

Coordenador
ALEXANDRE COUTO SILVA

DIREITO SOCIETÁRIO

ESTUDOS SOBRE A LEI DE SOCIEDADES POR AÇÕES

2013

 Editora
Saraiva

PATRIMÔNIO
BM&A
Biblioteca - RJ

ANÁLISE PRÁTICA E CONSIDERAÇÕES SOBRE A REALIDADE E A APLICAÇÃO DAS MEDIDAS DE PROTEÇÃO À TOMADA HOSTIL DE CONTROLE NOS ESTATUTOS SOCIAIS DAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS (*BRAZILIAN PILLS*)

Francisco Antunes Maciel Müssnich

Advogado no Rio de Janeiro e em São Paulo.

Master of Laws pela Harvard Law School.

Professor de Direito Societário da PUCRJ.

Vitor de Britto Lobão Melo

Advogado no Rio de Janeiro.

1. CONSIDERAÇÕES INICIAIS

Já é conhecido o nosso entendimento¹ da inadequação da utilização da expressão “poison pill” para denominar as medidas defensivas de proteção à tomada hostil de controle utilizadas hodiernamente nos estatutos sociais das companhias abertas brasileiras, objeto do estudo em tela.

¹ Müssnich, Francisco Antunes Maciel; PERES, Fábio Henrique. *Administração deve colaborar para o melhor uso das poison pills*, p. 1. Disponível em: <http://www.bma-law.com.br/nova_internet/arquivos/Artigos/Numero%2025.pdf>. Acesso em: 8-9-2011.

Poison pill nada mais é do que a nomenclatura dada para um tipo de medida defensiva criada nos Estados Unidos², mas que em nada se assemelha com a variação tupiniquim incorporada em alguns estatutos sociais de companhias brasileiras³, uma evidente confusão de espécie com gênero⁴.

Assim sendo, com o perdão da imprecisão, por motivos práticos e também na falta de uma nomenclatura específica, denominaremos doravante as tais cláusulas de “*Brazilian pills*”.

Estas notas não tencionam exaurir o assunto das *Brazilian pills*, nem muito menos, das diversas formas e variações de defesa à tomada hostil do controle de companhias.

Seu objetivo é analisar o momento por que passam as companhias abertas e o mercado acionário brasileiro, *vis-à-vis* a criação, aplicação e pertinência das *Brazilian pills*.

Ao longo do presente trabalho traçaremos um paralelo entre o conceitual e a prática ao citarmos e comentarmos trechos de uma cláusula real colhida do estatuto de uma companhia aberta brasileira.

Antes do exame dessas medidas e de seus efeitos no cotidiano dos participantes do mercado acionário brasileiro, é relevante arrolar-se alguns fatos históricos e conceitos importantes para a correta compreensão do tema.

2. HISTÓRICO

Uma das novidades trazidas pela sempre atual Lei n. 6.404/76 (“Lei das S.A.”) foi a criação da figura do acionista controlador⁵.

No entanto, o fenômeno da dispersão acionária em diversas companhias abertas, impulsionado pelo crescimento do mercado acionário brasileiro na última década, provocou legisladores, reguladores, advogados e acionistas a adaptar as leis, regulamentos, estatutos sociais e acordos de acionistas a uma nova realidade societária em que a existência do acionista controlador nem sempre é identificada.

Estes operadores do direito se viram na obrigação de tornar o mercado cada vez mais acessível e atraente para o investidor (seja ele um fundo de pensão estrangeiro ou a classe média brasileira). Isto se deu com a inserção em tais diplomas de regras de governo interno⁶ mais restritivas, criando novos direitos e mecanismos que favoreciam os acionistas em geral, mas, sobretudo, os acionistas minoritários.

Dentre tais regras, estão aquelas que visam o tratamento igualitário do acionista minoritário quando da alienação de controle e a manutenção da liquidez das ações de emissão das companhias, como, por exemplo, a criação do art. 254-A⁷ e a obrigação contida no regulamento do

ou sob controle comum, que: a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia”.

⁶ “Inicialmente, é preciso justificar uma pequena mudança de terminologia que estamos introduzindo no presente artigo, ao intitulá-lo ‘governo das empresas’, em vez de usar a expressão, que já se tornou usual em nosso direito, ‘governança corporativa’. Entendemos que, no direito brasileiro, descabe caracterizar a sociedade anônima como corporação, tratando-se de um anglicismo condenável, não só por respeito à língua nacional como também pela associação de ideias que pode acarretar. Na língua portuguesa, corporação tem o sentido de associação profissional, sendo inclusive uma reminiscência medieval”. WALD, Arnaldo. O governo das empresas. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 15, p. 53-78, jan./abr. 2002, p. 53.

⁷ Carvalhosa, ao discorrer sobre a criação do art. 254-A pela Lei n. 10.303/2001, critica o expediente utilizado pelo legislador ao extinguir o antigo art. 254 quando da promulgação da Lei n. 9.457/97: “Objetivou a Lei Kandir (Lei n. 9.457, de 1997) a extinção da oferta pública com tratamento igualitário, a ponto de permitir que a União, enquanto acionista controladora, se apropriasse integralmente, do sobrepreço das ações alienadas no curso de processos de privatização, sem ter que compartilhá-la com os acionistas minoritários. (...) Tal medida cassatória da Lei Kandir (Lei n. 9.457, de 1997), constitui um enorme retrocesso em nosso sistema de direito societário, tendo sido altamente lesiva aos interesses dos acionistas minoritários. Tratava-se de medida odiosa e oportunista do Governo, contra os inte-

² LIPTON, Martin; ROWE, Paul K. Pills, Polls and Professors: A Reply to Professor Gilson. *New York University Center for Law and Business Research Paper*, n. 01-006, abr. 2001, p. 15. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=398060>>. Acesso em: 8-9-2011.

³ NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas Defensivas à Tomada de Controle de Companhias*. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 48, 49 e 149.

⁴ “Os advogados confundiram uma espécie com o gênero”, afirma Francisco Müssnich, sócio do Barbosa, Müssnich & Aragão Advogados”. GAMEZ, Milton. Ora, Pílulas. *Revista IstoÉ Dinheiro*, n. 614. 15.07.2009, p. 89.

⁵ Assim define o art. 116 da Lei das S.A.: “Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto,

Novo Mercado de se manter um *free float* (percentual mínimo de ações em circulação) de 25%.

Surfando nesta onda, certas companhias abertas — a maioria composta de novatas recém-admitidas à negociação de suas ações, com a promessa de manutenção dos seus controladores/fundadores no poder após abertura de capital — inseriram cláusulas de proteção à tomada hostil de controle em seus estatutos sociais⁸.

Esse movimento das companhias se mostrou, em muitos casos, uma cópia, muitas vezes mal concebida e sem o mínimo de reflexão, da realidade de outros países, especialmente dos Estados Unidos.

Ao contrário do Brasil, a realidade americana é, já há algumas décadas⁹, a da dispersão acionária das companhias abertas.

As *hostile takeovers*¹⁰, são uma constante nos EUA, não à toa que diversas das medidas defensivas tiveram origem na prática societária americana, principalmente do estado de Delaware.

Um ponto interessante é que, por mais que essas medidas sejam largamente adotadas no mercado ianque, as tomadas hostis de controle não são necessariamente mal vistas nos Estados Unidos¹¹, muito menos demonizadas, como se vê no Brasil.

resses da cidadania na esfera do mercado de capitais". CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, 4^o vol., tomo II, 3. ed., São Paulo: Saraiva, 2009, p. 158.

