

A POISON PILL BRASILEIRA: DESVIRTUAMENTO, ANTIJURIDICIDADE E INEFICIÊNCIA

CARLOS KLEIN ZANINI

1. Panorama das poison pills. 2. A poison pill brasileira. 3. A poison pill brasileira: desvirtuamento do instituto. 4. A poison pill brasileira: antijuridicidade. 5. A poison pill brasileira: ineficiência econômica. 6. O enriquecimento da poison pill brasileira: veneno sem antídoto. 7. Considerações finais.

1. Panorama das poison pills

A ressurreição do mercado acionário brasileiro, experimentada a partir do ano de 2006,¹ introduziu no cenário jurídico nacional temas até então praticamente inexplorados, como o das *poison pills*. Traduzidas literalmente, essas “pílulas de veneno” consistiriam em mecanismos destinados a impedir, inibir ou dificultar uma tomada de controle² – razão pela qual vêm

1. Em 2006 foram registradas 26 ofertas públicas iniciais (*Initial Public Offering*/ IPO) na Bovespa (atual BM&F-Bovespa), correspondentes a um volume total de R\$ 15,2 bilhões. Em 2007 foram 64 aberturas de capital com emissão e/ou colocação de ações em Bolsas de Valores, resultando na oferta de R\$ 55,5 bilhões nos mercados primário e secundário.

2. Gregg A. Jarrell, James A. Brickley e Jeffrey M. Netter definem as *poison pills* como sendo “uma espécie de acordo sobre direitos de acionistas que, quando acionado por um evento tal como uma oferta para aquisição do controle ou o acúmulo de determinado percentual de ações da companhia-alvo pelo adquirente, conferem aos acionistas da companhia-alvo direitos de compra de ações adicionais ou de venda de ações à companhia-alvo por preços muito atrativos. Esses direitos, quando acionados, impõem penalidades econômicas significativas ao adquirente” (tradução livre) (in Roberta Romano (org.), *Foundations of Corporate Law*, Nova York, Foundation Press, 1993, p. 271, publicado originalmente como “The market for corporate control: the empirical evidence since 1980”, 2 *J. Econ. Persp.* 49 (1988)). Os advogados norte-americanos Wachtell, Lipton, Rosen e Katz assim identificam os objetivos das *poison pills*, também denominadas de *shareholders rights plans*: “Os objetivos essenciais do acordo sobre direitos dos acionistas (prevendo *poison pills*) são intimidar táticas abusivas de aquisição de ações representativas do controle das companhias tornando-as inaceitavelmente caras ao adquirente e encorajar possíveis adquirentes a negociar com os administradores da companhia-alvo de forma a fazer com que os direitos previstos no acordo sejam afastados diante da aqui-

tratadas dentro do capítulo do direito societário norte-americano tendo por objeto o estudo das defesas às tentativas de tomada hostil de controle (*defenses to takeover attempts*).

A despeito de constituir novidade na *praxis* nacional, também nos Estados Unidos o instituto das *poison pills* é de elaboração recente, situando-se seu nascedouro na década de 80 do século passado, sob a paternidade do afamado advogado nova-iorquino Martin Lipton.³ Em sua formulação original, tinham por objetivo oferecer proteção aos acionistas minoritários diante de uma tentativa de tomada hostil do controle.

Consoante anota Robert Clark: “Como originalmente concebida, a *poison pill* destinava-se a ser efetiva contra as tentativas de tomada de controle em dois tempos, nas quais o adquirente inicialmente apresentava uma oferta de aquisição não englobando todas as ações, mas apenas aquelas suficientes a conferir-lhe o poder de controle, com a intenção ou possibilidade de, em um segundo momento, compelir os demais acionistas a vender suas ações, provavelmente a um preço menor”.⁴

A engenhosidade dos advogados norte-americanos não tardou a dar-lhe múltiplas feições: *shareholder rights plan*, *flip-over provisions*, *back-end provisions*, *flip-in provisions*, *exchange option*, etc.⁵ Todas imbuídas de um propósito comum: o refreamento de uma tomada hostil de controle.

O instituto, que surgira com o intuito de defender os acionistas minoritários, passou a ser acusado, contudo, de servir à defesa dos administradores das companhias listadas. A ponto de muitos autores – com destaque para Bebchuk – terem defendido a ocorrência de uma subversão dos seus propósitos inaugurais, passando as *poison pills* não apenas a atuar na defesa dos administradores, mas fazendo-o em detrimento dos interesses dos acionistas minoritários, aos quais originariamente deveriam atender.

sição do controle mediante compra de grande quantidade das ações da companhia-alvo por uma quantia nominal previamente estipulada” (tradução livre) (in Ronald J. Gilson e Bernard S. Black, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, Westbury/Nova York, The Foundation Press, 1995, p. 741).

3. Neste sentido, v. Julian Velasco, “Just do it: an antidote to the poison pill”, 52 *Emory Law Journal* 849 (2003).

4. Tradução livre do original: “As originally conceived, it was to be effective against two-tier takeover attempts, in which the acquirer first makes a tender offer not for all shares but for a controlling interest, with the intent or possibility of later freezing out the remaining shareholders, perhaps at a lower price” (Robert Clark, *Corporate Law*, Nova York, Aspen, 1986, p. 575).

5. “The term ‘poison pill’ does not refer to a single, uniform device. Rather, it refers to a family of devices that operate in a similar fashion” (Julian Velasco, “Just do it: an antidote to the poison pill”, cit., 52 *Emory Law Journal* 856) (tradução livre: “A expressão *poison pill* não se refere a um dispositivo simples e uniforme. Ela se refere preferivelmente a um conjunto de dispositivos que operam de forma similar”).

Desde então, não obstante venham sendo bem acolhidas pela jurisprudência,⁶ a validade das *poison pills* tem ensejado aceso debate na doutrina jurídica norte-americana.⁷

2. A *poison pill* brasileira

Conquanto tenha o instituto nítida inspiração no Direito Norte-Americano, não deixa de ser curioso observar ter caído no gosto das companhias brasileiras uma espécie de *poison pill* lá muito raramente empregada: a que obriga o acionista adquirente de determinado percentual de ações a realizar oferta pública tendo por objeto a aquisição da totalidade das ações de emissão da companhia em circulação no mercado.⁸

6. Julian Velasco, "The enduring illegitimacy of the poison pill", *The Journal of Corporation Law* 27(3)/856, 2002.

7. Lucian A. Bebchuk, Jay W. Eisenhofer, Stuart M. Grant, Michael J. Barry e P. Bradford Deleeuw, *On the Validity of Poison Pill By-Laws*, disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=928674; Lucian A. Bebchuk, "Why firms adopt antitakeover arrangements", *University of Pennsylvania Law Review* 152/713-753, 2003; Julian Velasco, "Just do it: an antidote to the poison pill", cit., *52 Emory Law Journal* 849 (2003), e "The enduring illegitimacy of the poison pill", cit., *The Journal of Corporation Law* 27(3)/381-423, 2002; William J. Carney e Leonard A. Silverstein, "The illusory protections of the poison pill", *Notre Dame Law Review* 78(4), 2003; John C. Coates, "Takeover defenses in the shadow of the pill: a critique of the scientific evidence", *Texas Law Review* 79(2), dezembro/2000, e "Explaining variation in takeover defenses: failure in the corporate law market", *Harvard Law and Economics Discussion Paper* 297.

