

MEMORANDO

Para: Colegiado da CVM
De: Marcos Barbosa Pinto
Otavio Yazbek

Data: 14 de abril de 2008

Ref.: *Poison Pills*

1. Introdução

1.1 Atualmente, um número expressivo de companhias abertas possui em seus estatutos cláusulas que obrigam o acionista que adquirir determinado percentual das ações em circulação a realizar uma oferta pública visando a adquirir as ações dos demais acionistas a um determinado preço.

1.2 Uma redação bastante comum é a seguinte:

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

1.3 Para facilitar a referência, chamaremos essas cláusulas de "*poison pills*" ou simplesmente "pílulas" neste memorando,(1) muito embora essas denominações não sejam as mais técnicas.(2)

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 Assembléia Geral a realizar a oferta pública prevista neste artigo.

1.6 Para facilitar a referência, chamaremos estas últimas disposições de "cláusulas pétreas", embora essa denominação também não possua grande rigor técnico.

1.7 A minuta de parecer de orientação anexa a este memorando comunica ao mercado que a CVM não reconhecerá efeitos a essas cláusulas em processos administrativos sancionadores. Neste memorando, procuramos analisar o impacto desse parecer do ponto de vista econômico, sem abordar questões jurídicas, que devem ser avaliadas em momento oportuno.

1.8 O memorando está dividido em 5 partes, além desta introdução e da conclusão. Na primeira parte, procuramos identificar os principais benefícios das *poison pills*. Na segunda parte, argumentamos que esses benefícios não são prejudicados pela ausência de cláusulas pétreas. Em outras palavras, *poison pills* com cláusulas pétreas não são mais aptas a atingir seus objetivos do que *poison pills* sem cláusulas pétreas. Por outro lado, as cláusulas pétreas exacerbam os principais custos das *poison pills*, conforme procuramos demonstrar na terceira parte. Na quarta parte, argumentamos que um modelo jurídico com *poison pills* mas sem cláusulas pétreas é um regime equilibrado. Na quinta parte, procuramos refutar algumas possíveis objeções à proposta.

2. Benefícios

2.1 Os principais benefícios das *poison pills* são os seguintes: (i) elas promovem um tratamento relativamente igualitário entre os acionistas; (ii) elas protegem os acionistas contra ofertas coercitivas; e (iii) elas aumentam o poder de barganha dos acionistas.

2.2 O primeiro benefício das *poison pills* é assegurar um tratamento razoavelmente igualitário entre acionistas da companhia. (3) Exigindo que a aquisição de controle se dê por meio de uma oferta pública única dirigida a todos os acionistas, as *poison pills* evitam que a compra de ações se dê a preços diversos; além disso, elas repartem eventual prêmio de controle entre os acionistas.(4)

2.3 O segundo benefício das *poison pills* é que elas protegem os acionistas contra a natureza coercitiva das ofertas públicas de aquisição de controle.(5)

2.4 Embora a venda de ações numa oferta de aquisição de controle seja voluntária, alguns tipos de oferta podem compelir o

acionista a vender suas ações mesmo que o preço ofertado lhe pareça insuficiente.(6) Para perceber como um negócio teoricamente voluntário para os acionistas pode se tornar coercitivo, basta analisar o exemplo a seguir.

A Companhia A faz uma oferta de aquisição de todas as ações da Companhia B, condicionada a aceitação de 50% mais uma das ações, a um preço de R\$20,00 por ação. Simultaneamente, a Companhia A anuncia que, se a oferta tiver sucesso, incorporará a Companhia B; nessa incorporação, as ações da Companhia B serão avaliadas a R\$15,00 por ação para fins de fixação da relação de troca. Um investidor entende que sua ação da Companhia B vale R\$25,00; teoricamente, ele deveria rejeitar a oferta de R\$20,00. Todavia, esse acionista não sabe se a oferta vai ter sucesso ou não, ou seja, se a Companhia A conseguirá adquirir 50% mais uma das ações; ele sabe apenas que, devido à dispersão acionária, sua decisão de aderir ou não à oferta não afetará o resultado, ou seja, sua aceitação não terá influência significativa sobre as chances de a oferta obter a adesão de 50% mais uma das ações. Nessas condições, a melhor alternativa para o acionista é aceitar a oferta, ainda que o preço lhe pareça injusto. Caso rejeite a oferta, o acionista pode permanecer com uma ação que, segundo sua avaliação, vale R\$25, mas se sujeita ao preço de R\$15 na incorporação. Caso aceite a oferta, o acionista mantém as chances de permanecer com a ação que vale R\$25 se a oferta não tiver sucesso; e ainda assegura o preço mínimo de R\$20,00 se a oferta for bem sucedida. Sem dúvida nenhuma, um acionista racional aceitará a oferta.(7)