⁸ "O movimento do mercado de recuperação do mercado fez-se acompanhar, no entanto, de alguns deslizes. Dentre eles a inserção da *poison pill brasileira* nos estatutos como medida preparatória à abertura do capital e ao subsequente lançamento de ações no mercado.(...) Como explica Bebchuk, a *praxis* norte-americana revela que a inserção das *poison pills* no momento antecedente ao da oferta inaugural de ações em Bolsa visava a oferecer um estímulo aos acionistas fundadores para quebrar o bloco de controle". ZANINI, Carlos Klein. *Poison Pill Brasileira: desvirtuamento, antijuridicidade e ineficiência*. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 264.

⁹ Dynamo Administração de Recursos Ltda. Carta Dynamo, n. 51, 3^o trim. 2006, p. 3. Disponível em: <<http://www.dynamo.com.br/cartas/carta51.pdf>>. Acesso em: 14-9-2011.

¹⁰ NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas Defensivas à Tomada de Controle de Companhias*. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 24.

¹¹ JENSEN, Michael C. Takeovers: their causes and consequences. *Journal of Economic Perspectives*, v. 2, n. 1, 1988, p. 1 e 3. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=173455>>. Acesso em: 8-9-2011.

As *Brazilian pills*, em sua grande maioria, nada mais são que importações impertinentes de regras elaboradas para um certo ambiente, mas adotadas em outro sensivelmente diferente, como a ridícula importação de patins de gelo pelo governo do Presidente Dutra para ajudar a Europa e os EUA quando da crise do pós-guerra¹².

Nesse sentido, Paulo Cezar Aragão é feliz ao comparar a utilização das *Brazilian pills* à venda de um terno de casimira para um cidadão teresinense, com o argumento de que esta é a última moda¹³.

As *Brazilian pills* partem de um princípio, nem sempre verdadeiro (pois há diversos casos, como naquelas companhias novatas citadas acima, de medidas defensivas em companhias com controlador definido), de que a tomada hostil de controle é danosa à companhia e, por este motivo, são previstos mecanismos estatutários com o objetivo de desestimular (ou mesmo, em algumas hipóteses, impedir) a tomada de controle, como, por exemplo, as regras para cálculo e definição do preço de aquisição, e as punições para aqueles acionistas que, mesmo no interesse social, votarem pela retirada da *Brazilian pill* do estatuto social da companhia.

Não se pode, contudo, generalizar ao se comentar o cenário brasileiro de defesa à tomada hostil de controle, apesar de, como muito bem demonstram João Pedro Barroso do Nascimento¹⁴ e Erica Gorga¹⁵, tais cláusulas estatutárias seguirem um certo padrão¹⁶, a ser analisado mais

¹² Monitor Mercantil. Ano XCIX, n. 26.389. 8.04.2011. Disponível em: <http://www.monitormercantil.com.br/pdf/a3a0ecd750d2_7a39e333ff43f0f22856.pdf>. Acesso em: 8-9-2011.

¹³ "É semelhante à venda de um terno de casimira para alguém que mora em Teresina, sob o argumento de que atende às suas demandas, além de ser a última moda, para depois esse pobre usuário descobrir que não consegue sair da roupa, de tão bem talhada que foi". ARAGÃO, Paulo Cezar. *Jogo Rápido. Revista Capital Aberto*, n. 85, ano 8, 1-9-2010, p. 35. Disponível em: <http://www.bmalaw.com.br/nova_internet/arquivos/clipping/29_set_2010_Capital_Aberto-Jogo-Rápido-PCA.pdf>. Acesso em: 8-9-2011.

¹⁴ NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas Defensivas à Tomada de Controle de Companhias*. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 150 e 151.

¹⁵ GORGA, Erica. Changing the Paradigm of Stock Ownership: From Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries: *3rd Annual Conference on Empirical Legal Studies Papers*. Abr. 2008, p. 47 e 48. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1121037>>. Acesso em: 8-9-2011.

¹⁶ YOKOI, Yuki. Golpe Batido: por que as companhias continuam presas a um único modelo de defesa contra aquisições hostis?. *Revista Capital Aberto*, n. 90, ano 8, 1^o-2-2011, p. 15.

adiante. Há casos de cláusulas bem estruturadas e adaptadas à situação da companhia em que se inserem.

Este trabalho, portanto, não pretende (e espera não fazê-lo) demonizar as *Brazilian pills*, mas sim provocar um debate e uma racionalização no sentido de que há certas regras que, por mais bem intencionadas e razoáveis que pareçam, só podem ser aplicadas casuisticamente, sob pena de se criar situações verdadeiramente aberrantes e grotescas.

3. O MODELO BRASILEIRO

O professor Modesto Carvalhosa não nos deixa espaço para definição mais singela e precisa sobre o modelo de cláusulas estatutárias de proteção à tomada hostil de controle normalmente utilizado pelas companhias abertas nacionais. Assim explica:

“A *poison pill* estatutária mais utilizada pelas companhias abertas brasileiras consiste em cláusula estabelecendo que a aquisição de determinado percentual de ações de emissão da companhia no mercado (15%, 20%, 25%...) gera, para o adquirente, o dever de realizar Oferta Pública de Aquisição de ações (OPA) dirigida a todos os demais acionistas”¹⁷.

3.1. O ESTABELECIMENTO DO PREÇO PARA A OPA

Carvalhosa, em seguida, demonstra que o desestímulo à aquisição de tal participação se dá ao se estabelecer fórmulas e critérios de avaliação que tornam o preço de aquisição ofertado na OPA bastante elevado, ou, por diversas vezes, proibitivo.

Há exemplos de redação que beiram o escárnio, onde se pode constatar a evidente intenção de impedir ou, ao menos, tornar excessivamente onerosa a aquisição do controle. Vale, nesse momento, realizar um exercício de comparação e consequente diferenciação entre dificultar uma possível tomada de controle e torná-la excessivamente onerosa ou, até mesmo, impedi-la.

¹⁷ CARVALHOSA, Modesto. *As Poison pills* Estatutárias na Prática Brasileira: alguns aspectos de sua Legalidade. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos de. *Direito Societário: Desafios Atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 25.

Ao nosso ver, dificultar uma aquisição é estabelecer um preço razoavelmente acima da avaliação de um determinado bem causando no candidato a adquirente uma dúvida e uma necessária análise de conveniência, prudência e possibilidade de se pagar o preço pedido ante a ordem de grandeza estabelecida.

No entanto, o que se pode perceber em algumas *Brazilian pills* é que o preço calculado atinge graus astronômicos e se mostra evidentemente inalcançável e impagável. Isto ocorre pois, por exemplo, há companhias cujo estatuto social estabelece que o preço a ser pago pelo adquirente não pode ser menor que 14,5 vezes o EBITDA¹⁸ da companhia em questão¹⁹.

Este critério, adicionalmente ao elevadíssimo e desproporcional múltiplo, não leva em conta variantes muito importantes na precificação de uma determinada ação como o momento do mercado produtor em que a companhia se insere, a liquidez da ação e a disponibilidade de crédito na praça.

Essa intenção de impedir a tomada de controle, por vezes, pode sair pela culatra. É sabido o efeito devastador que a presença dessas cláusulas (e das chamadas “cláusulas pétreas”, a serem analisadas a seguir) trouxe para o valor das cotações das ações de determinadas companhias abertas brasileiras no período da crise de crédito de 2008.

Essas companhias, profundamente afetadas por não conseguirem acesso a crédito, não conseguiam ser vendidas (ou ter seu controle alienado) a terceiros interessados e capitalizados pois as *Brazilian pills* tornavam o preço a ser oferecido na OPA uma irrealidade, ainda mais para tempos de crise. Como consequência, a cotação das ações despencou, o que gerou aos acionistas uma diminuição de patrimônio e uma crise de liquidez.

