

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL - UFRGS**  
**FACULDADE DE DIREITO**  
**PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DIREITO - Mestrado**  
**ÁREA DE CONCENTRAÇÃO: DIREITO PRIVADO**

**CONTRIBUIÇÕES PRELIMINARES PARA UMA ANÁLISE DA CONDUTA DE  
ADMINISTRADORES E DE CONTROLADORES DE S.A. EM CONTEXTO DE  
OFERTA HOSTIL**

**JOÃO PEDRO SCALZILLI**

**Porto Alegre**

**2009**

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL - UFRGS  
FACULDADE DE DIREITO  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DIREITO - MESTRADO  
ÁREA DE CONCENTRAÇÃO: DIREITO PRIVADO

**Contribuições preliminares para uma análise da conduta de administradores e de controladores de S.A. em contexto de oferta hostil**

JOÃO PEDRO SCALZILLI

Dissertação de Mestrado apresentada como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul - UFRGS

Orientadora: Prof<sup>a</sup>. Dra. Véra Maria Jacob de Fradera

Porto Alegre  
2009

**JOÃO PEDRO SCALZILLI**

**Contribuições preliminares para uma análise da conduta de administradores e de controladores de S.A. em contexto de oferta hostil**

Dissertação apresentada como requisito parcial à obtenção de grau de Mestre, pelo Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

Aprovada em            de            de 2009 pela Banca Examinadora

**BANCA EXAMINADORA**

---

Prof. Dr.

---

Prof. Dr.

---

Prof. Dr.

---

Prof. Dr.

Para meus pais, João e Deni (*in memoriam*)

Para meu irmão, Thomaz

Para Andrea, meu amor

Vossos filhos não são vossos filhos.  
São os filhos e as filhas da ânsia da Vida por si mesma.  
Vêm através de vós, mas não de vós.  
E embora vivam convosco, não vos pertencem.  
Podeis outorgar-lhes vosso amor, mas não vossos  
pensamentos,  
Porque eles têm seus próprios pensamentos.  
Podeis abrigar seus corpos, mas não suas almas;  
Pois suas almas moram na mansão do amanhã,  
Que vós não podeis visitar nem mesmo em sonho.  
Podeis esforçar-vos por ser como eles, mas não procureis fazê-los  
como vós,  
Porque a vida não anda para trás e não se demora com os dias  
passados.  
Vós sois os arcos dos quais vossos filhos são arremessados como  
flechas vivas.  
O arqueiro mira o alvo na senda do infinito e vos estica com toda a  
sua força  
Para que Suas flechas se projetem, rápidas e para longe.  
Que vosso encurvamento na mão do Arqueiro seja vossa  
alegria:  
Pois assim como Ele ama a flecha que voa,  
Ama também o arco que permanece estável (...)

O profeta  
Gibran Khalil Gibran

## AGRADECIMENTOS

Agradeço a minha orientadora, Prof<sup>a</sup>. Dra. Véra Maria Jacob de Fradera, que me acolheu calorosamente e que me guiou com sabedoria durante todo o período de elaboração desta dissertação.

Agradeço ao Prof. Dr. Carlos Klein Zanini, Coordenador do Programa de Pós-Graduação e da Especialização em Direito Empresarial, pela confiança em mim depositada ao longo do curso e pelos vários conselhos e sugestões.

Agradeço ao Prof. Dr. Peter Walter Ashton, que me ensinou a importância do estudo da origem dos institutos mercantis e por me fazer ver que, pelo estudo da História do Direito Comercial, tudo se explica.

Agradeço aos demais professores do Programa de Pós-Graduação em Direito da UFRGS, que, cada qual a sua maneira, contribuíram para tornar os anos dedicados ao curso de Mestrado um período de intenso amadurecimento intelectual.

Agradeço aos funcionários da Secretária do Programa de Pós-Graduação em Direito da UFRGS, que tornaram os anos dedicados ao Mestrado um período ainda mais especial e agradável.

Agradeço aos grandes colegas e amigos, sem os quais nada disso seria possível.

Por fim, agradeço a Deus, por colocar pessoas tão especiais em meu caminho.

## RESUMO

O presente estudo versa sobre a conduta de administradores e controladores em contexto oferta hostil, tendo como principal objetivo a análise desta à luz do interesse social e dos deveres fiduciários, buscando, ao fim, comprovar que o Brasil possui um arcabouço legislativo apto a regular tais situações, bem como que a experiência norte-americana pode servir como fator de auxílio na investigação do papel desses sujeitos no referido contexto.