2.5 O exemplo acima ilustra o aspecto coercitivo de ofertas de aquisição de controle acompanhadas de uma incorporação a preço inferior. Mas esse não é o único caso de coerção. Mesmo quando o adquirente do controle não pretende realizar uma incorporação imediata a um preço mais baixo, a oferta pode ser coercitiva caso os acionistas esperem uma redução no preço das ações após a aquisição do controle.(8) Essa redução de preço é provável em muitos casos, seja pela possibilidade de extração de benefícios privados pelo novo controlador, seja pela probabilidade de que o novo controlador venha a efetuar uma incorporação em momento posterior.(9)

2.6 As *poison pills* mitigam esse problema na medida em que estabelecem parâmetros mínimos para fixação do preço da oferta. Como esses parâmetros levam normalmente à fixação de preços mínimos elevados – e muitas vezes, irrealis – eles filtram grande parte das ofertas coercitivas.

2.7 Grande parte das *poison pills* brasileiras exige, por exemplo, que a oferta seja feita com prêmio significativo sobre o valor econômico ou a maior cotação que as ações da companhia atingiram no mercado antes da oferta. Na maioria dos casos, esse prêmio torna pouco provável que o preço da oferta seja inferior às expectativas dos acionistas, reduzindo assim a probabilidade uma oferta coercitiva.(10)

2.8 O terceiro benefício das *poison pills* consiste em aumentar o poder de barganha dos acionistas.(11)

2.9 Em uma companhia com as ações dispersas no mercado, custos de transação e organização dificultam a formação de um grupo coeso para negociar o preço da oferta.(12) Isso faz com que os acionistas tenham dificuldade para extrair o melhor preço possível do adquirente do controle.

2.10 O exemplo a seguir ilustra bem essa hipótese.

A Companhia A está disposta a adquirir todas as ações da Companhia B a qualquer preço abaixo de R\$20 por ação. Os acionistas da Companhia B estão dispostos a vender suas ações a qualquer preço acima de R\$15. Se uma negociação efetiva fosse possível, os acionistas da companhia poderiam obter mais do que R\$15 por ação; teoricamente, eles poderiam obter até R\$20. Porém, como uma negociação efetiva é muito difícil para acionistas dispersos no mercado, se o adquirente lhes fizer uma proposta de R\$15, é provável que eles aceitem a oferta.

2.11 As *poison pills* podem resolver esse problema na medida em que estabelecem parâmetros mínimos para fixação do preço da oferta. Como esses parâmetros levam muitas vezes à fixação de preços irrealis, como vimos acima, eles forçam o potencial adquirente de controle a procurar a administração da companhia para uma negociação.(13)

2.12 Nessa negociação, a administração procurará obter o melhor negócio possível para os acionistas da companhia, ainda que o preço mínimo previsto na *poison pill* não seja atingido. Concluída a negociação, a administração pode então propor aos acionistas meios alternativos de realizar a operação, como fusões e incorporações, que normalmente não disparam a obrigação de realizar a oferta pública.(14)

3. Impacto

3.1 A minuta de parecer de orientação anexa propõe que a CVM não reconheça efeitos jurídicos às cláusulas péticas em processos administrativos sancionadores. Qual é o impacto dessa manifestação sobre a eficácia das *poison pills*? A ausência de cláusulas péticas – ou de respaldo da CVM para elas – afetará os benefícios das *poison pills* descritos acima?

3.2 O primeiro benefício, como vimos, é promover tratamento igualitário entre os acionistas. Teoricamente, as cláusulas péticas são importantes para impedir que esse benefício seja suprimido mediante uma reforma estatutária. Na prática, porém, essa proteção parece dispensável.