3.2. PARTICIPAÇÃO RELEVANTE – O “GATILHO” PARA INCIDÊNCIA DAS *BRAZILIAN PILLS*

Outro disparate das redações normalmente utilizadas nos estatutos sociais é o fato de se estabelecer como gatilho para a OPA uma

¹⁸ EBITDA é uma expressão americana que corresponde à abreviatura de “*Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization*”. Ou seja, em tradução livre, o valor da receita de uma determinada companhia calculado antes de serem abatidos eventuais juros, impostos, depreciação e amortização.

¹⁹ Vide item 3.6, “e” abaixo.

determinada (e baixa)²⁰ porcentagem de participação previamente fixada de forma rigorosamente cabalística, e não a aquisição do controle propriamente dita.

Nesse caso, pode-se facilmente imaginar uma hipótese em que uma determinada pessoa adquira uma certa quantidade de ações de emissão de uma companhia bem abaixo daquela necessária para se adquirir o controle (15%, por exemplo) e, mesmo assim, seja obrigada a realizar uma OPA para adquirir a totalidade das ações de emissão da companhia.

É importante mencionar que, na recente reforma do regulamento do Novo Mercado (que analisaremos a seguir), foi proposta a inserção de uma obrigação de OPA por aquisição de participação acima de 30%, o que não foi aprovado pelas companhias listadas no referido segmento e, portanto, não fizeram parte do novo regulamento.

Nossa opinião é de que uma obrigação nesse sentido retiraria a liberdade de os acionistas avaliarem a pertinência da inserção de uma cláusula de proteção à tomada hostil de controle em seus estatutos, ou seja, se tal disposição seria benéfica ou não tendo em vista a dinâmica do poder de controle em cada companhia.

Os defensores deste tipo de cláusula, denominada OPA por aquisição de participação relevante, entendem que a previsão de tal regra no estatuto da companhia garante a liquidez das ações, mas isso é uma inverdade, como bem explica Memorando²¹ editado pela CVM – Comissão

de Valores Mobiliários (“CVM”) relativo às *Brazilian pills* endereçado ao colegiado daquela autarquia, no qual os diretores signatários afirmam que não há relação necessária entre liquidez e controle/participação relevante e que o mercado brasileiro já dispõe de mecanismos mais apropriados e eficazes para a proteção da liquidez, sejam eles legais/regulatórios, como a OPA por aumento de participação do acionista controlador (art. 4º, § 6º, da Lei das S.A. c/c Instrução CVM 361/2002), ou oriundos de autorregulação, como o *free float* dos segmentos especiais da BM&FBovespa.

3.3. DEFINIÇÃO DE “AQUISIÇÃO DE PARTICIPAÇÃO ACIONÁRIA RELEVANTE”

Uma outra característica presente nas *Brazilian pills* é a definição abrangente de “aquisição da participação acionária relevante”. Para efeitos comparativos, vale à pena analisarmos a norma contida no art. 254-A da Lei das S.A.:

Na hipótese da OPA prevista no art. 254-A da Lei das S.A., para se configurar a necessidade de oferta, o adquirente do controle tem que o fazer de forma onerosa²² e derivada²³.

análise acima. 6.6 Esse argumento pode ser facilmente refutado, pois o gatilho das *poison pills* – aquisição de um percentual das ações em circulação da companhia – não tem necessária relação com a liquidez. 6.7 Na verdade, mesmo companhias cujo maior acionista é titular de mais de 51% do capital podem ter bastante liquidez, como demonstra o histórico do mercado acionário brasileiro. Por outro lado, ações de companhias cuja propriedade é totalmente dispersa podem ter liquidez reduzida, como demonstra nossa experiência recente. 6.8 Além disso, o mercado brasileiro dispõe de mecanismos mais apropriados para a proteção da liquidez, seja regulatórios, como a oferta por aumento de participação, seja oriundos da autorregulação, como a exigência de um percentual mínimo de ações em circulação feita pelos segmentos especiais da Bovespa”. CVM, Memorando, Dir. Marcos Barbosa Pinto e Dir. Otavio Yazbek, 14-4-2008. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/infos/6491-0.asp>>.

²² Vide voto do relator em CVM, Processo Administrativo Rio de Janeiro-2007-14099, Rel. Dir. Durval Soledade, j. 29-1-2008.

²³ “Art. 254-A, (...) § 1º Entende-se como alienação de controle a transferência, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade”.

²⁰ Vide item 3.6, “b” abaixo. Veja também outro exemplo: “Artigo 41 – Qualquer Acionista Adquirente, que adquira ou se torne titular de ações de emissão da Companhia, em quantidade igual ou superior a 15% (quinze por cento) do total de ações de emissão da Companhia deverá, no prazo máximo de 60 (sessenta) dias a contar da data de aquisição ou do evento que resultou na titularidade de ações em quantidade igual ou superior a 15% (quinze por cento) do total de ações de emissão da Companhia, realizar ou solicitar o registro de, conforme o caso, uma oferta pública de aquisição da totalidade das ações de emissão da Companhia (“OPA”), observando-se o disposto na regulamentação aplicável da CVM, o Regulamento de Listagem do Novo Mercado, outros regulamentos da BOVESPA e os termos deste Artigo”. Estatuto Social da EZ Tec Empreendimentos e Participações S.A. Disponível em: <<http://siteempresas.bovespa.com.br/consbov/ArquivoComCabecalho.asp?motivo=&protocolo=267380&funcao=visualizar&Site=C>>. Acesso em: 9-10-2011.

²¹ “6.5 Segunda objeção: Na verdade, as *poison pills* não são cláusulas de proteção da dispersão, mas cláusulas de proteção da liquidez, fato também desconsiderado na

Onerosa, pois, caso gratuita, não haveria preço, e portanto, não há por que se falar em participação dos acionistas minoritários no prêmio de controle.

A necessidade de a aquisição ser derivada decorre do fato de que só pode vender o controle quem de fato o detém e, portanto, por não haver controle predefinido, a aquisição originária não comporta pagamento de prêmio de controle.

A redação das cláusulas de *Brazilian pills* afasta esses pré-requisitos, não exigindo, portanto, que a aquisição seja de ações de acionista (ou grupo de acionistas) que detenha o controle predefinido e nem que tal operação se dê de forma onerosa²⁴.

Essa disposição abre espaço para hipóteses esdrúxulas onde, por exemplo, uma pessoa que simplesmente herde ações seja forçada a realizar uma OPA direcionada a todos os demais acionistas. Trata-se, portanto, de uma descabida e, por que não, desrespeitosa, obrigação pois, além de poder atingir acionistas que, por fatores externos ou postura não volitiva, se tornaram titulares de determinada participação, ainda pode vir a perturbar a paz das pessoas em momentos difíceis²⁵.

3.4. A SUSPENSÃO DO DIREITO DO ACIONISTA

As *Brazilian pills*, por diversas vezes, possuem cláusulas acessórias que pretendem garantir a eficácia das disposições ali contidas, principalmente em relação à realização da OPA, que é o objeto principal dessas normas estatutárias.

A forma encontrada para tanto, visível em diversos estatutos sociais nacionais, é a suspensão dos direitos do acionista descumpridor da *Brazilian pill*, com base no art. 120 da Lei das S.A.

O referido artigo dispõe que a “assembleia geral poderá suspender o exercício dos direitos do acionista que deixar de cumprir obrigação imposta pela lei ou pelo estatuto, cessando a suspensão logo que cumprida a obrigação”.

Verificado o descumprimento, o que tais regras trazem, normalmente, é a obrigação de o conselho de administração da companhia convocar uma assembleia geral extraordinária especial para deliberar sobre a efetiva suspensão dos direitos do acionista descumpridor.