8. Nos Estados Unidos da América preponderam nas companhias listadas as *poison pills* das seguintes espécies: *flip-over*, *flip-in* e *back-end poison pills*. As duas primeiras espécies, mais frequentemente adotadas, são assim descritas por Frank H. Easterbrook e Daniel R. Fischel (*The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge/MA, Harvard University Press, 1998, p. 164): "As *poison pills* conhecidas como *flip-in* diluem os ganhos das ações do bloco de controle, fazendo com que cada ação valha menos (exigindo do adquirente a compra de mais ações para alcançar o controle) – uma combinação fatal quando exercida. (...). O tipo de *poison pill* chamada *flip-over* promove um efeito de diluição similar às ações do adquirente após a operação, induzindo os acionistas da companhia-alvo a não alienar (mantendo as ações da companhia-alvo, eles podem comprar as ações do adquirente com um desconto caso a operação se realize) e induzindo os acionistas da companhia adquirente a se oporem à transação (para evitar a diluição de seus ganhos)" (tradução livre). Cf. a conceituação de Julian Velasco ("The enduring illegitimacy of the poison pill", cit., *The Journal of Corporation Law* 27(3)/382): "(...). As do tipo *flip-over* dão aos acionistas o direito de comprar ações da companhia adquirente com preço reduzido caso ocorra uma operação de *freeze-out* ou similar (diluído, em razão disso, a companhia adquirente). (...). O tipo *flip-in* dá aos acionistas, outros que não os responsáveis pelo acionamento das *poison pills*, o direito de comprar ações da companhia a um preço menor relativamente ao preço de mercado (por conseguinte, diluindo as participações dos acionistas responsáveis pelo acionamento da cláusula). (...). A *poison pill* do tipo *put* ou *back-end* dá aos acionistas da companhia-alvo o direito de trocar suas ações por dinheiro ou títulos de dívida com valor igual ao montante especificado" (tradução livre).

Como bem anotou Paulo Fernando Campos Salles de Toledo: "(...) a situação brasileira nessa matéria sugere algumas ilações, a partir de uma constatação fundamental: a de que, em nosso País, não se praticam as *poison pills* como foram concebidas nos Estados Unidos. As medidas de defesa aqui adotadas, ainda que muitas vezes recebam, no mercado, o nome norte-americano, consistem basicamente na obrigatoriedade de aquisição das demais ações votantes, uma vez atingido determinado percentual".⁹

A *poison pill* brasileira adota o mesmo gatilho utilizado nas *poison pills* norte-americanas, mas com uma diferença: lá o efeito resultante de sua aplicação costuma ser o da instituição do voto plural; aqui, ante o disposto na Lei 6.404/1976 (Lei das Sociedades Anônimas), impõe-se a realização da oferta de aquisição compulsória. Tirando algumas variações de estilo, tais *poison pills* costumam adotar redação não muito diferente daquela constante do bem-lavrado estatuto social da BMF&Bovespa S/A, ora referida a título exemplificativo:

"Art. 69. Qualquer acionista ou grupo de acionistas ('acionista adquirente') que pretenda adquirir ou se tornar titular: (a) de participação direta ou indireta igual ou superior a 15% do total de ações de emissão da companhia; ou (b) de outros direitos de sócio, inclusive usufruto, que lhe atribua o direito de voto, sobre ações de emissão da companhia que representem mais de 15% do seu capital, deverá obter autorização prévia da CVM, na forma estabelecida na regulamentação por esta expedida e observando-se o disposto nos regulamentos da Bovespa e os termos deste Capítulo.

"(...).

"Art. 70. Obtida a autorização prevista no art. 69, o acionista adquirente deverá, no prazo máximo de 30 (trinta) dias a contar da data da autorização expedida pela CVM, realizar ou solicitar o registro, conforme o caso, de uma oferta pública de aquisição da totalidade das ações de emissão da companhia pertencentes aos demais acionistas, observando-se o disposto na Lei n. 6.404/1976, na regulamentação expedida pela CVM, pelas Bolsas de Valores nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, e as regras estabelecidas neste Estatuto."¹⁰

Interessante pesquisa conduzida por Érica Gorga,¹¹ com dados obtidos entre setembro e dezembro/2007, tratou de evidenciar que a quase totalidade das companhias listadas nos níveis diferenciados de governança da

9. Paulo Fernando Campos Salles de Toledo, "Poison pill: modismo ou solução?", in Rodrigo R. Monteiro de Castro e Leandro Santos de Aragão (coords.), *Direito Societário – Desafios Atuais* (obra coletiva), São Paulo, Quartier Latin, 2009, p. 176.

10. Estampado no jornal *Valor Econômico* em 26.5.2009.

11. Disponível em <http://www.bovespa.com.br/Investidor/Juridico/080602NotA.asp>.

Nova Bolsa¹² adotava alguma espécie de *poison pill*. Dentre os tipos apresentados, mais da metade recorria à espécie de *poison pill* estabelecendo a obrigatoriedade da realização de oferta pública pelo acionista adquirente de determinado percentual de participação acionária, o qual frequentemente situava-se em torno de 20% do capital social. Nos demais casos, como apontado no referido estudo, apenas se agregava à exigência de oferta pública de aquisição da integralidade das ações a obrigatoriedade da realização de um leilão, organizado pela Bolsa, visando a permitir o concurso de terceiros interessados na aquisição da companhia-alvo.

A predileção das companhias brasileiras pela *poison pill* que obriga à realização da oferta pública quando atingido determinado percentual de participação pode ser explicada, em boa medida, pelas dificuldades que seguramente adviriam da tentativa de introdução no Brasil de outras espécies de pílulas muito mais comuns nos Estados Unidos da América.¹³ Isto sem falar no fato de a introdução das *poison pills* poder lá resultar não apenas da inserção de cláusulas estatutárias, mas da própria escolha da legislação societária aplicável.¹⁴ Como é cediço, a legislação societária norte-americana varia de Estado para Estado, sendo dado aos particulares “escolher”, ante a adoção do critério da incorporação, a legislação societária aplicável à sociedade, inclusive para efeito de avaliar a eventual “proteção” outorgada por *poison pills* previstas nas legislações dos respectivos Estados norte-americanos.

Seja como for, a recorrência com que a obrigatoriedade de realização de oferta pública pelo adquirente de determinado percentual de participação acionária é adotada pelas companhias brasileiras listadas na BM&F-Bovespa aliada à raridade com que é empregada nos Estados Unidos e às diferenças funcionais das cláusulas nos dois Países autorizam nominá-la como a autêntica *poison pill brasileira*.¹⁵

12. A saber: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado.

13. Um exemplo dessas dificuldades seria a adoção das *supermajority provisions*, que esbarraria na impossibilidade de elevação do *quorum* nas companhias abertas, *ex vi* do art. 129, § 1º, combinado com o art. 136, da Lei 6.404/1976; também o direito de veto, que seria admitido apenas nas *golden shares* das companhias desestatizadas, conforme o art. 26, § 7º, da Lei 6.404/1976 (como a adotada no art. 9º do estatuto da Embraer); e, ainda, a estabilização do conselho de administração (*staggered board*) encontraria resistência na soberania assemblear proclamada no art. 122, II, a que competem a eleição e demissão, *ad nutum*, dos administradores.

