haja vista a Lei claramente opor o rótulo de controlador a um acionista.

2.3.2 – CONTROLE EXTERNO

O controle externo é manifestado quando um terceiro alheio a companhia, que não possui qualquer ação ordinária e que não se encontra em funções diretivas da mesma, possui forte influência sobre a empresa, fazendo com que sua vontade seja feita.

Normalmente tal influência decorre de contratos firmados entre a companhia e este terceiro influenciador. Há uma variedade de possibilidades destes terceiros, desde credores

relevantes, fornecedores de produtos e matérias primas em situação de oligopólio ou monopólio, franqueadores, consumidores, compradores em situações de oligopsônio ou monopsônio, entre outras.

Ou seja, os órgãos sociais da companhia passam a atuar segundo a vontade do terceiro influenciador, haja vista a influência econômica exercida. Aqui novamente há um controle de fato e não de direito nos termos da lei acionária.

3 – MEIOS DE AQUISIÇÃO DO PODER DE CONTROLE – OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO

O poder de controle de uma companhia aberta não é estático, mas sim um corpo dinâmico de interações sociais. Assim a aquisição do poder pode ocorrer de diversas maneiras, quais podem ser categorizadas em: voluntária e involuntária²⁶; originária ou derivada²⁷; originada de uma operação singular ou de um conjunto coordenado de operações²⁸; amigável ou hostil²⁹.

²⁶ A distinção se baseia na manifestação de vontade para a realização dos atos necessários para a aquisição de poder de controle. Ou seja, voluntárias são as aquisições de poder onde o adquirente manifesta a vontade e realiza atos para a tomada de poder de controle, enquanto que a aquisição involuntária ocorre quando não há vontade e/ou atos neste sentido, como por exemplo a sucessão *causa mortis*.

²⁷ Aqui há uma relação de causalidade. A aquisição originária ocorre quando não há ligação causal entre a perda ou diminuição de um direito e a aquisição deste por outrem. Isto é, ocorre a aquisição do poder de controle de forma originária quando a formação do bloco de controle ocorre não por meio da transferência deste, mas com a aquisição de tantas ações que a partir de então se forma um bloco de controle. Portanto, aquisição derivada se dá pela transferência direta do bloco de controle, ou seja, com a negociação direta com o acionista controlador, adquirindo suas ações e por consequência o próprio bloco de controle. Aqui há uma relevância prática interessante. Na aquisição derivada incide a regra do artigo 254-A da Lei das S/A. Enquanto que nas originárias não, haja vista ou a utilização do expediente previsto no artigo 257 da Lei das S/A, ou de compras escalonadas de ações.

²⁸ Uma única operação de compra e venda ou uma operação escalonada de compra de ações, por exemplo.

²⁹ A aquisição amigável ocorre quando existe uma negociação com o controlador e a venda do controle é realizada de mutuo acordo. Já a hostil ocorre ao arripio da vontade do controlador, geralmente através de uma oferta pública de aquisição ou de escalada

Dentre os meios de aquisição de poder podemos citar: a compra e venda negociada de ações; escalada acionária; cessão do controle externo; subscrição de ações, contratos de organização do controle; oferta pública de aquisição de controle.

Pelo tamanho pretendido no presente trabalho não se fará uma análise de cada meio, focando, outrossim, na oferta pública de aquisição de controle, em razão de ser esta que possibilita, em grau maior, a utilização de medidas defensivas por parte do controlador da companhia.

3.1 – OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO DO PODER DE CONTROLE

A oferta pública consiste em uma oferta voltada a uma coletividade determinável de acionistas de certa companhia que se deseje tomar o controle. Alfredo Lamy Filho nos diz³⁰:

“oferta pública para aquisição de controle é negócio unilateral mediante o qual o ofertante faz oferta pública de ações (e não do bloco de controle) em número suficiente para formar o bloco de controle; não há, nessa hipótese, alienação de controle, e sim aquisição originária de controle”

Assim, poder-se-ia dizer que a oferta pública para aquisição do poder de controle seria uma forma de aquisição voluntária, originária, decorrente de uma operação isolada, podendo ser tanto amigável, quanto hostil. Na prática, as ofertas públicas são ótimos instrumentos para a tomada de poder de forma hostil, isto é quando o acionista controlador não deseja negociar sua posição ou impõe uma negociação bastante dura.

As ofertas públicas necessitam de elevado grau de dispersão acionária para se mostrarem viáveis. Ou seja, as companhias com controle minoritário ou gerencial (difuso na nomenclatura da BM&FBOVSPA) é que estão sujeitas a tal

acionária.

³⁰ LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDEREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A.* v. 2, 2ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 676.

desiderato.

Esta oferta se destina a todos os titulares de ações com direito a voto, devendo existir tratamento igualitário entre eles, sem qualquer consideração de ordem pessoal. A proposta usualmente visa um montante de ações, qual dê ao adquirente o poder de controle desejado. Tal tipo de oferta para a tomada do poder de controle surgiu da *práxis* dos mercados estado-unidense e inglês, onde costuma ser denominada de *tender offers* e *takeover bids*, respectivamente.

Em terras pátrias além da disposição legal constante do artigo 257 da Lei das S/A³¹, há ainda a instrução normativa da CVM n° 361/2002^{32 33}.

Tais ofertas geralmente favorecem os acionistas minoritários, haja vista, os colocarem em situação de igualdade com o (s) acionista (s) controlador (es), bem como geralmente a oferta a ser realizada ocorre por preço superior ao praticado naquele momento no mercado da bolsa de valores (ou de balcão).

A oferta pública consiste basicamente na oferta para a generalidade de acionista de determinada classe (com poder de voto), a aquisição de determinado número de ações (o suficiente para que se consiga o controle desejado), mediante pagamento e/ou permuta por outros bens suscetíveis de avaliação em dinheiro (em especial ações e outros valores mobiliários).

A oferta pública para aquisição de controle é um negócio jurídico unilateral (declaração negocial), receptícia de vontade, dirigida a sujeitos indeterminados, mas determináveis, sendo

³¹ Artigos 257 a 263 da Lei das S/A.