3.3 Nas companhias com capital disperso, nenhum dos acionistas tem especial interesse em suprimir a *poison pill*, já que qualquer deles pode ser prejudicado pelo tratamento desigual que a pílula visa a coibir. Logo, não temos nenhuma razão para suprimir essa competência da assembléia geral.

3.4 Nas companhias com controlador, a importância da pílula diminui radicalmente. Nessas companhias, o tratamento igualitário já é assegurado, ainda que parcialmente, pelo art. 254-A da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Não custa lembrar, ainda que, das 63 companhias que possuem *poison pills* em seus estatutos, 60 estão listadas no Novo Mercado da Bovespa, cujo regulamento prevê *tag along* de 100% para todos os acionistas em caso de alienação de controle. Portanto,

ainda que a *poison pill* seja suprimida, o tratamento igualitário será assegurado por regulamento na maioria dos casos.(15)

3.5 O segundo benefício da *poison pill* é, como vimos, proteger os acionistas contra ofertas coercitivas. Teoricamente, as cláusulas péticas seriam importantes para impedir que a pílula fosse suprimida pela assembléia geral, o que abriria espaço para ofertas coercitivas. Porém, quando examinamos o assunto mais a fundo, percebemos que esse não é o caso.

3.6 Nas companhias sem controlador, os acionistas não terão, na grande maioria dos casos, grande interesse em suprimir a pílula, pois eles serão os principais prejudicados por uma oferta coercitiva. Dessa forma, podemos confiar na decisão da assembléia geral a esse respeito.

3.7 A situação se altera, é verdade, caso o potencial adquirente faça uma oferta de aquisição de controle condicionada à revogação da *poison pill*. Nessa situação, os acionistas podem ter interesse em revogar a pílula. Ocorre que, também nesse caso, podemos confiar na decisão da assembléia geral, pois os acionistas não revogarão a *poison pill* a menos que a maioria esteja convencida de que o preço ofertado é justo.

3.8 Ressalte-se que, nesse caso, a decisão do acionista de aceitar a oferta está dissociada da decisão de revogar a *poison pill*. Devido a essa dissociação, um acionista que acha que o preço ofertado é baixo pode aceitar a oferta por precaução e, ainda assim, votar contra a revogação da pílula. Por conseguinte, as chances de coerção são praticamente nulas.

3.9 Nas companhias com controlador, por outro lado, a proteção contra ofertas coercitivas não é necessária, pois a legislação e a regulamentação aplicável às ofertas de fechamento de capital e aumento de participação parecem ser suficientes para solucionar o problema da coerção.(16)

3.10 O terceiro benefício das *poison pills* é, como vimos acima, aumentar o poder de barganha dos acionistas. Com relação a esse benefício, as cláusulas péticas não trazem nenhuma proteção; na verdade, elas são contraproducentes.

3.11 Na ausência de uma cláusula pétrea, a administração pode negociar livremente o preço e demais condições do negócio com o adquirente do controle e, na seqüência, convocar a assembléia geral para revogar a *poison pill*. Com a cláusula pétrea, as alternativas à disposição da administração diminuem bastante, ficando restritas às exceções previstas no estatuto.

3.12 O seguinte exemplo ilustra bem essa situação.

3.13 A Companhia A está disposta a adquirir todas as ações da Companhia B a qualquer preço abaixo de R\$20 por ação. Os acionistas da Companhia B estão dispostos a vender suas ações a qualquer preço acima de R\$15. As duas companhias concordariam, numa negociação, com o preço de R\$17. Todavia, a poison pill prevê que a oferta deverá ser feita por R\$25. Esse negócio, que provavelmente seria aprovado pela grande maioria dos acionistas, é inviável com a cláusula pétrea. Como resultado, a administração se vê obrigada a discutir estruturas alternativas de negócio que não disparam a poison pill, mas que são menos atrativas para os acionistas.(17) Dependendo dos contornos da poison pill, é possível até que nenhuma alternativa esteja disponível. (18)

3.14 Em suma, a ausência de cláusulas péticas não afeta significativamente os dois primeiros benefícios das *poison pills*, a saber, tratamento equitativo e proteção contra ofertas coercitivas. Além disso, as cláusulas péticas restringem o terceiro benefício das pílulas – a possibilidade de negociação – pois reduzem o poder de barganha da administração.