14. É o que mostra Lucian Bebchuk, “Why firms adopt antitakeover arrangements”, *cit.*, *University of Pennsylvania Law Review* 152/713-753, 2003.

15. Doravante, a utilização da expressão *poison pill brasileira* servirá para identificar a obrigatoriedade de realização de oferta pública de aquisição da integralidade das ações de uma companhia aberta por acionista que atingir determinado percentual relevante de participação societária (porém, que não configure poder de controle), independentemente de a oferta exigir, ou não, a realização de leilão organizado pela BM&F-Bovespa.

Outro dos atributos da *poison pill brasileira* é o de – para usar terminologia afeta ao instituto – estar normalmente entrenchada nos estatutos sociais das companhias que a adotam.¹⁶ Isto porque os estatutos cuidam de proteger tanto a eficácia quanto a estabilidade da *poison pill brasileira*, fazendo-o de dois modos distintos.

Primeiro: prescrevendo a possibilidade de suspensão do direito de voto do acionista que deixar de realizar a oferta pública, conforme exemplificado na cláusula do *Estatuto Social das Lojas Renner S/A*, empresa listada no Novo Mercado, abaixo descrita:

“Art. 43. Qualquer acionista adquirente, que adquira ou se torne titular de ações de emissão da companhia, em quantidade igual ou superior a 20% (vinte por cento) do total de ações de emissão da companhia deverá, no prazo máximo de 60 (sessenta) dias a contar da data de aquisição ou do evento que resultou na titularidade de ações em quantidade igual ou superior a 20% (vinte por cento) do total de ações de emissão da companhia, realizar ou solicitar o registro de, conforme o caso, uma OPA da totalidade das ações de emissão da companhia, observando-se o disposto na regulamentação aplicável da CVM, os regulamentos da Bovespa e os termos deste artigo. (...)”

“§ 5º. 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 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 art. 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.”

Segundo: impondo a obrigatoriedade de realização da oferta pública aos acionistas que deliberarem sobre a sua eliminação. Neste sentido o texto do § 13 do art. 37 do Estatuto Social da BRF/Brasil Foods S/A:¹⁷ “§ 13. 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”.

16. Como no artigo de Lucian Bebchuk e Alma Cohen, “The costs of entrenched boards”, *Journal of Financial Economics* 78/409-433, 2005.

17. Disposições semelhantes são encontradas nos Estatutos Sociais das companhias Cyrela Commercial Properties S/A Empreendimentos e Participações, Dasa S/A, Inpar S/A, Light S/A, Perdígão S/A, Positivo Informática S/A, Multiplan S/A – entre outras.

O objetivo perseguido neste artigo consistirá em demonstrar como a *poison pill brasileira* (i) importa um desvirtuamento do instituto das *poison pills*, tal como originariamente concebido; (ii) incorre em manifesta antijuridicidade; e (iii) mostra-se ineficiente do ponto de vista econômico.

Ademais, procurar-se-á evidenciar que os mecanismos mais adotados para salvaguardar a *poison pill brasileira* igualmente mostram-se incompatíveis com o direito societário pátrio.

3. A *poison pill brasileira*: desvirtuamento do instituto

A velocidade com que as *poison pills* se disseminaram nos estatutos das companhias abertas brasileiras listadas na BM&F-Bovespa não foi precedida de um estudo comparativo adequado. A “importação” do instituto das *poison pills*, a partir do quê se conformou a *poison pill brasileira*, parece ter se dado de maneira açodada, prescindido da análise prévia acerca das diferenças existentes entre a realidade pátria e a norte-americana.

Ao assim proceder, restaram desatendidos os ensinamentos de Ascarelli no tocante ao emprego do Direito Comparado: “(...) não se trata, repito, de argumentar em um determinado Direito a partir da solução encontrada em outro Direito; trata-se, pelo contrário, de estudar na sua contribuição histórica os Direitos estrangeiros e o Direito nacional, para enriquecer a experiência do jurista e torná-lo mais habilitado a resolver os problemas de seu próprio Direito, fazendo-o consciente das categorias às quais recorre”.¹⁸

As flagrantes diferenças existentes entre a realidade do mercado acionário norte-americano e a do brasileiro recomendam toda cautela quanto à mera transposição de instituto lá aplicado. O fenômeno da dispersão da base acionária, apontado já na década de 1930 no clássico de Berle & Means,¹⁹ somente agora – muito timidamente – ensaia no Brasil seus primeiros passos. Do mesmo modo, afigura-se não mais que incipiente a presença entre nós do controle gerencial, sendo absolutamente excepcionais os casos de companhias brasileiras listadas desprovidas de um bloco de controle claramente identificado. Dentre as exceções pode-se cogitar dos casos de Lojas Renner, Embraer e Dasa.

18. “Non si tratta, ripeto, di argomentare in un determinato Diritto dalla soluzione raggiunta in un altro Diritto; si tratta invece di studiare nella loro portata storica Diritti stranieri e Diritto nazionale per arricchire l’esperienza del giurista e renderlo così più atto a risolvere i problemi del proprio Diritto, rendendolo cosciente della portata delle categorie alle quali fa ricorso” (Tullio Ascarelli, *Interpretazione del diritto e studio del diritto comparato*, in *Saggi di Diritto Commerciale*, Milão, Giuffrè, 1955, pp. 481-519).

19. Adolf Augustus Berle e Gardiner Coit Means, *The Modern Corporation & Private Property*, reimpr., New Brunswick, Transaction Publishers, 1999.

Após terem sido desperdiçadas muitas oportunidades de impulsionar o mercado de capitais – com destaque para a incoerência de uma privatização pulverizada (ou democrática, como propagandeava a campanha à época empreendida pela Bovespa) –, somente a partir de 2004 pôde-se assistir no Brasil a um ressurgimento das operações de abertura de capital. Antes o movimento dera-se na contramão, com o fechamento expressivo de capital de companhias abertas. A partir de 2006 o volume de aberturas (26) superou o de fechamentos de capital (24), sinalizando a inversão da tendência. A expansão do número de companhias negociadas na BM&F-Bovespa veio acompanhada de um notável aumento do volume negociado, passando o volume diário médio negociado de R\$ 615 milhões em 2001 a R\$ 4,3 bilhões em 2007.²⁰ Não há dúvida – e um maior distanciamento cronológico se encarregará de enfatizá-lo – de que a primeira década deste século ficará conhecida como a do renascimento do mercado acionário brasileiro.²¹

O movimento de recuperação do mercado fez-se acompanhar, no entanto, de alguns deslizos. 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.

Mais uma vez evidencia-se a nítida inspiração no Direito Norte-Americano, onde o momento de inserção das *poison pills* também coincidiu com o da oferta inaugural de ações no mercado. É o que anota Bebchuk: “What explains the fact that, at the initial public offering (IPO) stage, firms adopt strong takeover provisions, such as effective staggered boards, which shareholders systematically reject midstream?”.²²

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, pulverizando as ações no mercado: “Thus, antitakeover provisions are desirable at the IPO stage only because they encourage founders to break up their control blocks”.²³

A investigação da realidade subjacente à inserção das *poison pills* norte-americanas revela que sua função consistia em inibir ou impedir a formação de um bloco de controle, mantendo a dispersão da base acionária.