³² A qual teve alterações introduzidas pelas normativas CVM n° 436/06, 480/09, 487/10 e 492/11.

³³ Nos termos do artigo 2º, inciso V, de referida instrução, a oferta pública de aquisição de controle é uma oferta voluntária, que não pode ser confundida com as ofertas públicas obrigatórias constantes do artigo 254-A da Lei. Tal fato ocorre, pois no segundo caso o que pretende a Lei é proteger os acionistas minoritários em razão da negociação realizada com o controlador e o adquirente, da qual não puderam participar. Já no primeiro caso, como a oferta é para toda a coletividade de acionistas com direito a voto, de forma pública, não há razão para esta proteção extra.

equivalente a proposta de contrato, regulada nos termos do artigo 429 do CCB.

Não se cria um vínculo contratual, vez que a relação contratual pressupõe a conjunção de vontades entre o ofertante e o ofertado, porém, cria, sim, uma obrigação ao ofertante, na medida em que se aceita a oferta, o mesmo terá que cumprir com aquilo que ofertou. A oferta pública é irrevogável³⁴. Para tanto a oferta deve ser completa, isto é deve conter todos os elementos que permitam sua execução, restando ao ofertado apenas aceitar ou não. Por mais, é uma oferta com condição suspensiva (artigo 125 do CCB), ou seja, ela só se torna efetiva e obrigatória se cumprido o requisito constante na oferta: aceitação do número mínimo de acionistas estipulado para que se alcance o poder de controle da companhia-alvo. Com vistas a tal fato, qual seja a obrigatoriedade do ofertante de cumprir o ofertado caso seja satisfeita a condição mínima, é que a Lei das S/A obriga que exista uma instituição financeira garantidora do negócio, a qual – parece evidente – possui uma obrigação subsidiária³⁵, quer dizer que só será obrigada ao pagamento caso o ofertante não o realize.

Salutar evidenciar que a oferta pública prescinde de aval da CVM, tampouco de registro prévio, salvo se a mesma contiver em sua oferta a permuta como forma de pagamento³⁶ (parágrafo 1º, do artigo 257 da Lei das S/A; e artigo 33 da instrução CVM nº 361/2002). No caso de oferta pública realizada por

³⁴ §2º do artigo 257 da Lei das S/A.

³⁵ Modesto Carvalhosa e Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto entendem ser solidária a responsabilidade. Não concordamos em absoluto. Por primeiro que a solidariedade não se presume, mas sim decorre de lei ou da vontade das partes (artigo 265 do CCB); Por segundo que a própria lei das S/A qualifica a instituição financeira como uma garante do negócio jurídico. Por terceiro em caso de inadimplemento a instituição financeira não ira assumir o comando da companhia alvo em caso de inadimplência do ofertante. O controle ainda será adquirido pelo ofertante, o qual se tornará devedor da instituição financeira.

³⁶ O § 1º do artigo 33 da instrução CVM nº 361/02 enuncia que só poderá haver permuta se ofertados valores mobiliários de emissão de companhia aberta, admitidos à negociação em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado.

ofertante que já detenha participação acionária da companhia-alvo, visando consolidar seu poder de controle, o §3º do artigo 257 da Lei das S/A determina que o ofertante deverá fazer prova perante a CVM das ações de sua propriedade.

Dessarte, o artigo 258 da Lei nº 6404/76 define que a oferta pública deve ser firmada pelo ofertante e pela instituição financeira garantidora, devendo ser publicada na imprensa, precisando indicar, mandatoriamente, o número mínimo de ações que o ofertante se propõe a adquirir, e se for caso o número máximo; o preço e as condições de pagamento; a subordinação da oferta ao número mínimo de aceitantes e a forma de rateio entre os aceitantes, se o número ultrapassar o máximo fixado; o procedimento que deverá ser adotado pelos acionistas aceitantes para manifestar a sua aceitação e a transferência das ações; o prazo de validade da oferta, não podendo ser inferior a 20 dias; e informações sobre o ofertante.

Tais exigências legais são exigências mínimas, podendo o ofertante, a seu critério, oferecer informações adicionais que visem à facilitação da aceitação do negócio proposto.

Importante frisar que se a oferta contiver termos de permuta o §2º do artigo 33 da instrução CVM 361/02 determina que o anúncio também deva conter informações sobre a relação de troca, a quantidade, espécie e classe dos valores mobiliários ofertados, bem como os direitos legais e estatutários de tais valores, seu histórico de negociação nos últimos 12 meses, e o tratamento a ser dado às eventuais frações decorrentes da relação de troca, sem prejuízo de outras informações consideradas necessárias pela CVM; as informações sobre a companhia emissora dos valores mobiliários ofertados, na mesma forma exigida pela CVM para a distribuição pública de valores mobiliários; e o preço em reais, calculado segundo a relação de troca proposta. Ainda o artigo 259 da lei das S/A diz que do instrumento de oferta de permuta deverá conter além das informações necessárias contidas no artigo 258, as informações sobre os valores

mobiliários em permuta e as companhias emissoras desses valores.

Realizada a oferta pública – caso não envolva permuta – a mesma deve ser comunicada a CVM em até 24 horas da primeira publicação do instrumento de oferta (parágrafo único do artigo 258 da Lei). A lei ainda possibilita ao ofertante melhorar, uma única vez a oferta, desde que em percentagem igual ou superior a 5% da oferta anterior (artigo 261, §1º da Lei das S/A)³⁷. Findo o prazo estipulado deve a instituição financeira comunicar o resultado à CVM (haja vista que a lei determina que a aceitação da oferta deva ser feita nas instituições financeiras ou no mercado de valores mobiliários).

Importante destacar que em caso de ofertas públicas concorrentes, segundo a instrução CVM nº 361/02 em seu artigo 13, §3º, tal regra do artigo 258 não se aplica, podendo os ofertantes oferecerem quantos lances entenderem necessário. Ainda, em caso de oferta concorrente, as ofertas de vendas anteriormente realizadas tornam-se ineficazes (1º do artigo 262 da Lei)³⁸.

Feito este breve alinhamento de como funcionam as ofertas públicas de aquisição do poder de controle, imperioso fazer algumas breves considerações antes de prosseguir ao próximo tópico.