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.(19)

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 pétrea 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.

A Companhia A está disposta a pagar até R\$20 por ação da Companhia B numa aquisição de controle. Os acionistas da Companhia B estão dispostos a vender suas ações a qualquer valor acima de R\$15. Portanto, qualquer preço entre esses dois extremos seria eficiente. Todavia, a poison pill prevê que a oferta deverá ser feita por R\$25 e não permite formas alternativas de realização do negócio que sejam aceitáveis para a Companhia A. Se a poison pill for protegida por uma cláusula pétrea, 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.(20) 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.

5. Resultado

5.1 Se a análise acima estiver correta, a minuta de parecer de orientação faz sentido econômico. Afinal, as cláusulas péticas não são necessárias para que as *poison pills* proporcionem os benefícios que se espera delas. Além disso, as cláusulas péticas aumentam significativamente os custos normalmente associados às *poison pills*.

5.2 Pessoalmente, acreditamos que um modelo que permita *poison pills*, mas não cláusulas péticas, seja um regime equilibrado, intermediário entre o regime adotado na União Européia e o vigente nos Estados Unidos.(21)

5.3 De um lado, esse regime cria incentivos para que os potenciais adquirentes do controle procurem a administração para negociar o preço e demais condições do negócio, o que é benéfico para os acionistas.

5.4 Por outro lado, o regime não sujeita os acionistas à decisão dos administradores, que têm um óbvio interesse pessoal nessa questão. Preserva-se assim o direito essencial dos proprietários das ações de decidir, em última instância, se devem ou não vender sua participação.

5.5 Além disso, esse regime protege o direito de escolha dos acionistas devido à capacidade da *poison pill* de filtrar ofertas coercivas. Afinal, de nada adiantaria preservar formalmente o direito do acionista de vender ou manter suas ações se sua liberdade de escolha fosse suprimida na prática por meio de ofertas coercitivas.

5.6 O regime atende ainda a preceitos básicos de justiça, pois promove o tratamento igualitário dos acionistas, exigindo que a aquisição de controle se dê por meio de uma oferta pública dirigida a todos.

5.7 Por fim, esse regime diminui os custos normalmente associados às *poison pills*, sendo por isso mais eficiente que o *status quo*, pois a possibilidade de supressão da pílula cria, a um só tempo, alternativas e ameaças para a administração. Com as alternativas, diminuem-se as chances de que negócios que geram riqueza para os acionistas não sejam realizados; por meio das ameaças, reduzem-se os custos de agência relacionados a eventual ineficiência e oportunismo dos administradores.

5.8 É claro que esse regime não é perfeito. Para citar apenas dois problemas, ele não elimina o risco de que os administradores usem o poder de barganha a eles conferido em benefício próprio, embora restrinja substancialmente essa possibilidade; nem filtra todas as ofertas potencialmente coercitivas, pois é em tese possível que uma oferta hostil atinja o preço mínimo previsto no estatuto e ainda assim não seja atrativa para os acionistas.

5.9 De qualquer modo, parece claro que esse regime é superior às duas alternativas disponíveis no momento: um regime sem *poison pills*, em que os acionistas podem ser tratados de maneira desigual e coagidos a vender suas ações; ou um regime com cláusulas péticas, que impede negócios eficientes e protege excessivamente a administração.

6. Objeções

6.1 Antes de encerrar este memorando, gostaríamos de refutar algumas possíveis objeções à análise empreendida acima.

6.2 Primeira objeção: *A análise acima desconsidera o real objetivo das poison pills brasileiras, que é manter a dispersão acionária, evitando que a sociedade passe a ter um controlador. Para tanto, a cláusula pétrea é essencial.*

6.3 Na nossa opinião, é um erro dizer que o real objetivo das *poison pills* seja manter a propriedade acionária dispersa. Essa afirmação parte do pressuposto de que companhias com propriedade acionária dispersa são melhores para os investidores do que companhias com controlador. Porém, não existe nenhuma evidência conclusiva a esse respeito.

6.4 O mais provável é que a propriedade acionária dispersa seja vantajosa em algumas situações e desvantajosa em outras. Mais uma vez, os melhores juizes para essa questão são os próprios acionistas da companhia. Se manter a propriedade acionária dispersa for realmente a melhor opção, eles certamente rejeitarão qualquer oferta de aquisição de controle.