**Palavras chave:** administradores – controladores - oferta hostil – interesse social – deveres fiduciários

## **ABSTRACT**

This paper deals with the behavior of managers and controlling shareholders in hostile tender offer context, with the main goal of analyse it in the light of the “proper role of the companies” and the fiduciary duties, aiming, finally, to prove that Brazilian law is able to rule those situations, as well that American experience could serve as a helpful instrument in the search for directors and officers “proper role” in the related situations.

**Key words:** managers – controlling shareholders – hostile tender offer – “proper role of business companies” – fiduciary duties



## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO</b>	13
<b>PARTE I - O PODER DE CONTROLE E SUAS CONFORMAÇÕES</b>	25
<b>1 A ESTRUTURAÇÃO DO PODER NAS SOCIEDADES ANÔNIMAS</b>	25
1.1 Controle interno	31
1.1.1 Controle totalitário ou quase totalitário	31
1.1.2 Controle majoritário	32
1.1.3 Controle minoritário	36
1.1.4 Controle administrativo	39
1.1.5 Controle por meio de mecanismo legal	40
1.2 Controle externo	41
<b>2 O INTERESSE SOCIAL</b>	44
2.1 O conceito de interesse social	46
2.2 As teorias que buscam explicar o interesse social	47
2.3 Legislação brasileira e o interesse social	50
2.4 Nossa orientação acerca do interesse social	53
2.4.1 Argumentos em favor do <i>shareholder-oriented model</i>	55
2.4.1.1 Maior facilidade para monitorar a <i>performance</i> dos administradores	56
2.4.1.2 Dificuldade para acomodar os múltiplos interesses das classes que gravitam em torno da companhia	57
2.4.1.3 Existência de um sistema externo de proteção dos interesses das classes que gravitam em torno da companhia	57
2.4.1.4 O momento da satisfação dos interesses dos acionistas e das classes que gravitam em torno da companhia	59
2.4.1.5 Convergência dos interesses dos acionistas e das classes que gravitam em torno da companhia em uma perspectiva de longo prazo	60
<b>3 OS DEVERES FIDUCIÁRIOS DE ADMINISTRADORES E CONTROLADORES</b>	72
3.1 Da <i>fides romana</i> ao <i>trust inglês</i> : as possíveis raízes e o desenvolvimento dos deveres fiduciários de administradores e de controladores de S.A.	72
3.2 A função dos deveres fiduciários dos administradores	81
3.3 Dos vários deveres atribuídos aos administradores e aos controladores	83
3.3.1 Dever de diligência	89
3.3.1.1 Dever de bem administrar	90
3.3.1.2 Dever de informar-se	93
3.3.1.3 Dever de fiscalizar (vigiar)	95
3.3.1.4 Dever de investigar	96
3.3.1.5 Dever de administrar com sucesso?	97
3.3.1.5.1 A <i>business judgement rule</i>	98
3.3.2 Dever de lealdade	100
3.3.2.1 Dever de não usurpar oportunidades da companhia	103

3.3.2.2 Dever de aproveitar as oportunidades surgidas no curso das atividades	104
3.3.2.3 Dever de não concorrer com a companhia	105
3.3.2.4 Dever de não atuar em conflito de interesses com a companhia	106
3.3.3 Os deveres relacionados à informação como desdobramentos do dever de lealdade	108
3.3.3.1 Dever de manter reserva sobre os negócios da companhia (dever de sigilo)	108
3.3.3.2 Dever de não divulgar informação privilegiada (dever de sigilo)	109
3.3.3.3 Dever de não utilizar informação privilegiada (combate ao <i>insider trading</i> )	112
3.3.3.4 Dever de informar (divulgar)	112
3.3.4 Dever de obediência	115
3.4. Aplicação dos deveres fiduciários aos controladores	116
3.5. Responsabilidade de controladores e de administradores	118
<b>PARTE II – A DISPUTA PELO CONTROLE</b>	<b>120</b>
<b>4 A OFERTA HOSTIL</b>	<b>120</b>
4.1 Aspectos gerais	120
4.2 Teorias sobre as possíveis motivações para o lançamento de uma oferta hostil	125
4.2.1 Ganhos advindos de uma melhor administração	126
4.2.2 Ganhos de sinergia	129
4.2.3 Benefícios advindos da formação de monopólio	130
4.2.4 Vantagens pessoais dos administradores da ofertante	131
4.2.5 Pilhagem do alvo	132
4.2.6 Barganhas existentes no mercado	134
4.2.7 Exploração propriamente dita dos acionistas da companhia-alvo	136
4.3. Uma breve abordagem econômica das tomadas hostis e de suas motivações	137
4.4 Pressuposto mercadológico fundamental	140
4.5 Natureza jurídica	141
4.6 Justificativa para a regulação pela Lei das S.A.	142
4.7 Vantagens e desvantagens da modalidade	143
4.8 O instrumento de efetivação da oferta	145
4.8.1. Elementos obrigatórios do instrumento da oferta	146
4.8.1.1 Objeto da oferta	146
4.8.1.2 Preço, meio e condições de pagamento	147
4.8.1.3 Condições (subordinação da oferta ao número mínimo de aceitantes e a forma de rateio entre os aceitantes, se o número deles ultrapassar o máximo fixado)	150
4.8.1.4 Forma de aceitação	151
4.8.1.5 Prazo	152
4.8.1.6 Informações sobre o ofertante e suas intenções	153
4.8.2 A vinculação aos termos da proposta e a possibilidade de modificação ou revogação	155
4.8.3 Garantia e intermediação	157