Nos países onde o mercado de capitais é desenvolvido, tendo uma grande dispersão acionária perante a massa populacional, as ofertas públicas de aquisição de poder de controle

³⁷ Entendemos aqui que o legislador não fez um bom serviço. Não cabe ao Estado em uma economia capitalista querer regular de forma profunda a forma e quantidade de vezes que os particulares podem realizar ofertas de aquisição, ainda mais em um mercado tão complexo e competitivo como é o mercado de capitais. Tal diretiva estatal vai em contramão ao que se quisera pela lei como um todo, tem o único condão de enfraquecer o mercado, visto que furta dos atores a possibilidade de melhorar o preço que será ao fim pago, o que traria um incremento em sequência ao mercado e a economia como um todo.

³⁸ A lei usa a palavra “nula”, entendemos que tal dicotomia é cientificamente incorreta, por isso, junto com Fábio Comparato e tantos outros, entendemos que o termo correto é “ineficaz”.

desempenham função pujante na economia, fomentando disputas pelo poder de controle das companhias, criando ambiente concorrencial apto a instigar os atores de mercado, sobretudo os controladores, a desempenhar um papel cada vez mais eficiente.

As companhias abertas com controle difuso (minoritário ou gerencial) são as que estão propensas a este tipo de tomada de poder, haja vista que no controle concentrado (majoritário e totalitário) obrigatoriamente deverá haver uma negociação direta para a cessão da posição dominante. Por outro lado, é nas companhias com controle difuso que geralmente os órgãos da administração são dotados de maior liberdade, vez que usualmente não há contínuo monitoramento dos administradores por parte do acionista controlador (em regra, tais casos são mais viáveis nos EUA e na Inglaterra).

Tais liberdades maiores experimentadas pelos administradores causam os chamados custos de agência (*agency costs*). Tais custos de agência são representados pela ocorrência de falhas de comunicação entre os administradores e os acionistas acerca do que ocorre na companhia. Os problemas de agência ocorrem sempre que o bem-estar de uma parte (principal) depende de ações de outra parte (agente)³⁹.

Tal teoria toma contornos práticos interessantes quando se está diante de uma tomada de poder hostil. Os administradores das companhias com controle difuso, usualmente possuem melhores informações que os acionistas acerca da própria companhia, deste modo, são estes os sabedores se tal oferta pública é satisfatória ou não⁴⁰.

³⁹ HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reiner. *Agency Problems and Legal Strategies* In: KRAAKMAN, Reiner et al. *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*. Oxford: Oxford University Press, 2004, p.21.

⁴⁰ Tal teoria tem relevância mais acentuada nos EUA e na Inglaterra onde os Administradores possuem um poder significativamente maior que o encontrado em nosso cenário. Sobretudo nos EUA, onde possuem uma autonomia gritante. Como aqui não é o escopo deste trabalho, até pelo tamanho pretendido, remetemos o leitor a duas leituras que tratam do tema de maneira direta e clara, são elas, as dissertações de mestrado, perante a USP, de Paloma dos Reis Coimbra de Souza e de João Pedro Barroso

Destarte, a teoria da agência trabalha com a dicotomia conflito de interesses e custos de transação, entre os interesses particulares dos administradores em manterem seus cargos e os interesses dos acionistas, que geralmente são em conseguir o valor mais alto pela ação objeto de desejo. De tais conflitos de interesse, surgem os custos de transação, os quais são decorrentes da assimetria informacional entre as partes^{41,42}.

Há um dissenso na doutrina sobre a possibilidade de tomadas de poder hostis. De um lado há quem defenda que são instrumentos capazes de minorar os efeitos dos custos de agência, levando aos administradores a serem mais transparentes e eficientes. De outro lado há quem diga que as possibilidades de tomadas de poder hostis trazem insegurança a companhia, prejudicando o desempenho, tanto da companhia, quanto dos administradores, em razão da instabilidade no cargo. Não é correto concordar completamente com nenhuma das afirmações, há um meio termo entre as duas assertivas, o que será melhor delineado no próximo tópico.

Por fim, a concluir o presente tópico, é necessário afirmar que pelas características tanto do mercado nacional, quanto, sobremaneira, da lei das S/A, tal problemática dos custos de agência em nosso solo é minimizada. Em primeiro ponto porque

do Nascimento, podendo ser acessadas pelos links: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-21082012-110744/pt-br.php>; <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-02082011-113835/pt-br.php>

⁴¹ Na doutrina estrangeira os custos de agências são definidos como a soma dos custos de monitoramento do principal, dos gastos para incentivar o agente a atuar em benefício do principal, das perdas residuais, decorrentes do fato de que é impossível para o principal ou para o agente, a custo zero, assegurar que o último tomará sempre as melhores tomadas de decisão do ponto de vista do principal. (JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, In: *Journal of Financial Economics* 3, n.4, 1976, p. 6-7.

⁴² A assimetria de informações, na prática estrangeira, é muita das vezes a própria razão da proposta pública de aquisição (*takeover*), vez ocorreria uma subvalorização das ações em razão da falta de transparência dos administradores, abrindo espaço para terceiros interessados. Importante notar que o contrário também pode ser verdadeiro, isto é haver uma valorização artificial das ações, o que será tratado mais a frente neste trabalho.

os administradores aqui podem ser destituídos a qualquer momento, *ad nutum*, em segundo ponto em razão dos deveres fiduciários dos administradores – deveres decorrentes da própria lei⁴³ –, em terceiro em razão que a companhia deve seguir seu fim social, sendo que os administradores podem ser punidos em caso de desvio de poder, de finalidade e de falta de lealdade⁴⁴.

4 – DAS MEDIDAS DEFENSIVAS A TOMADA DE PODER HOSTIL

A partir do cenário internacional mencionado, de possibilidades de ofertas públicas hostis de aquisição de poder de controle, é que surgiram as chamadas medidas defensivas. Na doutrina estrangeira foram denominadas como *takeover defenses*, *shark repellents* e *porcupine provisions*.