20. Carlos A. Rocca (org.), *Revolução no Mercado de Capitais do Brasil: o Crescimento Recente É Sustentável?*, Rio de Janeiro, Elsevier/IBMEC, 2008, p. 13.

21. E isto a despeito da paralisia ocasionada pela crise econômico-financeira iniciada em 2008, cujos efeitos somente agora tratam de amainar.

22. Lucian Bebchuk, “Why firms adopt antitakeover arrangements”, cit., *University of Pennsylvania Law Review* 152/714, 2003.

23. Idem, p. 715.

O exame da casuística brasileira mostra uma realidade absolutamente distinta, em que o propósito subjacente à inserção das *poison pills* não foi o de inibir ou impedir a formação de um bloco de controle. As operações de abertura de capital aqui praticadas – frequentemente conjugando oferta primária e secundária – não tinham por finalidade conduzir a uma dispersão da base acionária que tornasse viável a aquisição do controle pela via do mercado.

Assim, na ausência de uma diluição efetiva do poder de controle, a *poison pill brasileira* acabou defendendo precisamente aquilo que originalmente pretendia combater: a manutenção de um bloco de controle concentrado. Algo já bem apanhado por Carvalhosa: “O que tem ocorrido atualmente no mercado brasileiro é um desvirtuamento da proposta da *poison pill*: ao invés de oferecerem proteção contra ofertas inesperadas de tomada de controle, acabam sendo utilizadas como forma de manutenção do atual controle na companhia (...)”.²⁴

O desvirtuamento do instituto – assumindo que nos Estados Unidos tenha lá suas virtudes – no direito societário brasileiro não poderia ser mais evidente. Impõe-se, por conseguinte, uma correção de rumo, lembrando os ensinamentos de Ascarelli: (1952, p. 398): “A utilidade da dogmática será tanto maior quanto maior a consciência do fim e da função dos vários institutos, do seu desenvolvimento histórico, do meio em que são destinados a preencher sua tarefa”.²⁵

4. A *poison pill brasileira*: antijuridicidade

Mas não há apenas desvirtuamento na *poison pill brasileira*. Há, também, antijuridicidade, na medida em que a mesma colide com alguns dos mais caros princípios do direito societário pátrio.

Preliminarmente, convém deixar claro que alguma semelhança existente entre a *poison pill brasileira* e a oferta pública obrigatória (a “OPA obrigatória”) prevista no art. 254-A da Lei 6.404/1976 não vem em socorro da primeira. Há entre elas apenas uma coincidência: ambas prescrevem a obrigatoriedade de uma oferta pública de aquisição da totalidade das ações em circulação no mercado.²⁶

24. Modesto Carvalhosa, *As Poison Pills Estatutárias na Prática Brasileira – Alguns Aspectos de sua Legalidade*, São Paulo, Quartier Latin, 2009, p. 21.

25. Tullio Ascarelli, *Evolução da Doutrina Jurídica Italiana*, in *Ensaio e Pareceres*, São Paulo, Saraiva, 1952, p. 398.

26. Com a ressalva de que a OPA obrigatória do art. 254-A da Lei 6.404/1976 pode ser substituída pelo pagamento do prêmio previsto no § 4º do mesmo artigo.

Contudo, como registra Carvalhosa: “(...) a *poison pill* legal não tem por finalidade impedir a alteração do poder de controle; a sua previsão na Lei das S/A visa a dispensar tratamento mais igualitário aos acionistas minoritários detentores de ações ordinárias quando houver alteração do grupo ou do acionista controlador”.²⁷

Situação radicalmente diferente, como já se viu, da *poison pill brasileira*, que assume a (dis)função de preservar o poder do bloco de controle.

Na OPA obrigatória a oferta compulsória de aquisição acarreta uma repartição do prêmio do controle (embora restrito às ações da mesma espécie e sujeito à aplicação de um desconto de 20%), posterior, contudo, à sua alienação. Na *poison pill brasileira*, por outro lado, a obrigatoriedade da oferta de aquisição inibe ou impede a aquisição de uma posição acionária relevante, capaz de ameaçar o poder detido pelos controladores.

O primeiro argumento apto a demonstrar a antijuridicidade da *poison pill brasileira* reside precisamente nesta espécie de “reserva” criada em benefício do controlador, que denominaremos de “reserva de controle”.

Conforme evidenciou o estudo de Érica Gorga, a maioria das *poison pills brasileiras* adota o alcance de percentual próximo a *tranche* de 15 a 20% do capital social como gatilho para deflagrar a obrigatoriedade de realização da oferta pública. O exame da composição acionária das companhias que as adotam, colhida de seus respectivos endereços eletrônicos, na seção de relações com investidores, revela, contudo, que a esmagadora maioria dessas companhias conta, se não com um bloco de controle perfeitamente definido, com acionistas cuja participação societária excede, em muito, aqueles percentuais cuja aquisição impõe a realização da oferta. É o que evidencia a tabela seguinte:

Companhias listadas no Novo Mercado	Percentual detido pelo acionista controlador ou bloco de controle	Percentual de participação a partir do qual é acionada a <i>poison pill brasileira</i>
Agra Empreendimentos Imobiliários S/A	46,33%	20%
American Banknote S/A	32,79%	20%
Brasilagro – Cia. Brasileira de Propriedades Agrícolas	21,14%	20%
Cyrela Commercial Properties S/A	37,80%	15%

27. Modesto Carvalhosa, *As Poison Pills Estatutárias na Prática Brasileira – Alguns Aspectos de sua Legalidade*, cit., p. 25.

Companhias listadas no Novo Mercado	Percentual detido pelo acionista controlador ou bloco de controle	Percentual de participação a partir do qual é acionada a <i>poison pill</i> brasileira
Construtora Tenda S/A	60%	20%
Even Construtora e Incorporadora S/A	40,1%	20%
EZ TEC Empreend. e Part. S/A	71,62%	15%
GVT Holding S/A	31,1%	15%
Helbor Empreendimentos S/A	43,59%	20%
Indústrias Romi S/A	36,3%	15%
Inpar S/A	75,6%	20%
LPS Consultoria de Imóveis S/A	49,34%	20%
Lupatech S/A	25,14%	20%
Medial Saúde S/A	50%	20%
Natura Cosméticos S/A	73,42%	15%
Odontoprev S/A	15,8%	15%
Perdigão S/A	36,03%	20%
Positivo Informática S/A	70,72%	10%
Profarma Distr. de Prod. Farmacêuticos S/A	50,9%	20%
Redecard S/A	50%	26%
Rodobens Negócios Imobiliários S/A	25,25%	15%
São Martinho S/A	25,23%	10%
SLC Agrícola S/A	29,3%	20%

Vale dizer: ou se está diante da figura do controlador clássico, no âmbito do controle majoritário,²⁸ ou se está diante de um bloco de controle perfeitamente enquadrado na definição contida no art. 116 da Lei 6.404/1976,

28. "Majority control, the first step in the separation of ownership and control, involves ownership of a majority of the outstanding stock. In the case of a simple corporate structure, the ownership of a majority of the stock by a single individual or small group gives to this group virtually all the legal powers of control which would be held by a sole owner of the enterprise and in particular the power to select the board of directors" (Adolf Augustus Berle e Gardiner Coit Means, *The Modern Corporation & Private Property*, cit., reimpr., p. 67) (tradução livre: "Controle majoritário, o primeiro passo na direção da separação entre propriedade e controle, abarca a propriedade de uma considerável maioria acionária. No caso de uma estrutura societária simplificada, a propriedade da maioria das ações por uma pessoa ou um pequeno grupo de pessoas dá a esse grupo praticamente

em que o controle é assegurado por acordos celebrados entre os acionistas, nos termos do art. 118 da referida lei.