Essa punição está normalmente prevista para ocorrer tanto em decorrência do descumprimento completo da *Brazilian pill*, como de meras regras procedimentais, como a inobservância de eventuais prazos ali dispostos, nem sempre razoáveis²⁶.

Um outro absurdo costumeiramente adotado nos estatutos, é a determinação, *ex ante*, do conflito de interesses que poderia haver na eventual manifestação de voto do acionista que descumpriu a *Brazilian pill* na

²⁴ Vide abaixo item 3.6, “a”, “c” e “g”. Vejam também outro exemplo: “Artigo 45 – Na hipótese de haver Controle Difuso, qualquer Acionista Adquirente que realize oferta ou qualquer negócio envolvendo ações de emissão da Companhia que possa resultar em aquisição ou na titularidade de ações de emissão da Companhia em quantidade igual ou superior a 20% (vinte por cento) do total de ações de emissão da Companhia, deverá, no prazo máximo de 60 (sessenta) dias a contar da data de aquisição ou do evento que resultou na titularidade de ações em quantidade igual ou superior a 20% (vinte por cento) do total de ações de emissão da Companhia, realizar uma oferta pública de aquisição da totalidade das ações de emissão da Companhia, observando-se o disposto na regulamentação aplicável da CVM, inclusive quanto à necessidade ou não de registro de tal oferta pública, os regulamentos da BM&FBOVESPA e os termos deste artigo, estando o Acionista Adquirente obrigado a atender as eventuais solicitações ou as exigências da CVM com base na legislação aplicável, relativas à oferta pública, dentro dos prazos máximos prescritos na regulamentação aplicável”. Estatuto Social da Helbor Empreendimentos S.A. Disponível em: <<http://siteempresas.bovespa.com.br/consbov/ArquivoComCabecalho.asp?motivo=&protocolo=243101&funcao=visualizar&Site=C>>. Acesso em: 9-10-2011.

²⁵ Vide item 3.6, “h” abaixo.

²⁶ Vide item 3.6, “f” abaixo. Um outro exemplo: “Artigo 34: (...) § 6º – Na hipótese de o Acionista Adquirente não cumprir com as obrigações impostas por este artigo, inclusive no que concerne ao atendimento dos prazos máximos (i) para a realização ou solicitação do registro da Oferta Pública de Ações; ou (ii) para atendimento das eventuais solicitações ou exigências da CVM, o Conselho de Administração da Companhia convocará Assembleia Geral Extraordinária, na qual o Acionista Adquirente não poderá votar, para deliberar sobre a suspensão do exercício dos direitos do Acionista Adquirente que não cumpriu com qualquer obrigação imposta por este artigo, conforme disposto no artigo 120 da Lei das Sociedades por Ações, sem prejuízo da responsabilidade do Acionista Adquirente por perdas e danos causados aos demais acionistas em decorrência do descumprimento das obrigações impostas por este artigo”. Estatuto Social da Redecard S.A. Disponível em: <<http://siteempresas.bovespa.com.br/consbov/ArquivoComCabecalho.asp?motivo=&protocolo=257104&funcao=visualizar&Site=C>>. Acesso em: 9-10-2011.

assembleia geral especialmente convocada para deliberar sobre a sua respectiva suspensão.

Nossa opinião, corroborada pela própria lei²⁷ e por seus autores²⁸, é de que todo eventual conflito de interesses deve ser checado, analisado e, conforme o caso, reconhecido posteriormente à manifestação de vontade do respectivo agente, sempre levando-se em conta determinados critérios de relevância, comutatividade e o interesse da companhia²⁹.

Essa obrigação funciona como uma verdadeira cláusula penal dentro de outra (por que não?) de igual natureza, que é a própria *Brazilian pill*.

Por esses motivos, entendemos que esta suspensão de direitos pode caracterizar um abuso às normas societárias e à melhor doutrina, sendo que tal expediente pode não gozar de nenhuma legalidade ou legitimidade, pelos motivos acima expostos³⁰.

3.5. AS “CLÁUSULAS PÉTREAS”

A última característica marcante e ultrajante das *Brazilian pills* são as chamadas “cláusulas pétreas”. Mais uma vez, nos desculpamos pela

²⁷ Assim define o artigo 115, § 4º da Lei das S.A.: “A deliberação tomada em decorrência do voto de acionista que tem interesse conflitante com o da companhia é anulável (grifo nosso); o acionista responderá pelos danos causados (grifo nosso) e será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que tiver auferido (grifo nosso)”.

²⁸ “A existência do conflito constitui uma *quaestio facti*, nas palavras de Eizirik (1998, p. 109), a ser apreciada caso a caso, após exame da deliberação”. REGO, Marcelo Lamy. In: LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 423. E, ainda, “Nesse artigo o ponto básico é um só, desde logo apresentado pela lei, e do qual defluem os demais comandos legais: o acionista deve exercer o direito de voto no interesse da companhia. O abuso de direito e o conflito de interesses decorrem da desobediência a tal comando básico; se o voto não satisfaz a tal preceito não é direito, é violação do direito”. LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.*, v. II. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 238.

²⁹ É de se lamentar a mudança do entendimento da CVM em relação a este tema, conforme exposto na CVM, Processo Administrativo Rio de Janeiro 2009/13179, Rel. Dir. Alessandro Broedel Lopes, j. 9-9-2010.

³⁰ Causa-nos ainda, no mínimo, estranheza, o fato de que seja a Companhia quem pune um determinado acionista pelo descumprimento de uma obrigação deste para com outro acionista.

imprecisão terminológica³¹, mas, por ausência de termo mais associativo e em benefício da compreensão e da manutenção de nomenclatura já utilizada na comunidade jurídica, utilizaremos neste estudo a expressão “cláusula pétrea” ao nos referirmos às cláusulas acessórias explicadas a seguir.

As cláusulas pétreas são normas estatutárias acessórias às *Brazilian pills* e têm como objetivo a proteção e a manutenção destas últimas nos estatutos sociais das companhias.

Para tanto, estas disposições estatutárias estabelecem regras que obrigam os acionistas que votarem a favor de uma eventual exclusão ou alteração da *Brazilian pill* a realizarem uma OPA direcionada a todas as ações de emissão da companhia. Um exemplo:

“Artigo 45 (...) Parágrafo 11 – A alteração que limite o direito dos acionistas à realização da OPA prevista neste Artigo ou a exclusão deste Artigo obrigará o(s) acionista(s) que tiver(em) votado a favor de tal alteração ou exclusão na deliberação em Assembleia Geral a realizar a OPA prevista neste Artigo”³².

Conforme se percebe acima, as características desta OPA são, na maioria das vezes, idênticas àquela que um eventual adquirente estaria obrigado a realizar no caso de aquisição de participação relevante e, portanto, comporta as mesmas condições daquela, principalmente a obrigação de oferecer o preço (exagerado) calculado conforme a fórmula e critérios previstos no estatuto da companhia.

Não é preciso dizer que, se essas características já têm boas chances de ser desproporcionais para um adquirente de participação relevante de uma companhia aberta brasileira de quem se supõe ter o poderio financeiro para arcar com tamanho dispêndio, para um proprietário de quantidade minúscula de ações, com boas chances de ser um pai de família

³¹ “Para facilitar a referência, chamaremos estas últimas disposições de ‘cláusulas pétreas’, embora essa denominação também não possua grande rigor técnico”. CVM, Memorando, Dir. Marcos Barbosa Pinto e Dir. Otavio Yazbek, 14-4-2008. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/infos/6491-0.asp>>.

³² Trecho retirado do Estatuto Social da BRASILAGRO – COMPANHIA BRASILEIRA DE PROPRIEDADES AGRÍCOLAS. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 9-10-2011. Vide também item 3.6, “j” abaixo.

integrante da classe média brasileira, tal obrigação é de cumprimento impossível³³.