Aqui cabe um breve adendo e uma advertência de como o tema vem sido tratado e denominado por parte da doutrina pátria (e também da práxis empresarial). Muitos autores brasileiros utilizam do termo *poison pill* para se referirem a toda sorte de medidas defensivas. No entanto, tal denominação genérica é equivocada e cientificamente errônea. A *poison pill* é apenas uma espécie do gênero *takeover defenses*, talvez o mais célebre, porém tal fato não autoriza a confusão entre espécie e gênero que ocorre por parte de alguns autores pátrios, ainda mais se levando em conta que a prática estrangeira – qual fundou e aprofundou tais medidas defensivas – possui um rol extenso de espécies de medidas defensivas⁴⁵. Ademais, é imperioso ressaltar

⁴³ Artigo 153,154,155,156,157 da Lei das S/A.

⁴⁴ Artigo 154 da Lei das S/A.

⁴⁵ Mesmo não sendo este o escopo do presente trabalho, podemos citar a título exemplificativo as seguintes espécies de medidas defensivas: Cláusula de proteção a dispersão acionária, limitação ao número de votos, deliberações sujeitas a quórum de super-maioria qualificada; vencimento antecipado de empréstimos e de contratos relevantes; conselho de administração escalonado (*staggered board*); *White Knight*; *white squire*; *crown jewel*; *greenmail*; *pac-man defense*; *Golden parachute*; *people pill*; *show stopper/safe harbour*; *macaroni defense*, *standstill agréments*; *just say no*.

que o estudo cego de tais medidas e seu deslocamento acrítico a realidade brasileira é algo temerário. O estudo de direito comparado é de importância ímpar para a evolução do direito como um todo, mas há que se ter cautela e inteligência na transposição de elementos externos, tanto cientificamente, quanto – e principalmente – em seu aspecto prático, sob pena de se causar graves danos, não só a estrutura do sistema jurídico, mas, sobretudo há quem se utiliza de tais medidas, quais muitas vezes em nosso cenário podem ser ilegais⁴⁶.

O tema da adoção de medidas defensivas em face de tentativa hostil de tomada de poder de controle é tema que versa considerável polêmica em todo o cenário mundial. Com a crescente evolução do mercado acionário brasileiro, principalmente pelas regras esculpidas pela BM&FBOVESPA, quanto ao mercado acionário, notadamente o chamado Novo Mercado é que tal tema torna a sua relevância cada vez mais acentuada entre nós⁴⁷.

A discussão sobre a utilização de medidas defensivas, em linhas gerais, cinge-se se tais medidas são de fato mecanismos destinados a proteger a companhia-alvo e seus acionistas; ou se servem de medida de proteção dos administradores/controladores, permitindo que estes continuem em suas posições, constituindo verdadeira trincheira. No Brasil ainda se perquire se tais medidas não são medidas que visam impedir a dispersão acionária de determinada companhia.

Outro aspecto trazido a lume é que as medidas defensivas aumentam os custos das ações negociadas mesmo quando se trata de aquisições amigáveis, podendo afugentar investidores

⁴⁶ Pelo tamanho pretendido neste artigo não irá aqui se aprofundar sobre a legalidade e a possibilidade de utilização das várias espécies de *takeover defenses* em nosso sistema. Para tanto, remetemos o leitor novamente para a dissertação de mestrado de João Pedro Barroso do Nascimento, por se tratar de texto ao mesmo tempo direto, simples e que não descuida da parte técnica.

⁴⁷ Em 2007 eram 90 companhias listadas no Novo Mercado, atualmente, 2018, são 150 empresas. Lembrando que o novo mercado exige que exista ao mínimo 25% das ações em circulação e que existam apenas ações ordinárias com direito a voto.

ou reduzir o preço das ações perante o mercado de balcão. Além, claro, doutros aspectos demonstrados alhures, relativos ao incentivo dos administradores/controladores em se manterem eficientes no desempenho de suas funções.

As medidas defensivas têm como objetivo aumentar o custo da aquisição do controle, ou diminuir os benefícios esperados pelo adquirente, deste modo, desestimulando os pretendentes, sendo normalmente ativadas quando atingido um gatilho, isto é uma percentagem predeterminada de aquisição de ações por parte de um indivíduo (ou grupo de indivíduos em conjunto). Podem ser divididas em preventivas⁴⁸ e remediativas⁴⁹; e em estruturais (legais)⁵⁰, estatutárias⁵¹ e contratuais (ou institucionais)⁵².

Em observação a realidade jurídica e fática brasileira, as medidas defensivas, desde que usadas com equilíbrio são institutos legais e que trazem uma maior segurança e dinamismo ao mercado. No entanto, como já dito, seu chamamento à prática brasileira requer cuidados por parte do operador do direito, notadamente em relação às normas constitucionais, cíveis e

⁴⁸ São as medidas tomadas antes da ocorrência da oferta hostil. Normalmente estão dispostas no estatuto social das companhias. Na prática estrangeira são divididas em: organizatórias (administração escalonada); limitações do direito de voto (aumentar o quórum para determinada deliberação ou limitar o número de votos de cada acionista); esquemas financeiros (*Golden parachutes*, por exemplo); controle sobre ações (mecanismos que preveem a alienação futura obrigatória de ações, ou ainda, de bônus de subscrição). Entre nós nos parece possível a adoção da limitação de voto e o controle de ações, através de bônus de subscrição, debentures.

⁴⁹ São aquelas medidas tomadas durante o curso da oferta hostil. Um exemplo pode ser a venda dos principais ativos da companhia (*crown jewels*), realização de contratos onerosos.

⁵⁰ São medidas previstas na legislação. Exemplo disso pode ser o contido no artigo 254-A da Lei das S/A, que prevê em caso de aquisição de poder amigável, o adquirente deve oferecer a compra das demais ações a percentagem de 80% do pago ao controlador. Nas companhias que atuam no Novo Mercado da BOVESPA o chamado *tag along* é de 100%.

⁵¹ São as medidas previstas no estatuto social da companhia.

⁵² São as medidas constantes em contratos, como, por exemplo, acordos de acionistas, ou de criação de *holdings*.

empresariais que nos circundam e determinam a exatidão da livre manifestação de vontade dos particulares.