Neste cenário, onde as companhias têm um acionista controlador ou grupo de controle e não existe o menor vestígio de pulverização do controle acionário, a adoção da *poison pill brasileira* configura uma discriminação, na medida em que impede qualquer acionista, à exceção do atual controlador, de alcançar o percentual de participação no capital social, cujo alcance impõe a realização da oferta pública compulsória. Em outras palavras, somente o controlador atual passa a deter o privilégio de ostentar participação acionária percentual igual ou superior à estipulada na *poison pill brasileira*, sem que isso lhe imponha a necessidade de efetuar a oferta.

Nos Estados Unidos, como em geral não há controle acionário definido, não se consuma tal discriminação, pois não se trata de privilegiar um controlador (atual) em detrimento de outro (potencial), mas, sim, de preservar o controle difuso e o poder dos atuais administradores.

A criação dessa verdadeira "reserva de controle" mostra-se ainda mais problemática no ambiente do Novo Mercado, ao qual aderiram muitas das companhias adeptas dessa modalidade de pílula. Isto porque uma das principais características desse segmento do mercado reside precisamente no fato de pretender assegurar aos acionistas, indistintamente, o direito de voto.²⁹ Não é o que ocorre, todavia, quando o voto de alguns – que não os atuais controladores – resta diminuído pelo simples fato de não poder nunca suplantar o daqueles que exercem o controle, dadas as limitações impostas pelas cláusulas contratuais que balizam os percentuais de participação no capital social das companhias e impedem a transposição dos mesmos pelos não controladores.

A aparente igualdade existente entre os acionistas, na medida em que a cada ação corresponderia um voto, estaria encoberta por uma circunstância bastante peculiar: a de que somente alguns acionistas (os atuais controladores) poderiam deter a titularidade de um percentual relevante de participação acionária. Nos demais casos, conquanto não se suprima o direito de voto próprio de cada ação, somente se o reconhece se do voto não resultar proveito algum. Admite-se o voto inútil, mas nunca o voto capaz de perturbar o controlador.

Tal discriminação atenta contra o princípio consagrado no § 1º do art. 109 da Lei 6.404/1976, segundo o qual "as ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares". Ademais, tratando-se de companhias

todos os poderes legais relativos ao controle, os quais poderão ser detidos por um só titular da sociedade, e em particular o poder de eleição dos administradores").

29. O que fica claro com a obrigatoriedade da emissão exclusiva de ações com direito de voto pelas companhias listadas nesse segmento (*one share-one vote rule*).

abertas, a lei institui regime bastante rígido quanto às matérias passíveis de tratamento diferenciado por meio de classes diversas. Neste sentido o disposto no art. 16 da Lei 6.404/1976:

“Art. 16. As ações ordinárias de companhia fechada poderão ser de classes diversas, em função de: I – conversibilidade em ações preferenciais; II – exigência de nacionalidade brasileira do acionista; ou III – direito de voto em separado para o preenchimento de determinados cargos de órgãos administrativos.

“Parágrafo único. A alteração do estatuto na parte em que regula a diversidade de classes, se não for expressamente prevista, e regulada, requererá a concordância de todos os titulares das ações atingidas.”

Poder-se-ia argumentar que a própria Lei 6.404/1976, pelo § 1º do art. 110, permite a utilização do mecanismo, uma vez que “o estatuto pode estabelecer limitação ao número de votos de cada acionista”. O argumento, contudo, não impressiona. É que o *discrimen* aceito pela lei não pode vir endereçado apenas a alguns acionistas. Vale dizer: a Lei 6.404/1976 permite ao estatuto dispor que a nenhum acionista será dado concentrar mais que 10% dos votos, mas desde que não especifique qual seja este acionista. Resultaria claramente ilegítima, portanto, uma prescrição estatutária limitando o voto dos acionistas não controladores a determinando percentual, instituindo um regime de tratamento discriminatório.

Mutatis mutandis, o mesmo se pode dizer em relação à *poison pill brasileira*. Não é apenas o fato de ostentar o percentual de participação nela estipulado que deflagra a obrigatoriedade da oferta pública, mas também a condição de não controlador. O controle adquire, *in casu*, a condição de excludente da aplicação da regra. Não poderia haver pior discriminação.

A situação descrita faz lembrar a distinção feita no Direito Francês para condenar o voto plural, ao mesmo tempo em que se autorizava o duplo voto: “A grande diferença entre as ações com voto duplo e as antigas ações com voto plural não reside somente no fato de que a uma ação não se pode outorgar dois votos, ela reside no fato de que todas as ações que observam as condições legais devem ser tratadas em pé de igualdade. *A sociedade que prevê o voto duplo não o pode reservar a certos acionistas*”.³⁰

A *poison pill brasileira* reintroduz, com outros matizes, discriminação semelhante àquela banida do Direito Francês na década de 30 do século

30. “La grand différence entre ces actions à vote doublé et les anciennes actions à vote plural ne tient pas seulement à ce qu’une action ne peut donner plus de deux voix; elle tient à ce que toutes les actions qui remplissent les conditions légales doivent être traitées sur un pied d’égalité. La société qui prévoit le vote double ne peut pas le réserver à certaines actionnaires” (Georges Ripert e René Roblot, *Traité de Droit Commercial*, t. I, 15ª ed., Paris, LGDJ, 1993, p. 892).

passado.³¹ O *discrimen*, todavia, não se estabelece no plano de cada ação individualmente considerada. Isto porque, *a priori*, a cada ação corresponde um voto. Trata-se da pior espécie de discriminação: aquela mimetizada sob a forma de uma aparente igualdade.

Uma visão mais elevada, a 30 mil pés, revela a discriminação encoberta sob o manto de uma igualdade não mais que aparente, a 10 mil pés. É que a prerrogativa do controle encontra-se reservada a certos acionistas, titulares das ações ao tempo da inserção da pílula.

Por essas razões, somos da opinião de que o emprego da *poison pill brasileira*, se admitido, somente o deveria ser nos casos em que o percentual de participação acionária deflagrador da oferta pública fosse superior ao percentual de participação acionária detido pelo controlador. Por conseguinte, não haveria impedimento à formação de um bloco cuja participação acionária suplantasse a do controlador. Assim, em uma situação típica de controle majoritário descaberia cogitar do uso da *poison pill brasileira*, porquanto o percentual de participação deflagrador da oferta seria superior ao percentual das ações em circulação no mercado (*free float*).