6.5 Segunda objeção: *Na verdade, as poison pills brasileiras não são cláusulas de proteção da dispersão, mas cláusulas de proteção da liquidez, fato também desconsiderado na 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 auto-regulação, como a exigência de um percentual mínimo de ações em circulação feita pelos segmentos especiais da Bovespa.

6.9 Terceira objeção: *A análise acima desconsidera outro objetivo das poison pills, que é conferir maior estabilidade à administração da companhia.*(22) Essa estabilidade, que é necessária para que a administração possa perseguir objetivos de longo-prazo, ficaria comprometida sem as cláusulas pétreas.

6.10 Ninguém questiona que os administradores de uma companhia aberta precisam de certa estabilidade para exercer suas funções. Todavia, a estabilidade não é sempre benéfica aos acionistas; obviamente, uma administração ineficiente não merece estabilidade.

6.11 Além disso, não está clara a razão pela qual os acionistas não podem, eles mesmos, preservar essa estabilidade. Se os donos da empresa acham que podem obter retornos melhores no longo prazo mantendo a atual administração, sem interrupções, eles podem, por si próprios, rejeitar eventuais ofertas de aquisição de controle.

6.12 Contra essa objeção, argumenta-se que a maioria dos investidores adota uma visão de curto prazo, incompatível com medidas que necessitam de períodos mais longos de maturação. Segue que, sem a estabilidade proporcionada pelas cláusulas pétreas, os administradores seriam obrigados a abandonar essas iniciativas de longo-prazo.

6.13 Esse argumento desconsidera, porém, que os investidores negociam ações no curto prazo com base em perspectivas de rentabilidade de longo-prazo; ou seja, o preço das ações hoje reflete as expectativas dos investidores quanto à capacidade da empresa de gerar caixa no futuro. Portanto, o julgamento dos investidores de curto-prazo também leva em conta medidas de longo-prazo.

6.14 Quarta objeção: *A análise acima desconsidera a assimetria de informação existente entre administradores e acionistas. Os administradores sabem mais sobre os negócios da companhia e, por conseguinte, estão em melhores condições do que os acionistas para avaliar se o preço oferecido pelas ações é justo ou não.*(23) Para garantir que todas as ofertas passem por esse crivo da administração, as cláusulas pétreas são essenciais.

6.15 A nosso ver, existe uma solução bem mais simples e menos custosa para essa assimetria informacional do que a *poison pill*: a divulgação das informações. Se os administradores entendem que o preço oferecido na oferta pública é inferior ao real valor das ações, eles podem muito bem divulgar as informações que embasaram sua convicção aos acionistas.(24)

6.16 Quinta objeção: *Poison pills acompanhadas de cláusulas pétreas são necessárias para proteger os investidores durante períodos de crise, nos quais os preços das ações deixam de refletir o real valor da companhia.*

6.17 Embora aparentemente atrativo, esse argumento tem bases frágeis. Uma vez eliminadas as assimetrias de informação, não existe razão alguma para duvidarmos da capacidade dos acionistas de avaliar se o preço a eles ofertado é ou não compatível com o real valor da companhia, mesmo num momento de crise.

6.18 É certo que a crise pode compelir alguns acionistas a vender suas ações abaixo de seu real valor. Nesse caso, todavia, impedir a realização de uma oferta hostil seria ainda pior, pois os acionistas não teriam outra alternativa senão vender as ações no mercado, a um preço certamente mais baixo.

6.19 Sexta objeção: *A análise acima desconsidera a importância das cláusulas pétreas para proteger os acionistas contra manobras ilegítimas de potenciais adquirentes do controle da empresa. O potencial adquirente do controle pode acumular ações da companhia até o limite previsto no estatuto como gatilho da poison pill e, na seqüência, aprovar a revogação da pílula, aproveitando-se do absentismo dos acionistas. O potencial adquirente do controle pode até mesmo desarmar a pílula depois de adquirir o controle da companhia no mercado.*

6.20 A nosso ver, essa objeção é infundada. Nossa regulamentação exige que os acionistas divulguem ao mercado quaisquer participações relevantes, dando à administração a oportunidade de se defender contra a revogação da pílula.(25) Essa defesa pode assumir diversas formas legítimas, como os pedidos públicos de procuração.