Desta feita, a utilização das medidas defensivas deve observar as regras dos demais negócios jurídicos. A regra inserta no estatuto deve respeitar os planos de existência⁵³, validade⁵⁴ e eficácia^{55 56 57}. Por igual modo as medidas defensivas devem observar o contido na legislação empresarial/societária, em especial na lei das S/A. A Lei 6.404/76 possui diversos dispositivos que restringem o uso das medidas defensivas, tais quais são usadas no exterior. Exemplificadamente: o artigo 109 em seu parágrafo primeiro estabelece que deva haver igualdade de direito aos titulares de ações de mesma classe; o artigo 171 prevê a preferência dos acionistas, em igualdade de condições de acordo com o número de ações que possuírem, para a subscrição de ações; o artigo 115, parágrafo primeiro, determina que qualquer ato da companhia deva ser realizado no limite estabelecido pelo

⁵³ Deve conter os elementos essenciais de todo negócio jurídico para concretizar sua existência – vontade, objeto e forma. Nas medidas defensivas ganham relevo as disposições que contenham condição, termo e/ou encargo.

⁵⁴ Devem respeitar os requisitos de validade, ou seja, agente capaz, objeto lícito, possível, determinado ou determinável e forma prescrita ou não defesa em lei.

⁵⁵ O negócio jurídico deve ter o poder de repercutir socialmente.

⁵⁶ NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Anotações sobre medidas defensivas à tomada de controle*. Dissertação de Mestrado: Pós Graduação da Escola de Direito - USP. 2010, p.107-111.

⁵⁷ Há quem diga (como o autor da nota de rodapé supra) que referidas medidas devem seguir a função social do contrato e a boa-fé objetiva. Encontramos dificuldade em tal assertiva. Ora, o que é função social do contrato? O que é boa-fé objetiva? O que são bons costumes? Parecem-nos cláusulas por demasiado abertas, que trazem mais insegurança ao ponto que se permite um “que” de moralismo ao direito e demonstram a vontade de interferência sobre determinados assuntos que não detém um grau mínimo de convergência a um corte objetivo da possibilidade de atuação individual. Ainda mais se levarmos em conta que o campo do direito empresarial/societário é marcadamente diferente do ramo cível e das relações ali constantes. Perante o direito empresarial/societário há uma relação dinâmica e paritária entre as partes, onde há constante sopesamento das consequências do negociado, não nos parecendo certo querer o legislador ou o julgador querer restringir a liberdade advinda das características dessa relação, sob pena de engessar e enfraquecer o mercado pátrio e desvirtuar as relações jurídicas mercantis.

interesse social da companhia (realização do objeto social – lucro – evitar prejuízos deliberados); assim como se deve respeitar toda a lei das S/A.

Por mais, há que se ter em conta as disposições regulamentares da CVM, autarquia responsável pelo controle do mercado acionário. São inúmeras instruções normativas e orientações, podendo citar, a título ilustrativo: Parecer de Orientação CVM 1/78, qual diz que a fixação do valor da ação deve seguir os parâmetros do artigo 170 da Lei das S/A, impossibilitando a aquisição de ações com descontos; Instrução Normativa CVM 10/80, qual veda a aquisição de ações pela própria companhia quando em curso uma oferta pública de aquisição de poder de controle.

Assim, a realização de medidas defensivas nos estatutos sociais das companhias deve ser realizada com análise rigorosa da legislação como um todo, bem como dos aspectos práticos possíveis que tais medidas podem trazer a um caso concreto de oferta pública de aquisição de poder de controle.

Com vistas ao dito, por muito tempo na prática nacional se utilizou o que a doutrina costuma chamar de “cláusulas pétreas” para blindar as medidas defensivas utilizadas por companhias nacionais. Tais cláusulas visavam a impedir que os acionistas não pudessem imunizar a companhia de tal medida, sob pena de forte ônus financeiro ou responsabilidade perante a companhia. Referidas cláusulas causaram bastante polêmica perante a comunidade especializada, a ponto de a CVM emitir parecer de orientação, qual número é 36/2009, garantindo que não iria punir em procedimento administrativo sancionador, os acionistas que descumprissem as cláusulas.

Tais cláusulas são evidentemente ilegais. Consignamos com as explicações contidas em tal parecer de orientação. Tais disposições ferem frontalmente o disposto nos artigos 106, 115, 121, 122 inciso I, 129 da Lei das S/A, vez restringirem, ou até impossibilitarem, o direito de voto dos acionistas, ferindo, por

consequência o âmago da Assembleia Geral ao limitar a discricionariedade dos acionistas ao tempo de proferirem seus votos. Ainda impõe ônus patrimonial pela realização de oferta pública, ao acionista que já integralizou o capital social subscrito, se consubstanciando em verdadeira medida punitiva.

Portanto, em vias de conclusão, as medidas defensivas a tomada hostil de poder de controle, se bem utilizadas, são instrumentos necessários em um ambiente altamente competitivo, complexo e flutuante como é o caso das companhias que atuam perante o mercado de capital aberto.

Em primeiro plano porque proibir o uso de medidas defensivas por parte de companhias que pretendem atuar perante o mercado acionário teria o forte condão de desestimular a entrada dessas companhias no mercado de capital, ou, até mesmo, a retirada de empresas lá constantes, que fechariam seu capital por receio de ofertas públicas hostis⁵⁸⁵⁹, o que causaria prejuízos econômicos e refreamento do mercado acionário.

Em segundo ponto, podemos citar que as medidas defensivas possuem o potencial de aumentar a diluição do capital social, aumentando a dispersão acionária. O terceiro ponto vem em decorrência lógica do segundo, isto é, se cria um mecanismo para o acionista controlador da companhia abrir o capital da mesma, pondo mais ações em mercado, aumentando o capital da empresa e ainda se mantendo relativamente estável na posição de acionista controlador, sendo que para ser substituído deverá ser remunerado em quantia tal que a ele possa satisfazer⁶⁰. Um

⁵⁸ CORDEIRO, António Menezes. *A OPA estatutária como defesa contra tomadas hostis*, in Revista Ordem dos Advogados 58, t.I 1998, p.135.