Outro argumento, a nosso ver, capaz de demonstrar a antijuridicidade da *poison pill brasileira* reside no fato de a mesma acarretar uma interferência indébita no sistema de percentuais de participação estipulados pela Lei 6.404/1976. É sabido que a lei se vale, em diferentes ocasiões, de percentuais mínimos de participação no capital social para a outorga de direitos. É o caso da condição de procedibilidade estabelecida para diversas ações judiciais,³² bem como da prerrogativa para a eleição de membros do conselho fiscal e de administração.³³

31. A Lei 6.404/1976 igualmente veda a atribuição de voto plural a qualquer classe de ações, *ex vi* do art. 110, § 2º.

32. “Art. 105. A exibição por inteiro dos livros da companhia pode ser ordenada judicialmente sempre que, a requerimento de acionistas que representem, pelo menos, 5% (cinco por cento) do capital social, sejam apontados atos violadores da lei ou do estatuto, ou haja fundada suspeita de graves irregularidades praticadas por qualquer dos órgãos da companhia.”

“Art. 159. (...)”

“(...)”

“§ 4º. Se a assembleia deliberar não promover a ação, poderá ela ser proposta por acionistas que representem 5% (cinco por cento), pelo menos, do capital social.”

“Art. 206. Dissolve-se a companhia: (...) II – por decisão judicial: a) quando anulada a sua constituição, em ação proposta por qualquer acionista; b) quando provado que não pode preencher o seu fim, em ação proposta por acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social; (...)” (grifos nossos).

33. Art. 141, § 4º: “Terão direito de eleger e destituir um membro e seu suplente do conselho de administração, em votação em separado na assembleia geral, excluído o acionista controlador, a maioria dos titulares, respectivamente: I – de ações de emissão

Neste particular, é razoável cogitar de uma violação a outro direito essencial do acionista, consagrado no § 2º do art. 109 da Lei 6.404/1976, na medida em que “os meios, processos ou ações que a lei confere ao acionista para assegurar os seus direitos não podem ser elididos pelo estatuto e pela assembleia geral”.

5. A *poison pill* brasileira: ineficiência econômica

Conquanto não sejamos adeptos do recurso exagerado à análise econômica do Direito, seria leviano ignorar o rico debate travado nos Estados Unidos a respeito do tema. Deve-se ressaltar, contudo, que não se pretende, aqui, adotar uma visão reducionista, supervalorizando o estudo do instituto sob a ótica de sua eficiência econômica.

Dentre os que melhor estudaram as implicações econômicas resultantes da adoção das *poison pills* figura Bebchuk. Esse autor reconhece o fato de a adoção das *poison pills* no estágio da IPO atuar como indutor da abertura do capital e pulverização do controle. Isto porque os controladores se sentiriam mais à vontade para abrir mão do controle quando instrumentos como a *poison pill* são colocados a postos para inibir a formação de um novo bloco de controle.³⁴ Como é próprio da miserável condição humana, tolera-se mais facilmente a perda de algo quando outro não o ganha ...

Todavia, Bebchuk sustenta haver “razões para acreditar que a adoção de fortes medidas contrárias à tomada hostil de controle acarreta uma diminuição no preço das ações”.³⁵ A perda de valor se daria tanto diante de

de companhia aberta com direito a voto, que representem, pelo menos, 15% (quinze por cento) do total das ações com direito a voto; e II – de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito de emissão de companhia aberta, que representem, no mínimo, 10% (dez por cento) do capital social, que não houverem exercido o direito previsto no estatuto, em conformidade com o art. 18.”

Art. 161, § 4º. “Na constituição do *conselho fiscal* serão observadas as seguintes normas: a) os titulares de ações preferenciais sem direito a voto, ou com voto restrito, terão direito de eleger, em votação em separado, 1 (um) membro e respectivo suplente; igual direito terão os *acionistas minoritários*, desde que representem, em conjunto, 10% (dez por cento) ou mais das ações com direito a voto; b) ressalvado o disposto na alínea anterior, os demais acionistas com direito a voto poderão eleger os membros efetivos e suplentes que, em qualquer caso, serão em número igual ao dos eleitos nos termos da alínea ‘a’, mais um” (grifos nossos).

34. Lucian Bebchuk, “Why firms adopt antitakeover arrangements”, cit., *University of Pennsylvania Law Review* 152/715, 2003.

35. No original: “(...) there are reasons to believe that strong antitakeover protections decrease share value” (Lucian Bebchuk, “Why firms adopt antitakeover arrangements”, cit., *University of Pennsylvania Law Review* 152/718, 2003 – tradução nossa). No mesmo sentido: Lucian Bebchuk, “The case against board veto in corporate takeovers”, 69 *University of Chicago Law Review* 973 (2002).

uma tentativa de tomada de controle (*ex post*) quanto no curso ordinário das atividades sociais (*ex ante*). No primeiro caso há evidências de que os administradores da companhia-alvo tendem a repelir ofertas de aquisição, relegando os interesses dos acionistas a um segundo plano, ao privilegiarem seus próprios interesses. No segundo, estudos apontados pelo próprio autor indicam que, “quando os administradores têm menos a temer quanto a tentativas de tomada de controle, falham em reduzir custos e têm pior *performance* operacional, incluindo menores margens de lucro, retorno sobre o capital investido e crescimento de vendas”.³⁶

A diversidade da realidade brasileira desautoriza, contudo, o simplismo da mera importação dos argumentos brandidos no Direito Norte-Americano.³⁷ Aqui, a ineficiência econômica da *poison pill* brasileira resta ainda mais agravada.

Primeiramente, importa considerar que o acionamento da *poison pill* norte-americana costuma depender da iniciativa dos administradores, impondo-lhes o exercício de um juízo informado por seus deveres fiduciários. Não é com esse fim que o mecanismo é mais adotado na *poison pill* brasileira, onde a obrigatoriedade de realização da oferta pública de aquisição de todas as ações da companhia configura-se com o alcance do percentual de participação acionária fixado no estatuto social. Não é facultado ao administrador neutralizar a pílula. Aliás, como se haverá de demonstrar no item subsequente, a *poison pill* brasileira desafia até mesmo a soberania da assembleia geral, uma vez que esse órgão encontra entraves para a modificação da cláusula.

Em um cenário onde o protagonismo continua sendo exercido pela figura do acionista controlador, claramente identificável, cabe ao acionista minoritário vislumbrar na ação um investimento, conforme magnificamente exposto na instigante obra de José de La Vega. Qualquer restrição imposta à aquisição de ações, pondo obstáculo ao atingimento de uma participação acionária relevante, desfavorece o aumento do valor das ações, na medida em que restringe a procura.

A confirmar o argumento, podem ser referidos comunicados recentes emitidos por companhias listadas na BM&F-Bovespa dando conta do atin-

36. Tradução livre do original: “When managers have less to fear from takeovers, they fail to reduce costs and have poorer operating performance, including lower profit margins, return on equity and sales growth” (Lucian Bebchuk, “Why firms adopt antitakeover arrangements”, cit., *University of Pennsylvania Law Review* 152/720, 2003).

37. No dizer de Tomás de Aquino: “A lei pode mudar também de parte dos homens cujos atos são regulados pela lei por causa da mudança das condições destes mesmos homens, aos quais convêm instituições diversas segundo suas diversas condições” (*Suma Teológica*, I, II, Questão XCVII).

gimento de relevantes percentuais de participação societária por fundos de investimento.