6.21 Além disso, o acionista que pretenda suprimir a *poison pill* para adquirir o controle enfrentará sérios óbices jurídicos. Tendo em vista o disposto no art. 115 da Lei nº 6.404, de 1976, é muito provável que o acionista esteja impedido de votar na deliberação em questão, pois ela o beneficia de modo particular.(26)

6.22 Ainda que assim não fosse, a supressão da *poison pill* seguida da aquisição do controle seria suficiente para caracterizar o exercício do direito de voto em conflito de interesses ou abuso no exercício desse direito, práticas também proibidas pelo art. 115 da Lei nº 6.404, de 1976.

6.23 Caso alguém pretenda se livrar da obrigação de lançar a oferta depois de adquirir o controle, sua situação será ainda pior. Para afastar a oferta nesse caso, o novo controlador teria de realizar uma reforma estatutária com efeitos retroativos, apta a eliminar uma obrigação já constituída. Essa reforma seria certamente inválida, pois afetaria direitos já adquiridos pelos demais acionistas, contrariando o que dispõe o art. 5º, XXXVI, da Constituição da República.

6.24 Sétima objeção: *A análise acima é excessivamente teórica; ela desconsidera que as poison pills brasileiras foram criadas para permitir que os antigos acionistas majoritários da companhia permaneçam no poder mesmo após ter vendido no mercado ações que lhe asseguravam a maioria do capital votante. Por isso nossas poison pills têm cláusulas pétreas: para impedir que o poder do controlador seja contestado.*

6.25 Essa objeção pode ser a mais honesta e realista, mas ela é a menos convincente. Se o único propósito das cláusulas pétreas é preservar o poder dos antigos acionistas majoritários, elas têm um caráter eminentemente oligárquico, incompatível com a nossa legislação societária.(27)

6.26 Se esse for mesmo o único objetivo das cláusulas pétreas, não se vê como elas possam ser compatíveis com o art. 115

da Lei nº 6.404, de 1976, que obriga o acionista a votar no interesse social e não no interesse particular dos controladores.

6.27 Desde a criação do Novo Mercado e da edição da Lei nº 10.303, em 31 de outubro de 2001, o mercado acionário brasileiro vem se afastando de estruturas societárias que garantem o controle da companhia a acionistas titulares de um percentual reduzido do capital da companhia.

6.28 Seria um enorme retrocesso, a nosso ver, permitir que essas estruturas sejam perpetuadas por meio de mecanismos que restringem indiretamente o direito de voto dos acionistas.

7. Conclusão

7.1 A análise acima sugere que as cláusulas pétreas são ineficientes do ponto de vista econômico. Como as cláusulas pétreas também vem sendo objeto de crescentes questionamentos do ponto de vista jurídico, sugerimos ao colegiado que inicie uma discussão acerca do assunto, submetendo a minuta anexa a audiência pública.

Marcos Barbosa Pinto
Diretor

Otavio Yazbek
Diretor

(1) Esse memorando não aborda outras cláusulas presentes em estatutos destinadas a dificultar aquisições de controle, como as cláusulas que exigem que a companhia seja informada de aquisições relevantes de ações, impõem limites ao exercício do direito de voto por acionistas relevantes ou determinem que determinadas aquisições sejam feitas apenas por meio de oferta pública.

(2) A utilização do termo "*poison pill*" pode levar a uma associação indesejável com as *poison pills* norte-americanas, que têm características diferentes das brasileiras. Além disso, o próprio inventor da pílula rejeita essa denominação. Lipton, M. Pills, Polls and Professors: A Reply to Professor Gilson. **Delaware Journal of Corporate Law**, n. 27, p. 1, 9-10.

(3) O tratamento igualitário dos acionistas é um dos princípios expressos do regramento das ofertas públicas na União Européia. Article 3 -1(a). Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April on Takeover Bids; Davies, P. **Gower and Davies' Principles of Modern Company Law**. London: 2008, p. 1013 e 1014. Embora o tratamento igualitário seja mais enfatizado na União Européia do que nos Estados Unidos, ele não está completamente ausente na literatura norte-americana, mesmo entre adeptos da análise econômica do direito. E.g. Bebchuk, L. Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers. **Harvard Law Review**, n. 98, 1985, p. 1965.