⁵⁹ Haja vista ainda reinar em nosso solo a cultura do empreendedor dono da empresa, assim, é lícito supor que aquele que construiu seu império não iria querer abrir mão de seu poder de controle de forma tão fácil, por assim dizer.

⁶⁰ Discordamos de Modesto Carvalhosa e de Carlos Klein Zanini, para quem, respectivamente, tal uso da medida defensiva seria um desvirtuamento do instituto, que serviria para proteger a companhia de ofertas inesperadas e prejudiciais, para um e, para outro, seria antijurídico, vez que feriria o artigo 109, §1º da Lei das S/A, haja vista que impor tratamento desigual a acionistas de mesma classe, impedindo qualquer

quarto motivo é garantir a quantidade mínima de ações circulantes no mercado (*free float* de 25%), bem como fomentar a dispersão acionária.

Um quinto motivo é garantir o atendimento dos interesses dos acionistas, isto é conseguir o maior valor possível pelas ações de sua titularidade. Por fim, discordasse do ponto levantado que tange ao desincentivo dos administradores/controladores em se manterem eficientes no desempenho de suas funções. Existem vários estudos, sobretudo na área das ciências contábeis, tanto no exterior⁶¹, quanto no Brasil, que demonstram que a existência de medidas defensivas diminui o fenômeno do gerenciamento de resultados contábeis, quais são basicamente a ingerência nos resultados contábeis a partir de critérios subjetivos e questionáveis, que não traduzem a verdadeira realidade da companhia⁶². Deste modo, as medidas defensivas trazem mais

outro acionista, senão o controlador de possuir percentual de ação superior ao contido no gatilho da medida. Discordamos em absoluto de ambas as posições. A um, pois o deslocamento de qualquer instituto estrangeiro a outra realidade, invariavelmente trará modificações neste instituto, por mais, não é só por que algo foi criado com um fim, que este fim não pode ser modificado, mantendo uma essência mínima, com o tempo e a prática. Não há nada de errado ou ilícito em criar mecanismos (desde que respeitados os limites legais atinentes) para a manutenção de poder. A dois, por que as medidas defensivas não impedem o acionista minoritário de adquirir mais ações, apenas dificultam, e, ainda, não impedem a criação de grupos de acionistas, como, por exemplo, por meio de acordo de acionistas (se assim o fizer, impedindo o exercício das prerrogativas postas na Lei de, por exemplo, procedimento de votos múltiplos, requisitar informações, eleger administrador, etc., a nosso ver, tal medida, neste ponto, seria ilegal). CARVALHOSA, Modesto. *As poison pills estatutárias na prática brasileira – alguns aspectos de sua legalidade*: In: Direito Societário – Desafios Atuais, coord. R.R.M. CASTRO e L.S. ARAGÃO, São Paulo, Quartier Latin, 2009, p. 21; ZANINI, Carlos Klein. *A poison pill brasileira: desvirtuamento, antijuricidade e ineficiência*. In: Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneo, coord. M.V. ADAMEK, São Paulo, Malheiros, 2011, p.264-270.

⁶¹ Podendo citar a título ilustrativo: JIRAPORN, P. *An empirical analysis of corporate takeover defenses and earnings management: evidence from the US*. Applied Financial Economics, 15 (5), 2005, p. 293-303; ZHAO, Y.; CHEN, K.; ZHANG, Y.; DAVIS, M. *Takeover protection and managerial myopia: evidence from real earnings management*. Journal of Accounting and Public Policy, 31 (1), 2012, p. 109-135.

⁶² PORTULHAK, Henrique; THEISS, Viviane; KUHLE, Marcos Roberto; COLAUTO, Romualdo Douglas. *Poison Pills e Gerenciamento de Resultados em*

segurança aos controladores a realizarem uma atuação mais transparente e ética, não necessitando mascarar resultados para demonstrar uma pretensa eficiência maior. Ademais, há que se lembrar sempre que no Brasil os administradores são destituídos a qualquer tempo, *ad nutum*, assim a problemática da eficiência, se existente, estaria restrita aos controladores de fato e de direito, o que nos parece distanciar da realidade existente nos EUA e Inglaterra (sobretudo neste primeiro). Portanto, as medidas defensivas trazem mais segurança à companhia para desempenhar suas funções, sem o receio da tomada de poder hostil a qualquer tempo⁶³. Por mais, as medidas defensivas se utilizadas de

Companhias Brasileiras que Negociam na BM&FBovespa, apresentado perante o XVI Congresso de Controladoria e Contabilidade da USP (*Buidilng Knowledge in Accountung*). Disponível em: www.congressousp.fipecafi.org/anais/artigos162016/16.pdf, acesso em 20.09.2018.

⁶³ As ofertas públicas de aquisição de controle têm em si uma natureza coercitiva. Valemo-nos do exemplo de Otávio Yasbek e Marcos Barbosa Pinto: “2.4 Embora a venda de ações numa oferta de aquisição de controle seja voluntária, alguns tipos de oferta podem compelir o acionista a vender suas ações mesmo que o preço ofertado lhe pareça insuficiente. Para perceber como um negócio teoricamente voluntário para os acionistas pode se tornar coercitivo, basta analisar o exemplo a seguir. A Companhia A faz uma oferta de aquisição de todas as ações da Companhia B, condicionada a aceitação de 50% mais uma das ações, a um preço de R\$20,00 por ação. Simultaneamente, a Companhia A anuncia que, se a oferta tiver sucesso, incorporará a Companhia B; nessa incorporação, as ações da Companhia B serão avaliadas a R\$15,00 por ação para fins de fixação da relação de troca. Um investidor entende que sua ação da Companhia B vale R\$25,00; teoricamente, ele deveria rejeitar a oferta de R\$20,00. Todavia, esse acionista não sabe se a oferta vai ter sucesso ou não, ou seja, se a Companhia A conseguirá adquirir 50% mais uma das ações; ele sabe apenas que, devido à dispersão acionária, sua decisão de aderir ou não à oferta não afetará o resultado, ou seja, sua aceitação não terá influencia significativa sobre as chances de a oferta obter a adesão de 50% mais uma das ações. Nessas condições, a melhor alternativa para o acionista é aceitar a oferta, ainda que o preço lhe pareça injusto. Caso rejeite a oferta, o acionista pode permanecer com uma ação que, segundo sua avaliação, vale R\$25, mas se sujeita ao preço de R\$15 na incorporação. Caso aceite a oferta, o acionista mantém as chances de permanecer com a ação que vale R\$25 se a oferta não tiver sucesso; e ainda assegura o preço mínimo de R\$20,00 se a oferta for bem sucedida. Sem dúvida nenhuma, um acionista racional aceitará a oferta” (LEXISNEXIS. *Memorando de Otávio Yasbek e Marcos Barbosa Pinto*. Disponível em: https://www.lexisnexis.com.br/lexis360/smedia/document/Memorando_Diretores_Marco_Pinto_Otavio_Yazbek_Processo_CVM_RJ_2009_3362.pdf, acesso em

maneira inteligente aumentam o poder de barganha dos acionistas.