Apesar de se não se tratar de uma condição, e sim de uma obrigação de cumprimento impossível, recorreremos a Zeno Veloso, para explicar o porquê da impossibilidade desta obrigação. Veloso exemplifica, com simplicidade e clareza, uma condição relativamente impossível: “*se vences a luta com Mike Tyson*, em princípio, é uma condição impossível, considerando a média das pessoas. Já não é condição impossível, todavia, se o negócio, com a respectiva cláusula, é celebrado com outro grande lutador de boxe”³⁴.

Tem-se, portanto, que, considerando a média do cidadão brasileiro que investe em ações, a estipulação da obrigação de se realizar uma OPA, no caso de se votar pela supressão da *Brazilian pill*, é de cumprimento impossível e, portanto, nula.

Ainda assim, na falta de casos concretos e jurisprudência de discussões a este respeito, vê-se que a previsão destas obrigações impossíveis ou, no mínimo, excessivamente onerosas, acaba por limitar bastante o exercício do poder de voto do acionista que pretenda aprovar a supressão da *Brazilian pill* do estatuto de uma determinada companhia.

Isto ocorre, pois, o referido acionista, sem meios para arcar com as consequências de sua decisão, acaba por não manifestar sua vontade, contribuindo, assim, caso seus pares tenham a mesma (e esperada) reação, para a manutenção do *status quo ante* da hierarquia do poder naquela companhia.

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

Dentre esses princípios, podemos citar (i) o princípio da soberania da assembleia geral, positivado na Lei das S.A., principalmente na norma constante em seus arts. 121 e 122, que define a assembleia geral como órgão máximo e soberano das companhias brasileiras (inclusive para aprovar a reforma do seu estatuto social — art. 122, I); (ii) o princí-

³³ Vide item 3.6, “d” abaixo.

³⁴ VELOSO, Zeno. *Condição, Termo e Encargo*. São Paulo: Malheiros, 1997, p. 32.

pio majoritário, pelo qual se confere à maioria do capital votante o poder de prevalecer, ressalvadas poucas exceções da lei, nas referidas assembleias (art. 129 da Lei das S.A.); (iii) o próprio direito de voto, pelo qual o acionista, caso o exerça no interesse social, tem total liberdade para escolher como votar (art. 115); e (iv) os princípios da autonomia privada e da liberdade de contratar, pelos quais os indivíduos possuem a liberdade e a autonomia para criar e alterar normas entre si (art. 421 do Código Civil Brasileiro).

3.6. UMA ANÁLISE PRÁTICA

Um bom exercício a ser considerado é o de se analisar uma cláusula real, retirada do estatuto vigente de uma companhia aberta brasileira, o qual nos possibilita ter uma visão completa do funcionamento do conjunto de normas estatutárias que compõem uma *Brazilian Pill*, seus motivos e efeitos.

Por questões de ética profissional, não mencionaremos de qual companhia extraímos as regras estatutárias abaixo, pelo que nos reservamos ao direito de criticar algumas escolhas dos acionistas e seus consultores, sejam eles os bancos coordenadores da oferta primária de ações, ou os advogados contratados por tais bancos e/ou pelos referidos acionistas.

Vide abaixo comentários aos principais itens que compõem uma *Brazilian Pill* vigente, cuja redação nunca foi alterada desde a oferta primária de ações da respectiva companhia:

“Artigo XXX. Qualquer Acionista Adquirente³⁵, [que adquirir ou se tornar titular]^a de ações de emissão da Companhia, em quantidade [igual ou superior a 20% (vinte por cento)]^b do total de ações de emissão da Companhia deverá, no prazo máximo de 60 (sessenta) dias a contar da data de [aquisição ou do evento que resultou na titularidade de ações]^c em quantidade igual ou superior a 20% (vinte por cento) do total de ações de emissão da Companhia, realizar ou solicitar, conforme o caso, o registro de uma OPA da totalidade das ações de emissão da Companhia,

³⁵ “‘Acionista Adquirente’ significa qualquer pessoa, incluindo, sem limitação, qualquer pessoa natural ou jurídica, fundo de investimento, condomínio, carteira de títulos, universalidade de direitos, ou outra forma de organização, residente, com domicílio ou com sede no Brasil ou no exterior, ou Grupo de Acionistas”.

observando-se o disposto na regulamentação aplicável da CVM, o Regulamento de Listagem do Novo Mercado, outros regulamentos da Bovespa e os termos deste Artigo.

Parágrafo 1º – A OPA deverá ser: [(i) dirigida indistintamente a todos os acionistas da Companhia; (ii) efetivada em leilão a ser realizado na Bovespa; (iii) lançada pelo preço determinado de acordo com o previsto no Parágrafo 2º deste Artigo; e (iv) paga à vista, em moeda corrente nacional, contra a aquisição na OPA de ações de emissão da Companhia^d.

Parágrafo 2º – O preço de aquisição na OPA de cada ação de emissão da Companhia não poderá ser inferior ao maior valor entre [(i) 120% (cento e vinte por cento) da cotação unitária mais alta atingida pelas ações de emissão da Companhia durante o período de 12 (doze) meses anterior à realização da OPA em qualquer bolsa de valores em que as ações da Companhia forem negociadas; (ii) 120% (cento e vinte por cento) do preço unitário mais alto pago pelo Acionista Adquirente, a qualquer tempo, para uma ação ou lote de ações de emissão da Companhia^e; (iii) o valor econômico apurado em laudo de avaliação.

(...)

Parágrafo 5º – [Na hipótese do Acionista Adquirente não cumprir com as obrigações impostas por este Artigo, inclusive no que concerne ao atendimento dos prazos máximos (i) para a realização ou solicitação do registro da OPA; ou (ii) para atendimento das eventuais solicitações ou exigências da CVM, o Conselho de Administração da Companhia convocará Assembleia Geral Extraordinária, na qual o Acionista Adquirente não poderá votar, para deliberar sobre a suspensão do exercício dos direitos do Acionista Adquirente que não cumpriu com qualquer obrigação imposta por este Artigo, conforme disposto no Artigo 120 da Lei das Sociedades por Ações, sem prejuízo da responsabilidade do Acionista Adquirente por perdas e danos causados aos demais acionistas em decorrência do descumprimento das obrigações impostas por este Artigo.]^f

Parágrafo 6º – [Qualquer Acionista Adquirente que adquira ou se torne titular de outros direitos, inclusive usufruto ou fideicomisso, sobre as ações de emissão da Companhia em quantidade igual ou superior a 20% (vinte por cento) do total de ações de emissão da Companhia, estará igualmente obrigado a, no prazo máximo de 60 (sessenta) dias a contar da data de tal aquisição ou do evento que resultou na titularidade de tais direitos sobre ações em quantidade igual ou superior a 20% (vinte

por cento) do total de ações de emissão da Companhia, realizar ou solicitar o registro, conforme o caso, de uma OPA, nos termos descritos neste Artigo.]^g

(...)

Parágrafo 8º – O disposto neste Artigo não se aplica na hipótese de uma pessoa se tornar titular de ações de emissão da Companhia em quantidade superior a 20% (vinte por cento) do total das ações de sua emissão em decorrência: (i) de sucessão legal, [sob a condição de que o acionista aliene o excesso de ações em até 60 (sessenta) dias contados do evento relevante]^h; (ii) da incorporação de uma outra sociedade pela Companhia; (iii) da incorporação de ações de uma outra sociedade pela Companhia; ou [(iv) da subscrição de ações da Companhia, realizada em uma única emissão primária, que tenha sido aprovada em Assembleia Geral de acionistas da Companhia, convocada pelo seu Conselho de Administração, e cuja proposta de aumento de capital tenha determinado a fixação do preço de emissão das ações com base em valor econômico obtido a partir de um laudo de avaliação econômico-financeira da Companhia realizada por empresa especializada com experiência comprovada em avaliação de companhias abertas.]ⁱ

(...)