(4) Note-se que a maioria das *poison pills* brasileiras permitem que o potencial adquirente compre ações no mercado até um determinado percentual antes de disparar a oferta, abrindo assim espaço para alguma disparidade de tratamento entre os acionistas. Porém, essa disparidade de tratamento não ocorrerá nos casos bastante frequentes em que o potencial adquirente lançar a oferta antes de adquirir ações suficientes para disparar a pílula. De qualquer forma, os estatutos das companhias poderiam contornar esse problema exigindo que o adquirente pague qualquer diferença de preço aos acionistas que lhe venderam as ações no período imediatamente anterior à oferta. O item 8.2 do Regulamento do Novo Mercado da Bovespa prevê essa obrigação nas ofertas por alienação de controle.

(5) Lipton, M. Takeover Bids in the Target's Boardroom. **Business Lawyer**, n. 35, 1979, p. 101, 113-114.

(6) Para uma profunda abordagem do problema da coerção em ofertas de aquisição de controle: Bebchuk, L. The Pressure to Tender: An Analysis and a Proposed Remedy. **Delaware Journal of Corporate Law**, n. 12, p. 911. Na jurisprudência da CVM, esse problema já foi discutido no Proc. RJ2007/3296, decidido em 31 de novembro de 2007, referente a uma oferta de cancelamento de capital. Para essas últimas, o problema da coerção foi bastante mitigado, senão resolvido completamente, pelo *put* previsto no art. 10, §2º da Instrução CVM nº 361, de 5 de março de 2002. Porém, esse *put* não se aplica à oferta de aquisição de controle, pois ela não é "formulada pelo acionista controlador, por pessoa a ele ligada ou pela própria companhia", como exige o texto da norma.

(7) O exemplo acima é, obviamente, uma simplificação. Para uma análise formal, que trata inclusive da hipótese em que o ofertante deseja ter a faculdade de adquirir as ações mesmo se a oferta não obtiver o percentual de adesão desejado: Bebchuk, L. Takeover Bids Below the Expected Value of Minority Shares. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 24, p. 171.

(8) Bebchuk, L. Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers, *cit.*, p. 1708-14.

(9) Um estudo divulgado pela *Securities and Exchange Commission* em 1984 demonstrou, inclusive, que o valor das ações dos investidores após uma aquisição de controle é maior quando a aquisição é seguida de uma incorporação do que quando a incorporação não ocorre. *Securities Exchange Act Release* Nº. 21079. June 21, 2004.

(10) Das 59 companhias que contemplam *poison pills* em seus estatutos, 48 companhias exigem um prêmio de 20% a 50% sobre valor de mercado ou valor econômico. Ou seja: 77,4% das companhias com *poison pill* exigem prêmio. Note-se ainda que 30 companhias exigem um prêmio de 30% ou mais.