Destarte, as medidas defensivas, devem ser postas de tal maneira que possam irradiar seus efeitos positivos, mas que não tragam efeitos negativos desnecessários⁶⁴, devendo, desta feita, poderem ser afastadas pela vontade dos acionistas, caso estes entendam melhor negociar uma venda com o pretendente, haja vista que naquele determinado caso concreto a venda das ações é do interesse daqueles⁶⁵.

Por conseguinte, as medidas defensivas são institutos lícitos, devendo ser construídos observando a legislação pátria, respeitando as vicissitudes do mercado para não engessar a companhia que as contiver, demandando, conseqüentemente, profundo conhecimento e estudo prévio antes de sua introdução estatutária.

CONCLUSÃO

O poder de controle de uma companhia constante no mercado de capital aberto é alvo de desejo dos diversos atores do mercado, haja vista que deter o poder de controle é controlar

20.09.2018.

⁶⁴ Paloma dos Reis Coimbra de Souza nos trás o exemplo de que a Positivo Informática S.A. deixou de negociar suas ações (e seu poder de controle) com a Lenovo, em vista da existência de medidas defensivas com “cláusula pétrea”. Outro Exemplo trazido por ela é a da Klabin Segall que queria vender suas ações a Polo Capital, entretanto em razão das medidas defensivas com cláusula pétrea teve que se fazer uma engenharia de negociação muito mais complexa e onerosa que a necessária. *Tomada de Controle de Companhia Aberta: A Poison Pill à Brasileira*. Dissertação de Mestrado – Pós-Graduação da Escola de Direito - USP, 2011, p.139-140.

⁶⁵ Entendemos também que os administradores podem exercer papel fundamental na aceitação da proposta pública ou não. Veja que muitas das vezes são os administradores que detêm o conhecimento efetivo acerca da vida da companhia. Portanto, são eles que poderão saber melhor se aquela determinada oferta é satisfatória ou não. Dessarte, com vistas aos seus deveres fiduciários legais, estes devem agir sempre no melhor interesse da companhia, desta forma, seu parecer opinativo pela aceitação ou não da companhia, nos parece ser um valioso instrumento e aliado, tanto da companhia, quanto de seus acionistas.

os rumos que a companhia irá tomar; é influenciar o modo como serão feitos os negócios; como serão fechados os contratos; como serão vendidos os produtos; qual será maneira que irá se comportar a companhia.

Ora, afinal de contas, o fim de toda sociedade empresária em um ambiente de economia de mercado é apenas um, o lucro. Controlar os rumos da empresa é antes de tudo controlar as decisões que serão tomadas com vistas ao lucro, visando, outrossim, a fatia maior desse bolo. Todos os demais consectários a empresa – por exemplo, função social –, são elementos secundários perante o lucro. Em um ambiente capitalista ninguém (ou melhor, quase ninguém) empreende visando outro fim senão a riqueza⁶⁶. Os benefícios trazidos pela companhia (sua função social, sobremaneira no tangente a criação de empregos, fomentação da economia, desenvolvimento social), são reflexos de uma empreitada empresarial bem sucedida.

Portanto, cabe ao Estado permitir a atuação concorrencial dos particulares de modo que se crie um ambiente de competitividade apto a ensejar inovações e avanços, tanto econômicos, como, por consequência, sociais. Dessarte, a complexidade da atuação perante o mercado acionário é tamanha, sendo que toda decisão envolve um senão de questões a serem consideradas, não sendo jamais seu resultado certo, como em uma equação matemática.

⁶⁶ Aqui não se defende uma ideia neoliberal clássica, que o mercado deve se autorregular, isto nos parece utopia. Nos é clarividente que há certos limites para a atuação mercantil, sobretudo aqueles estabelecidos em Lei, em especial nas esferas trabalhistas e consumeristas. Entretanto, nos parece ululante, de igual forma, que não cabe ao Estado interferir por demasiado na esfera empresarial particular, sob pena de engessar e desestimular a economia, como aliás acontece entre nós – a justiça do trabalho, a atuação do fisco e as decisões judiciais tributárias, são exemplos evidentes de uma atuação exacerbada estatal que ao invés de promover o desenvolvimento, promove e perpetua o atraso –, assim, portanto, o que se quer dizer é que ao se criar um empreendimento, de maneira geral, o indivíduo pensa em seu próprio sucesso, na criação de sua riqueza, destarte, tal empreendimento deve ter suas arestas aparadas pelo corte da legislação, porém, não ao ponto de impedir o crescimento de seus galhos e frutos, os quais, ao fim, é que trarão o desenvolvimento econômico e social desejado.

Não caberia ao Estado decidir sobre a legalidade ou ilegalidade da construção de medidas defensivas a tomada de poder de controle hostil. Por primeiro, já há em todo arcabouço legal pátrio mecanismos conformadores suficientes para que se impeça o abuso deste poder/direito, devendo a criação de qualquer medida defensiva respeitar tais limites normativos.

Ainda, como já demonstrado e defendido, as medidas defensivas se utilizadas de maneira inteligente, são mecanismos que trazem maior segurança aos controladores, e via de consequência à própria companhia, conduzindo a tomadas de decisões em um ambiente mais favorável, bem como entregam aos acionistas um poder de barganha maior, via de regra, protegendo a própria companhia e seus interesses.