Parágrafo 12 – [A alteração que limite o direito dos acionistas à realização da OPA prevista neste Artigo ou a exclusão deste Artigo obrigará os acionistas que tiverem votado a favor de tal alteração ou exclusão na deliberação em Assembleia Geral a realizar a OPA prevista neste Artigo, observado o disposto no Parágrafo Xº do Artigo XX³⁶ deste Estatuto Social].^j

Comentários:

a, c, g- Esses trechos evidenciam a preocupação do autor do estatuto em garantir que a aquisição, a qualquer título, de determinada quantidade de ações ou até, apenas, de alguns direitos a elas relativos, será motivo para se iniciar o procedimento de oferta pública previsto nesta cláusula. Frise-se que ao se mencionar “direitos”, a obrigação de se realizar a OPA pode recair sobre pessoas que apenas detêm o direito de receber os dividendos inerente às ações, o que é um contrassenso, tendo em vista que não há concentração de poder alguma³⁷.

³⁶ Tal artigo refere-se a um prazo maior de convocação da respectiva assembleia.

³⁷ Vide críticas relacionadas ao presente trecho no item 3.3 acima.

b- Nota-se aqui a já clássica característica das *Brazilian Pills* de se estabelecer, de forma absolutamente aleatória, como gatilho para a OPA, uma participação bastante inferior àquela necessária para se adquirir o controle de uma companhia³⁸.

d- Dentre as características costumeiras das *Brazilian Pills*, como a necessidade de se dirigir a OPA a todos os acionistas da respectiva companhia, a redação destacada ainda obriga o adquirente a realizar o pagamento à vista, em moeda corrente nacional, o que contribui ainda mais para as já criticadas possíveis desproporcionalidade e impossibilidade do cumprimento da OPA por boa parte dos investidores pertencentes ao mercado brasileiro (num cenário de aplicação das regras da cláusula pétrea, conforme realçadas no trecho “j” abaixo)³⁹.

e- Resta, mais uma vez, evidenciada a completa irresponsabilidade e desorientação dos profissionais autores de algumas *Brazilian Pills*, que estabelecem critérios absolutamente randômicos e acientíficos de precificação das ações objeto da OPA tendo como óbvio e único objetivo a inibição do candidato a adquirente a atingir a participação estabelecida⁴⁰.

f- Essa disposição coercitiva imputa ao adquirente uma nova leva de possíveis ônus no procedimento de aquisição das ações, tanto políticos quanto patrimoniais, sendo que, em alguns casos, essa “pena” pode se tornar excessivamente onerosa, como por exemplo, se decorrer do descumprimento de um mero prazo acessório relativo ao procedimento de OPA⁴¹.

h- Conforme mencionado anteriormente⁴², tal obrigação nos parece um desrespeito ao indivíduo.

i- Apesar da louvável intenção de se excepcionar a aplicação das regras da *Brazilian Pill*, o trecho do item (iv) é tão extraordinário que chega a ser risível. Isso, sem mencionar a concentracionista e nada exata estipulação de que o encarregado pela avaliação da companhia deverá

³⁸ Vide críticas relacionadas ao presente trecho no item 3.2 acima.

³⁹ Vide críticas relacionadas ao presente trecho no item 3.5 acima.

⁴⁰ Vide críticas relacionadas ao presente trecho no item 3.1 acima.

⁴¹ Vide críticas relacionadas ao presente trecho no item 3.4 acima.

⁴² Vide críticas relacionadas ao presente trecho na parte final do item 3.3 acima.

ser “empresa especializada com experiência comprovada em avaliação de companhias abertas”.

j- Esta, nada mais é, do que a redação clássica da cláusula pétrea apresentada acima⁴³.

4. OS RECENTES AVANÇOS

4.1. O POSICIONAMENTO DA CVM

O colegiado da CVM, instigado pelo já citado didático Memorando sobre *Brazilian pills*, aprovou, após audiência pública, o Parecer CVM 36/2009, pelo qual a CVM externou sua posição de não aplicar penalidades, em processos administrativos sancionadores, “aos acionistas que, nos termos da legislação em vigor, votarem pela supressão ou alteração da cláusula de proteção à dispersão acionária, ainda que não realizem a oferta pública prevista na disposição acessória”⁴⁴.

Na nossa opinião, embora os ilustres diretores tenham sido corretos na maioria de suas ponderações no Memorando, o colegiado da CVM, como órgão, perdeu uma boa chance de enfrentar no assunto com mais densidade e, inspirado pelas contribuições obtidas na respectiva audiência pública⁴⁵, assumir uma posição firme em relação ao expediente de adoção das *Brazilian pills* nas companhias brasileiras, em especial quanto à sua legalidade.

Cumprе ressaltar, no entanto, que a ausência de aplicação de penalidades pela CVM por descumprimento das cláusulas pétreas, manifestada no texto do referido parecer, não afasta a possibilidade de acionistas ou companhias que se sintam prejudicados, busquem a satisfação de seus anseios no judiciário ou em câmaras arbitrais, conforme aplicável. Só este fato já serve para manter viva a discussão sobre as cláusulas pétreas, sua legalidade e aplicabilidade.

⁴³ Vide críticas relacionadas ao presente trecho no item 3.5 acima.

⁴⁴ CVM, Parecer de Orientação n. 36, datado de 23-6-2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 6-10-2011.

⁴⁵ Houve, na referida audiência, manifestações no sentido de a CVM considerar a ilegalidade tanto das cláusulas pétreas quanto das *Brazilian pills*, além da invalidade daquelas, tendo em vista a aplicação de penalidade excessiva ou desproporcional ao acionista. Vide Relatório de Audiência Pública da CVM, n. 03/09.

4.2. ALTERAÇÕES AO REGULAMENTO DO NOVO MERCADO

Após intensas negociações e audiências restritas envolvendo as companhias listadas durante o ano de 2010, e a grande expectativa do mercado, a BM&FBovespa aprovou, em março de 2011, uma nova redação para os regulamentos de seus segmentos de governo interno, principalmente o Novo Mercado.

Apesar de algumas críticas em relação à postura um tanto quanto retraída das companhias listadas em aceitar as novas regras que lhes eram propostas⁴⁶, sensíveis alterações foram trazidas pela minuta aprovada, especialmente quanto à questão da *Brazilian pill*.

Conforme já mencionado acima, uma das propostas (acertadamente) rejeitadas pelas companhias foi aquela em que se propunha o estabelecimento de uma OPA por aquisição de participação relevante de 30%. Como argumento para esta disposição, a BM&FBovespa adotou a questão da garantia de liquidez das ações, já rechaçada acima.

A mais importante alteração, no entanto, foi a vedação de previsão, ressalvados eventuais casos exigidos em lei ou regulamentação aplicável, nos estatutos das companhias listadas de disposições que (i) estabeleçam *quorum* qualificado para a deliberação de matérias que devam ser submetidas à assembleia geral de acionistas; e (ii) impeçam o exercício de voto favorável ou imponham ônus aos acionistas que votarem favoravelmente à supressão ou alteração de cláusulas estatutárias.

Essa mudança, embora com algumas restrições de aplicabilidade às companhias que já eram listadas na data da entrada em vigor da reforma do novo regulamento (10/05/2011)⁴⁷, acabou com a existência das cláusulas pétreas e de suspensão de direitos de acionistas dos estatutos sociais das companhias listadas no Novo Mercado.