No Brasil, uma das mais lúcidas análises foi recentemente elaborada no âmbito da CVM (2008) pelos diretores Marcos Pinto e Otávio Yazbek, atenta à realidade brasileira:

“4. Custos

“4.1 As *poison pills* não trazem somente benefícios; seus custos são também consideráveis. Dois deles são bastante óbvios e relevantes: (i) elas podem impedir negócios eficientes do ponto de vista econômico; e (ii) elas aumentam custos de agência.

“4.2 As *poison pills* brasileiras têm uma característica bastante peculiar. Como vimos, elas procuram determinar, de antemão, critérios para fixação de um preço mínimo para a aquisição do controle. Por melhores que sejam esses critérios, eles não são perfeitos, de modo que negócios que seriam bons para todas as partes envolvidas podem deixar de ser realizados.

“4.3 A cláusula pética exacerba esse problema, pois impede que os acionistas reformem o estatuto para suprimir a *poison pill*. Mais uma vez, um exemplo pode ilustrar a questão. *Cia. 'A' está disposta a pagar até R\$ 20 por ação da Cia. 'B' numa aquisição de controle. Os acionistas da Cia. 'B' estão dispostos a vender suas ações a qualquer valor acima de R\$ 15. Portanto, qualquer preço entre esses dois extremos seria eficiente. Todavia, a poison pill prevê que a oferta deverá ser feita por R\$ 25 e não permite formas alternativas de realização do negócio que sejam aceitáveis para a Cia. 'A'. Se a poison pill for protegida por uma cláusula pética, o negócio não será realizado, muito embora seja benéfico para todas as partes.*

“4.4 Mas esse não é o único custo das *poison pills*. Como se sabe, o mercado de transferência de controle é um dos principais mecanismos para controlar custos de agência em companhias que não têm controlador. Ao dificultar as aquisições hostis de controle, as *poison pills* exacerbam esses custos.

“4.5 Para a nossa análise, os custos de agência mais importantes são as perdas sofridas em virtude da ineficiência ou oportunismo da administração. Nas companhias sem controlador essas perdas podem se tornar um problema significativo, pois a dispersão acionária reduz os incentivos de cada acionista para monitorar a gestão da companhia.

“4.6 Um dos principais mecanismos para evitar essas perdas são justamente as ofertas hostis de aquisição de controle. Companhias administradas de maneira ineficiente ou oportunista perdem valor de mercado e se tornam alvos mais atrativos para aquisições de controle.

“4.7 A oferta hostil não só elimina as perdas *ex post*, através da substituição dos administradores, como também as reduz *ex ante*, pois a simples ameaça de uma troca de controle cria um incentivo para que os administradores sejam mais eficientes e leais para com os acionistas.

“4.8 *Poison pills* dificultam ofertas hostis de controle e, por isso, aumentam custos de agência. As cláusulas péticas exacerbam esse problema, pois evitam que o potencial interessado em adquirir o controle apele diretamente aos acionistas para que suprimam a *poison pill*, seja mediante um anúncio nesse sentido acompanhado de um pedido público de procuração, seja por meio de uma oferta condicionada à revogação da pílula.”

6. O entricheiramento da *poison pill* brasileira: veneno sem antídoto

O desvirtuamento, a antijuridicidade e a ineficiência encontrados na *poison pill* brasileira restam sobremaneira agravados pela sua quase imodificabilidade. É que, visando a assegurar sua eficácia – consistente no impedimento à aquisição de uma parcela relevante de participação acionária –, a *poison pill* brasileira costuma vir acompanhada de mecanismos destinados a tornar praticamente impossível sua retirada dos estatutos sociais nos quais inserida.

Neste sentido a observação constante do *Memorando para Audiência Pública* endereçado ao Colegiado da CVM, datado de 14.4.2008:

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

“1.5 Uma redação bastante comum é a seguinte: ‘A alteração que limite o direito dos acionistas à realização da oferta pública 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 oferta pública prevista neste artigo’.”

Alternativamente, costuma-se também prever a suspensão do direito de voto do acionista adquirente do percentual de participação deflagrador da oferta pública de aquisição que deixar de realizá-la, conforme determinado no estatuto. Desta forma, na medida em que as ações se veem desprovidas do voto, dissipa-se a ameaça de uma tomada de controle; ou, melhor dizendo – na realidade brasileira –, preserva-se a incolumidade do poder do controlador. É o que aponta Carvalhosa: “O que se tem observado, contudo, é que a *poison pill* pretende adquirir, em muitos casos, feições de imutabili-

dade, de verdadeira cláusula 'pétrea', evidenciando aquela primeira questão de utilizá-la como mecanismo jurídico de perpetuação de um determinado grupo no controle da companhia".³⁸

Destaque-se que a terminologia "cláusula pétrea" é própria do direito constitucional, servindo para designar as matérias cuja alteração é retirada da esfera de competência do legislador constituinte derivado. A impropriedade de sua utilização no âmbito das *poison pills* resulta do fato de (i) se tratar a cláusula pétrea de instituto restrito aos lindes do direito constitucional; (ii) a imodificabilidade imposta pela cláusula pétrea ser absoluta; e (iii) a cláusula pétrea ter matriz normativa, contrariamente à inserção estatutária da *poison pill*.³⁹

Conquanto a terminologia nos pareça tecnicamente imprópria, ela bem serve para evidenciar o efeito obtido a partir do arcabouço construído para defendê-la: sua quase imodificabilidade. O que novamente acaba afastando a *poison pill brasileira* dos contornos próprios das *poison pills* originais.

Com efeito, na experiência do Direito Norte-Americano o acionamento das *poison pills* insere-se dentre as matérias de competência dos administradores. A eles compete não apenas manifestar-se acerca da tentativa de tomada de controle iniciada, mas decidir pela aplicação ou não das *poison pills*.⁴⁰

Na realidade europeia a situação é bastante distinta, como faz ver Paulo Fernando Campos Salles de Toledo, comentando a Diretiva 2004/25 da União Europeia: "Aqui se têm em conta as medidas de defesa: quem as pode tomar, o órgão de administração ou a assembleia? A opção do legislador comunitário europeu foi francamente pela segunda alternativa".⁴¹

O fato de a legislação europeia atribuir aos acionistas reunidos em assembleia a competência para deliberar sobre o acionamento das *poison pills* não isenta os administradores de se manifestarem a respeito da oferta. Ao revés, cumpre-lhes, no exercício de seus deveres fiduciários, subsidiar os acionistas com as informações e opiniões de que dispuserem.

A diferença existente entre a sistemática norte-americana e a europeia não surpreende. É da tradição do direito societário estadunidense deferir maior autonomia à administração da companhia, posta em máxima evidên-

38. Modesto Carvalhosa, *As Poison Pills Estatutárias na Prática Brasileira – Alguns Aspectos de sua Legalidade*, cit., p. 27.

39. José Afonso da Silva, *Curso de Direito Constitucional Positivo*, 33ª ed., São Paulo, Malheiros Editores, 2010, pp. 65-68.

40. Paulo Fernando Campos Salles de Toledo, "Poison pill: modismo ou solução?", cit., in Rodrigo R. Monteiro de Castro e Leandro Santos de Aragão (coords.), *Direito Societário – Desafios Atuais* (obra coletiva), p. 161.