Por conseguinte, as medidas defensivas devem ser utilizadas com equilíbrio, respeitando os limites normativos nacionais, devendo haver a possibilidade de os acionistas a afastarem se assim o desejarem, por entenderem que tal ato é mais benéfico, sendo, na medida do possível, aconselhados pelos administradores, que no mais das vezes, possuem melhores informações sobre a companhia, do mesmo modo que possuem deveres fiduciários legais que devem seguir. Desta maneira, as medidas defensivas servem a seu propósito e são instrumentos necessários para o exercício de poder de controle de maneira benéfica à companhia, quando respeitados os limites legais e, porque não, da própria *lex mercatoria*⁶⁷.



BIBLIOGRAFIA

ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as ações correlatas*. São Paulo:

⁶⁷ No sentido de costumes do mercado, visando evitar abusos, quais poderiam prejudicar a Companhia na própria sistemática do mercado.

- Saraiva, 2009.
- ÁVILA, Humberto. *Teoria dos princípios da definição á aplicação dos princípios jurídicos*. 12. ed. São Paulo: Malheiros, 2011.
- BEBCHUK, Lucian A. *Why Firms Adopt Antitakeover Arrangements*. University of Pennsylvania Law Review, n 152, 2003; Harvard Law and Economics Discussion Paper, n 420.
- BERLE, Adolf; MEANS, Gardiner. *A moderna sociedade anônima e a propriedade privada*. Tradu. Dinah de Abreu Azevedo. São Paulo: Abril Cultural, 1984.
- CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. *Deveres e Responsabilidades*. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (org). *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009.
- CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 4. ed. v. 2. Rio de Janeiro: Ed. Saraiva, 2003.
- _____. *As poison pills estatutárias na prática brasileira – alguns aspectos de sua legalidade*, in *Direito Societário – Desafios Atuais*, coord. R.R.M. CASTRO e L.S. ARA-GÃO, São Paulo, Quartier Latin, 2009.
- CHEN, K.; ZHANG, Y; DAVIS, M. *Takeover protection and managerial myopia: evidence from real earnings management*. *Journal of Accounting and Public Policy*, 31 (1), 2012.
- COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. Rio de Janeiro: Forense, 2009.
- CORDEIRO, António Menezes. *A OPA estatutária como defesa contra tomadas hostis*, in *Revista Ordem dos Advogados* 58, t.I 1998
- CVM. *CVM lança site para a divulgação da semana mundial do investidor*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20170914-1.html>, acesso em

20.09.2018.

- EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. v. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2011.
- FOLLONI, André Parmo. *Complexidade, direito e normas jurídicas como emergências*. Revista. Direito e Práxis, Rio de Janeiro, Vol. 08, N. 2, 2017
- GOCAPITALPAR. *Regulamento de listagem do Bovespa Mais*. Disponível em: <http://gocapitalpar.com.br/Downloads/10.pdf>, acesso em 20.09.2018.
- GORGA, Erica. *Changing the Paradigm of Stock Ownership: From Concentrated Towards Disperse Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries*. 3rd anual conference on empirical legal studies papers. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1121037>, acesso em 20.09.2018.
- HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reiner. *Agency Problems and Legal Strategies* In: KRAAKMAN, Reiner et al. *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*. Oxford: Oxford University Press, 2004.
- JENSEN, Michael C.,; MECKLING, William H. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. In: *Journal of Financial Economics* 3, n.4, 1976.
- JIRAPORN, P. *An empirical analisys of corporate takeover defeses and earnings management: evidence from the US*. *Applied Financial Economics*, 15 (5), 2005.
- KNIGHT, Frank H. *Risk, uncertanity and profit*. Londres: Houghton Mifflin, 1921.
- LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDEREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A v. 2*, 2ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996.
- MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Empresa Contemporânea e Direito Societário: poder de controle e grupo de sociedades*. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2002.

- MONTEIRO GOMES, Luiz Flavio Autran; SIMÕES GOMES, Carlos Francisco. *Tomada de Decisão Gerencial: Enfoque Multicritério*. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2012.
- NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Anotações sobre medidas defensivas à tomada de controle*. Dissertação de mestrado – USP, 2010.
- PENTEADO, Mauro Rodrigues. *Apontamento sobre a Alienação do Controle de Companhias Abertas*. RDM. São Paulo: Malheiros, n.76.
- PIMENTA, Goulart Eduardo. *Direito Societário*. Porto Alegre: Editora Fi, 2017.
- PONCZEK, Daniel Kalansky. *O instituto da Incorporação de Ações*. Dissertação de Mestrado – USP, 2011.
- PORTULHAK, Henrique; THEISS, Viviane; KUHL, Marcos Roberto; COLAUTO, Romualdo Douglas. *Poison Pills e Gerenciamento de Resultados em Companhias Brasileiras que Negociam na BM&FBovespa*. Disponível em: www.congressosp.fipecafi.org/anais/artigos162016/16.pdf
- REVISTA EXAME. *Pelé é o garoto propaganda de campanha da BM&F BOVESPA*. Disponível em: <https://exame.abril.com.br/marketing/bm-fbovespa-lanca-campanha-educacao-financeira-estrelada-pele-589386/>, acesso em 20.09.2018.
- SCALZLLI, João Pedro. *Estruturação de Poder nas Sociedades Anônimas*. Revista de Direito da Empresa e dos Negócios – UNISINOS. v. 1, n. 1 2017.
- SOUZA, Palomo dos Reis Coimbra de. *Tomada de Controle de Companhia Aberta: A Poison Pill à Brasileira*. Dissertação de Mestrado – USP, 2011.
- STRECK, Lenio Luiz. *Verdade e consenso: constituição, hermenêutica e teorias discursivas*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2001.
- TORRES JUNIOR, Alvaír Silveira; MOURA, Gilnei Luiz de.

Decisão em Administração – uma discussão. In: YU, Abraham Sin Oih. *Tomada de Decisão nas Organizações*. São Paulo: Saraiva, 2011.

ZANINI, Carlos Klein. *A poison pill brasileira: desvirtuamento, antijuricidade e ineficiência*, in *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneo*, coord. M.V. ADAMEK, São Paulo, Malheiros, 2011.