- (11) Lipton, M., *op. cit.*, p. 108; Bainbridge, S. Director Primacy in Corporate Takeovers: Preliminary Reflections. **Stanford Law Review**, n. 55, 2002, p. 791, 808.
- (12) Esses custos são majorados pela lógica perversa da ação coletiva, apontados em: Olson, M. **The Logic of Collective Action**: Public Goods and the Theory of Groups. Cambridge: 1971. Sobre a aplicação desse raciocínio ao mercado de capitais: Coffee, J. Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System. **Virginia Law Review**, n. 70, 1984, p. 717.
- (13) Um estudo norte-americano relativamente recente questiona se o poder de barganha concedido à administração pelas *poison pills* norte-americanas é realmente necessário para garantir o melhor preço aos acionistas. Subramanian, G. Bargaining in the Shadow of Takeover Defenses. **Yale Law Journal**, n. 113, 2003, p. 621. O estudo argumenta que os custos das ofertas hostis e a necessidade de ter acesso mais aprofundado às informações da companhia já constituem um bom incentivo para que o potencial adquirente procure a administração para negociar. Além disso, ofertas concorrentes, ou sua simples ameaça, normalmente são suficientes para elevar os preços obtidos pelos acionistas. Embora essa análise seja bastante convincente, temos dúvidas acerca de sua aplicação em um mercado menos desenvolvido como o brasileiro, no qual formular uma oferta concorrente é bem mais difícil.
- (14) Boa parte das companhias prevê, em seus estatutos, a dispensa da *poison pill* em caso de incorporação ou incorporação de ações. Uma redação comum é a seguinte: "A obrigação de realizar oferta pública não se aplica aos acionistas ou às pessoas que se tornarem titular de ações de emissão da companhia em quantidade superior a X% do total das ações de sua emissão em decorrência (i) de sucessão legal; (ii) da incorporação de uma outra sociedade pela companhia; (iii) ou da incorporação de ações de uma outra sociedade pela uma outra sociedade pela companhia; (iii) ou da incorporação de ações de uma outra sociedade pela companhia."
- (15) Note-se, além disso, que das 3 companhias que possuem *poison pills* que não estão listadas no Novo Mercado, apenas uma possui cláusula pética.
- (16) Proc. RJ2007/3296, decidido em 31 de novembro de 2007.
- (17) Para citar apenas um exemplo, uma incorporação tem características muito diversas de uma aquisição de ações, em especial a forma de pagamento. Obviamente, essas diferenças podem tornar a incorporação menos atrativa para os acionistas.
- (18) Identificamos pelo menos 5 estatutos de companhias abertas que não mencionam expressamente que a *poison pill* não incide em caso de incorporação.
- (19) Esses custos foram inicialmente ressaltados em Easterbrook, F. & Fischel, D. The Proper Role of the Target's Management in Responding to a Tender Offer. **Harvard Law Review**, n. 94, 1981, p. 1161. Para uma versão mais recente e sofisticada, que corrige muitos dos erros de Easterbrook & Fischel: Bebchuk, L. The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers. **University of Chicago Law Review**, n. 69, p. 973.
- (20) Easterbrook, F. & Fischel, D. **The Economic Structure of Corporate Law**. Cambridge: 1991, p. 171-4.
- (21) O modelo adotado na União Européia enfatiza o tratamento igualitário dos acionistas e procura dar a eles próprios condições de decidir sobre a atratividade da oferta, sem grande interferência da administração da companhia. Já no modelo norte-americano, em que predominam *poison pills* bem mais potentes do que as brasileiras, o tratamento igualitário é relegado a segundo plano e os administradores são os principais responsáveis por proteger os interesses dos acionistas. Davies, P. & Hopt, K. Control Transactions. Kraakman, R. *et al.* **The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach**. Oxford: 2004, p. 157 *et seq.*
- (22) *Martin Lipton continua defendendo essa visão, apesar das inúmeras críticas a que ela está sujeita. Pills, Polls and Professors: A Reply to Professor Gilson, cit., p. 7.*
- (23) *Lipton, M. Takeover Bids in the Target's Boardroom, cit., p. 106.*
- (24) Versões iniciais do argumento de que "a administração sabe mais" estavam apoiadas em estudos empíricos que aparentemente demonstravam que os acionistas eram beneficiados quando uma oferta hostil era rejeitada pela administração. Todavia, esses estudos tinham graves falhas metodológicas e foram desmentidos por estudos posteriores. Subramanian, G. Bargaining in the Shadow of Takeover Defenses, cit., p. 633-5.
- (25) O art. 12 da Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, obriga os acionistas a divulgar qualquer participação ou acréscimo de participação igual ou superior a 5% de cada classe e espécie de ações da companhia. O inciso II desse mesmo artigo exige que o acionista declare o objetivo da participação e a quantidade de ações visada.
- (26) Ressalte-se que, nesse caso, a decisão de suprimir a *poison pill* beneficiaria o controlador de modo particular enquanto acionista da companhia, satisfazendo até mesmo o critério mais rigoroso defendido pela doutrina para caracterização do impedimento de voto. Para uma discussão aprofundada dessa questão na CVM: TA/RJ2001/4977. Julgado em 19 de dezembro de 2001.
- (27) Wymeersch, E. The Regulation of Takeover Bids in a Comparative Perspective. Buxbaum *et al.*, **European Economic and Business Law**: Legal and Economic Analyses on Integration and Harmonization, Berlin: 1996, p. 307.