Dessa forma, portanto, o novo regulamento de listagem do Novo Mercado acabou, pelo menos em relação às companhias ali listadas, com o caráter imutável e perene das *Brazilian pills*, uma medida tardia, mas bem-vinda.

⁴⁶ TAKAR, Téo. Regras do Novo Mercado entram em vigor em maio. *Valor Econômico*. 11/04/2011. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/arquivo/881953/regras-do-novo-mercado-entram-em-vigor-em-maio>>. Acesso em: 9-10-2011

⁴⁷ Vide item 14.5 do Regulamento de Listagem do Novo Mercado da BM&FBovespa.

A essa agradável novidade, soma-se a bem-intencionada modificação quanto à necessidade de o conselho de administração das companhias listadas se manifestar previamente a qualquer oferta pública de aquisição que tenha por objeto ações de emissão das respectivas companhias⁴⁸.

Uma estipulação nesse sentido já vem sendo aventada há certo tempo, tendo sido, inclusive, objeto de discussão e elogio, por parte dos respectivos i. diretores signatários, na audiência pública referente ao Parecer CVM 36/2009, mas que, por ter sido julgado inoportuno, não teve sua eficácia e eventual positividade ali discutida.

Há de se destacar que essa regra, inclusive, se assemelha bastante com a prática do estado americano de Delaware, onde o *Board of Directors* deve se manifestar sobre as propostas de aquisição apresentadas à companhia. No entanto, o referido órgão, em tese, pode adotar simplesmente a tática do "Just say no", ou seja, o conselho recusa a oferta, sem qualquer fundamentação⁴⁹.

Nesse sentido, o novo regulamento traz determinadas regras referentes a esta atividade do Conselho de Administração, especialmente quanto à necessidade de tal órgão se manifestar: "(i) sobre a conveniência e oportunidade da oferta quanto ao interesse do conjunto dos acionistas e em relação à liquidez dos valores mobiliários de sua titularidade;

⁴⁸ "4.8. Manifestação do Conselho de Administração. O Conselho de Administração da Companhia deverá elaborar e tornar público parecer prévio fundamentado sobre toda e qualquer oferta pública de aquisição que tenha por objeto as ações de emissão da Companhia, no qual se manifestará: (i) sobre a conveniência e oportunidade da oferta quanto ao interesse do conjunto dos acionistas e em relação à liquidez dos valores mobiliários de sua titularidade; (ii) sobre as repercussões da oferta sobre os interesses da Companhia; (iii) quanto aos planos estratégicos divulgados pelo ofertante em relação à Companhia; e (iv) outros pontos que considerar pertinentes. No parecer, o Conselho de Administração deverá manifestar opinião fundamentada favorável ou contrária à aceitação da oferta pública de aquisição de ações, alertando que é responsabilidade de cada acionista a decisão final acerca da aceitação, ou não, da referida oferta". Item 4.8 do Regulamento de Listagem do Novo Mercado da BM&FBovespa. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/RegulamentoNMercado.pdf>>. Acesso em: 9-10-2011.

⁴⁹ Para análise e crítica da tática do "Just say no", veja FOX, David. "No Mas' to 'Just Say No'?" Disponível em: <<http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2010/03/20/%E2%80%9Cno-mas-%E2%80%9D-to-%E2%80%9Cjust-say-no%E2%80%9D/>>. Acesso em: 7-10-2011.

(ii) sobre as repercussões da oferta sobre os interesses da Companhia; (iii) quanto aos planos estratégicos divulgados pelo ofertante em relação à Companhia; e (iv) outros pontos que considerar pertinentes. No parecer, o Conselho de Administração deverá manifestar opinião fundamentada favorável ou contrária à aceitação da oferta pública de aquisição de ações, alertando que é responsabilidade de cada acionista a decisão final acerca da aceitação, ou não, da referida oferta⁵⁰.

As hipóteses de análise de (i) a (iv) acima já eram, de certa forma, previsíveis e nos parecem compreensíveis que sejam exigidas de um órgão que precisa se manifestar sobre a aceitação ou não de uma oferta.

No entanto, embora não pareça, a parte final do artigo, traz uma mensagem que não se assenta com as regras anteriores.

Ou seja, primeiramente o regulamento solicita uma declaração puramente opinativa do conselho de administração (itens (i) a (iv)), uma vez que os temas ali dispostos são de aferição meramente pessoal. Logo em seguida, o autor retira do conselho de administração a responsabilidade pela orientação favorável ou não proferida por ele, em tese, em benefício dos acionistas da companhia.

Isto nos causa estranheza, uma vez que o conselho de administração, não importando quais sejam sua orientação e fundamentação, provavelmente não será responsabilizado pela opinião que proferirá.

É possível se inferir isso pelo fato de, conforme demonstrado, os temas pelos quais o conselho precisa opinar são completamente abstratos, e pela análise do documento intitulado "Esclarecimentos acerca das propostas de alteração do Regulamento de Listagem do Novo Mercado", elaborado pela BM&FBovespa previamente à aprovação da nova minuta do regulamento, no qual a BM&FBovespa afirma que "a responsabilidade do Conselho de Administração restringe-se à elaboração do parecer e à sua divulgação, nos termos estabelecidos no Regulamento"⁵¹.

Ora, a nosso ver, configura-se aí uma grande possibilidade de conflito de interesses, uma vez que o conselho de administração sempre terá uma ligação bastante íntima com o controle, seja numa companhia com

controle definido, seja naquela com controle disperso, principalmente, na longínqua hipótese (para a realidade brasileira) de um controle gerencial.

E, por este motivo, é preocupante o que resultará da aplicação desta norma, uma vez que os maiores interlocutores da opinião proferida pelo conselho de administração serão exatamente aqueles que não possuem condição de reunir informações por si só para fins da análise da pertinência da aceitação da OPA, ou seja, os acionistas minoritários.

Sem dúvida, trata-se de uma questão para observação.

4.3. ALTERAÇÕES NA LEI DAS S.A.

As recentes mudanças à Lei das S.A., trazidas pela Lei n. 12.431/2011, alteraram indiretamente um aspecto bastante importante na aferição da dinâmica de controle das companhias brasileiras.

A referida lei possibilitou, mediante a edição de futuras regulamentações pela CVM, uma saída para o fenômeno do absentismo, até então, bastante presente nas deliberações assembleares nacionais, qual seja, a oficialização da presença e a possibilidade de participação, ambas, de maneira remota pelos acionistas de uma determinada companhia.

Este fato afeta 2 fatores abordados por nós no presente trabalho: (i) a definição de controle; e (ii) a dispersão das ações.

O primeiro fator é de fácil percepção, uma vez que o art. 116 da Lei das S.A. estabelece que para ser controlador um acionista deverá, dentre outros requisitos, conseguir prevalecer, de modo permanente, nas deliberações da assembleia geral de uma companhia. O raciocínio é simples, com cada vez mais pessoas presentes e participando da deliberação, mais difícil será de se obter essa prevalência permanente.

Do mesmo modo, ao se dificultar a configuração do controle, está-se garantindo uma maior dispersão das ações.

Dessa forma, as novas alterações à Lei das S.A. contribuirão ainda mais para, em certos casos, a desnecessidade de medidas que garantam a dispersão acionária, como a *Brazilian pill*.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Pelo disposto acima, as *Brazilian pills*, da forma que são previstas hoje nos estatutos sociais das companhias abertas nacionais, são preju-

⁵⁰ Item 4.8 do Regulamento de Listagem do Novo Mercado da BM&FBovespa.