41. Idem, p. 172.

cia na *business judgement rule*;⁴² ao passo que é da tradição do direito societário europeu reconhecer a soberania da assembleia geral de acionistas.

O que realmente impressiona é a situação que vem sendo complacientemente admitida pelo Direito Brasileiro, que retira tanto da administração quanto da assembleia a capacidade para afastar a aplicação da *poison pill brasileira*. Enrincheirada nos estatutos, posta a salvo de ulteriores modificações, nossa "pílula de veneno" parece imune a todo e qualquer antídoto.

Movimento recentemente iniciado pela CVM sugere que a *poison pill brasileira*, ao menos quanto à sua imodificabilidade, começa a ser questionada. Fazendo referência, dentre outros elementos, à obrigatoriedade de o voto vir exercido no interesse da sociedade (art. 115 da Lei 6.404/1976), a autarquia submeteu a consulta pública minuta de parecer de orientação cuja aprovação pelo Colegiado deu-se em 23 de junho de 2009. Assim, restou consagrado no Parecer de Orientação 036/2009 o entendimento da CVM sobre o tema, evidenciando a contrariedade da *poison pill brasileira* a dispositivos legais vigentes, nos seguintes termos: "Nos últimos anos, os estatutos de diversas companhias passaram a conter cláusulas de proteção à dispersão acionária que obrigam o investidor que adquirir determinado percentual das ações em circulação a realizar uma oferta pública de compra das ações remanescentes. Além disso, alguns estatutos incluem disposições acessórias a essas cláusulas, impondo um ônus substancial aos acionistas que votarem favoravelmente à supressão ou à alteração das cláusulas, qual seja, a obrigação de realizar a oferta pública anteriormente prevista no estatuto. A CVM entende que a aplicação concreta dessas disposições acessórias não se compatibiliza com diversos princípios e normas da legislação societária em vigor; em especial os previstos nos arts. 115, 121, 122, I, e 129 da Lei n. 6.404, de 15.12.1976. Por esse motivo, a CVM não aplicará penalidades, em processos administrativos sancionadores, aos acionistas que, nos termos da legislação em vigor, votarem pela supressão ou alteração da cláusula de proteção à dispersão acionária, ainda que não realizem a oferta pública prevista na disposição acessória" (grifos nossos).⁴³

De fato, além de afirmar a soberania da assembleia geral, a Lei Acionária impõe, no caso das companhias abertas, um rígido regime de quóruns de deliberação, impedindo sua elevação para introduzir deliberações depen-

42. Exatamente por esta razão, a Corte do "caso *Quickturn*" rejeitou preceito estatutário condicionando a remoção da *poison pill* à aprovação por administradores eleitos há pelo menos seis meses (expediente concebido para dificultar a supressão da pílula) (apud Julian Velasco, "The enduring illegitimacy of the poison pill", cit., *The Journal of Corporation Law* 27(3)/396).

43. Fonte: http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos_Redir.asp?Tipo=P&File=pare036.doc.

dentos de uma supermaioria.⁴⁴ Vale dizer: não apenas a assembleia é soberana para deliberar; mas o *quorum* de deliberação é o de lei. Disso resulta a ilegalidade dos subterfúgios adotados para impedir a eliminação da *poison pill brasileira*, na medida em que compelem os acionistas a exercer o direito de voto sem atentar para o interesse da companhia.

Também sob a ótica da eficiência econômica as restrições postas quanto à eliminação ou alteração da *poison pill brasileira* mostram-se indesejáveis, como ilustra o exemplo trazido no *Memorando* dirigido ao colegiado da CVM já referido.

Cumpra anotar, ainda, que mesmo as Cortes estadunidenses, tradicionalmente benevolentes em relação às *poison pills*, têm visto com reservas os mecanismos destinados a restringir a possibilidade de modificação ou retirada das pílulas dos estatutos das companhias. Nesta linha, a denominada *dead hand pill* já foi julgada inválida, na medida em que tornava proibitivamente dispendiosa e efetivamente impossível uma tomada hostil de controle.⁴⁵

Situação em nada diferente da encontrada nos estatutos das companhias que adotam a *poison pill brasileira*.

7. Considerações finais

A solução preconizada pela CVM, de admitir a *poison pill brasileira* mas não sua imodificabilidade prática, parece-nos ser ainda bastante aca-

44. É o que se depreende, *a contrario sensu*, do disposto nos arts. 129, § 1º, e 136, *caput*:

“Art. 129. (...).

“§ 1º. O estatuto da companhia fechada pode aumentar o *quorum* exigido para certas deliberações, desde que especifique as matérias.”

“Art. 136. É necessária a aprovação de acionistas que representem metade, no mínimo, das ações com direito a voto, se maior *quorum* não for exigido pelo estatuto da companhia cujas ações não estejam admitidas à negociação em Bolsa ou no mercado de balcão, para deliberação sobre: (...).”

45. “Although standard pills had been upheld against such claims, the dead hand pill was both preclusive and coercive. It was coercive because the pill effectively forced shareholders to re-elect the incumbent directors if they wished to be represented by a board entitled to exercise its full statutory powers. The pill was preclusive because the added deterrent effect of the dead hand provision made a takeover prohibitively expensive and effectively impossible” (Stephen M. Bainbridge, *Dead Hand and No Hand Pills: Precommitment Strategies in Corporate Law*, UCLA, Law and Economics Research Paper n. 02-02, novembro/2002, p. 24) (tradução livre: “Conquanto as pílulas tradicionais tenham sido declaradas válidas judicialmente, as *dead hand pills* são consideradas impeditivas e coercitivas. Coercitivas pois a cláusula efetivamente força os acionistas a reeleger os então diretores caso eles desejem ser representados por uma diretoria que exerça todos os poderes estatutários. A cláusula é impeditiva pois o efeito impeditivo adicional das *dead hands* torna as tomadas hostis proibitivamente dispendiosas e efetivamente impossíveis”).

nhada. A realidade do mercado acionário brasileiro é distinta da europeia e da norte-americana. A experiência demonstra que a *poison pill brasileira* tem sido largamente adotada em companhias submetidas a um bloco de controle perfeitamente conhecido e identificado. Em tais circunstâncias, sua utilização acarreta o desvirtuamento do instituto, na medida em que, ao invés de impedir a formação de um bloco de controle, passa a tutelá-lo.

A antijuridicidade da *poison pill brasileira* resulta evidente no tratamento discriminatório que impõe aos demais acionistas da companhia não detentores de participações societárias relevantes ao tempo de sua instituição. Em última instância, a *poison pill brasileira* faz com que somente o controlador – ou o titular de parcela significativa do capital social – ao tempo de sua instituição detenha o privilégio de ostentar percentual de participação superior ao do gatilho da oferta pública sem a necessidade de fazê-la.

Recordando a metáfora empregada por Bobbio em sua célebre *Teoria do Ordenamento Jurídico*, poder-se-ia dizer que a *poison pill brasileira* não faz diferente cada uma das ações isoladamente consideradas (árvores). Mas reserva a um determinado acionista o privilégio de ser o titular do controle (floresta), livrando-o de qualquer desassossego. Eis a “reserva do controle”.