⁵¹ Esclarecimentos acerca das propostas de alteração do Regulamento de Listagem do Novo Mercado. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/Esclarecimentos-Novo-Mercado.pdf>> Acesso em: 4-10-2011.

diciais ao mercado em geral e, em muitos casos, à própria companhia em que elas se inserem.

No entanto, as medidas defensivas à aquisição hostil de controle podem em alguns casos ter utilidade, como pílula que são, mas devem ser ministradas parcimoniosamente a quem delas precise e cujo uso é indicado.

Tais medidas, por exemplo, podem cumprir seu papel na manutenção da dispersão acionária de uma determinada companhia, porém, não na forma como são elaboradas hoje em dia, com cláusulas pétreas e afins, e sim adaptada à realidade de cada companhia, de cada mercado, de cada universo de acionistas.

Nossa opinião final é libertária, ou seja, criticamos o engessamento de posicionamentos e de decisões. Num mundo dinâmico como o de hoje, as pessoas, e, principalmente os acionistas de uma companhia aberta, têm que poder, sempre sujeitos aos limites principiológicos e da lei, mudar de direção e seguir para onde julgam melhor.

6. REFERÊNCIAS

- ARAGÃO, Paulo Cezar. Jogo Rápido. *Revista Capital Aberto*, n. 85, ano 8, 1-9-2010, p. 35. Disponível em: <http://www.bmalaw.com.br/nova_internet/arquivos/clipping/29_set_2010_Capital_Aberto-Jogo-Rapido-PCA.pdf>. Acesso em: 8-9-2011.
- BRASIL. CVM, Memorando, Dir. Marcos Barbosa Pinto e Dir. Otavio Yazbek, 14-4-2008. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/infos/6491-0.asp>>. Acesso em: 9-10-2011.
- BRASIL. CVM, Parecer de Orientação n. 36, de 23-6-2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 6-10-2011.
- BRASIL. BM&FBOVESPA. Regulamento de Listagem do Novo Mercado da BM&FBOVESPA.
- CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2009. v. 4. t. II.
- _____. *As Poison pills* Estatutárias na Prática Brasileira: alguns aspectos de sua Legalidade. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos de. *Direito societário: desafios atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.
- Dynamo Administração de Recursos Ltda. Carta Dynamo, n. 51, 3º trim. 2006, p. 3. Disponível em: <<http://www.dynamo.com.br/cartas/carta51.pdf>>. Acesso em: 14-9-2011.
- Estatuto Social da BRASILAGRO – Companhia Brasileira de Propriedades Agrícolas. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 9-10-2011.
- Estatuto Social da EZ Tec Empreendimentos e Participações S.A. Disponível em: <<http://siteempresas.bovespa.com.br/consbov/ArquivoComCabecalho.asp?motivo=&protocolo=267380&funcao=visualizar&Site=C>>. Acesso em: 9-10-2011.
- Estatuto Social da Redecard S.A. Disponível em: <<http://siteempresas.bovespa.com.br/consbov/ArquivoComCabecalho.asp?motivo=&protocolo=257104&funcao=visualizar&Site=C>>. Acesso em: 9-10-2011.
- FOX, David. “No Mas” to “Just Say No”? Disponível em: <<http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2010/03/20/%E2%80%9Cno-mas%E2%80%9D-to-%E2%80%9Cjust-say-no%E2%80%9D/>>. Acesso em: 7-10-2011.
- GAMEZ, Milton. Ora, Pílulas. *Revista IstoÉ Dinheiro*, n. 614, 15-7-2009, p. 89.
- GORGA, Erica. *Changing the Paradigm of Stock Ownership: From Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries: 3rd Annual Conference on Empirical Legal Studies Papers*. Abr. 2008, p. 47-48. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1121037>>. Acesso em: 8-9-2011.
- JENSEN, Michael C. Takeovers: their causes and consequences. *Journal of Economic Perspectives*, v. 2, n. 1, 1988, p. 1 e 3. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=173455>>. Acesso em: 8-9-2011.
- LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 2.
- _____. *A Lei das S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2.
- LIPTON, Martin; ROWE, Paul K. Pills, Polls and Professors: A Reply to Professor Gilson. *New York University Center for Law and Business Research Paper*, n. 01-006, abr. 2001, p. 15. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=398060>>. Acesso em: 8-9-2011.
- Monitor Mercantil. Ano XCIX, n. 26.389. 8-4-2011. Disponível em: <<http://www.monitormercantil.com.br/pdf/a3a0ecd750d27a39e-333ff43f0f22856.pdf>>. Acesso em: 8-9-2011.

- MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; PERES, Fabio Henrique. *Administração deve colaborar para o melhor uso das poison pills*, p. 1. Disponível em: <http://www.bmalaw.com.br/nova_internet/arquivos/Artigos/Numero%2025.pdf>. Acesso em: 8-9-2011.
- NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas defensivas à tomada de controle de companhias*. São Paulo: Quartier Latin, 2011.
- TAKAR, Teo. Regras do Novo Mercado entram em vigor em maio. *Valor Econômico*. 11-4-2011. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/arquivo/881953/regras-do-novo-mercado-entram-em-vigor-em-maio>>. Acesso em: 9-10-2011.
- VELOSO, Zeno. *Condição, termo e encargo*. São Paulo: Malheiros, 1997.
- WALD, Arnoldo. O governo das empresas. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 15, p. 53-78, jan./abr. 2002.
- YOKOI, Yuki. Golpe batido: por que as companhias continuam presas a um único modelo de defesa contra aquisições hostis? *Revista Capital Aberto*, n. 90, ano 8, 1º-2-2011, p. 15.
- ZANINI, Carlos Klein. *Poison Pill Brasileira: desvirtuamento, antijuridicidade e ineficiência*. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2011.

AÇÃO DE ACERTAMENTO DE DELIBERAÇÃO ASSEMBLEAR

Marcelo Vieira von Adamek

Doutor e Mestre em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da USP. Pós-graduado pelo IBRE/EASP-FGV. Advogado em São Paulo. Conselheiro da Associação dos Advogados de São Paulo.

1. O PROBLEMA DA EFETIVIDADE NA INVALIDAÇÃO DAS DELIBERAÇÕES ASSEMBLEARES NEGATIVAS

As ações genericamente conhecidas por “ações de invalidação de deliberação assemblear” – gênero ao qual pertencem as ações anulatórias e as “declaratórias de nulidade”¹, nas quais se discutem vícios da as-

¹ Utilizamos no texto a tradicional nomenclatura “ação declaratória de nulidade”, mas reconhecemos a sua imprecisão: ação para invalidação de atos eivados de nulidade é só aparentemente declaratória; na realidade, tem carga constitutiva-negativa, quando à declaração de nulidade segue a fulminação do ato inválido, assim relegado à inexistência (exclusão do mundo jurídico), e, por vezes, com outras consequências (CC, art. 182). O efeito da sentença de pronúncia da nulidade é, também, o de ocasionar uma modificação jurídica, pois não há mera proclamação de uma certeza, donde ser correto afirmar que a ação é constitutiva, e não simplesmente declaratória, de sorte que a nulidade é também “decretável”, e não “declarável”. É o que tem destacado parcela significativa da doutrina pátria (por exemplo: Pontes de Miranda, *Tratado de direito privado*, tomo IV, 2. ed., Rio de Janeiro: Borsoi, 1954, § 380, 2, p. 76, e § 410, 1 e 2, p. 209-210; Marcos Bernardes de Mello, *Teoria do fato jurídico – plano da validade*, 7. ed., São Paulo: Saraiva, 2006, § 74, p. 251; Ovídio A. Baptista da Silva, *Curso de processo civil*, v. I, 2. ed., Rio Grande do Sul: SAFe, 1991, p. 146; Wilson de Souza Campos Batalha, *Comentários à Lei das Sociedades*