4.8.4	Conseqüências do descumprimento	158
4.9	Processamento da oferta e formação do contrato	158
4.9.1	Publicação	158
4.9.2	Aceitação	160
4.9.3	Realização e formação do contrato	161
4.9.4	O controle da CVM sobre a oferta em curso	163
<b>5</b>	<b>O PAPEL DOS ADMINISTRADORES EM CONTEXTO DE OFERTA HOSTIL</b>	<b>165</b>
5.1	O papel dos administradores: a doutrina	165
5.1.1	Passividade total	166
5.1.2	Passividade moderada	171
5.1.3	Regulação diferenciada	173
5.1.4	O teste da intenção preponderante (o real objetivo por trás da adoção das medidas de defesa)	173
5.1.5	<i>Business judgement rule</i> — total discricionariedade da Administração	174
5.2	O papel dos administradores: a jurisprudência	176
5.3	O papel dos administradores: a legislação	196
<b>6</b>	<b>AS TÁTICAS DE DEFESA</b>	<b>199</b>
6.1	Ações sem voto ( <i>non-voting stock</i> )	201
6.2	Ações com voto limitado	202
6.3	Ações com voto plural ( <i>voting plans</i> )	203
6.4	Ações com vantagens políticas (privilégio para a eleição de administradores)	206
6.5	Conselho de Administração escalonado ( <i>staggered board of directors</i> ou <i>classified board</i> )	208
6.6	Supermaioria para deliberar sobre as reorganizações societárias ( <i>supermajority provision</i> ou <i>anti-freezeout provision</i> )	209
6.7	Limite para a conversão de títulos ( <i>lobster trap</i> )	210
6.8	Obrigação de realizar oferta pública	211
6.9	Emissão de títulos que conferem direito de subscrever a�es aos seus titulares ( <i>share purchase rights</i> )	218
6.10	Emissão de a�es “resgatáveis” na ocorrência de certos eventos ( <i>redemption rights</i> )	226
6.11	Bloqueio dos recursos do fundo de pensão ( <i>pension parachute</i> )	228
6.12	Emissão de títulos cujo vencimento � atrelado � aliena�o do controle ( <i>macaroni defense</i> ou <i>poison put</i> )	228
6.13	Plano de compensa�o aos administradores ( <i>golden parachute</i> )	231
6.14	Plano de compensa�o aos demais empregados ( <i>tin parachute</i> )	232
6.15	Vencimento antecipado de contratos e d�vidas	233
6.16	Propaganda	234
6.17	Ameaça de demissão em massa da diretoria ( <i>people pill</i> )	237
6.18	A�es judiciais	238
6.19	Contra-ataque ( <i>pac-man defense</i> )	238
6.20	Oferta concorrente amigável ( <i>white knight</i> )	240
6.21	Acordo para a manuten�o ou para a aquisi�o de posi�o acionária ( <i>white squire</i> )	241

6.22 Aquisição de ações pelos próprios administradores ( <i>management buy-out</i> )	241
6.23 Plano de recompra das próprias ações ( <i>self-tender, treasure stock, top-up</i> ou PRA)	242
6.24 Recompra das próprias ações pela companhia-alvo das mãos do potencial atacante ( <i>greenmail</i> ou <i>targeted repurchase</i> )	244
6.25 Acordo para a manutenção ou para a limitação de posição acionária ( <i>standstill agreement</i> )	248
6.26 Aquisições defensivas ( <i>safe harbour</i> )	249
6.27 Alienações defensivas ( <i>crown jewel defense</i> )	250
6.28 Emissão de ações abaixo do preço de mercado ( <i>whitemail</i> )	252
6.29 Emissão de ações para um <i>white knight</i> ( <i>leg-up</i> )	254
6.30 Acordo de acionistas	254
6.31 Sociedade <i>holding</i>	255
6.32 Outras táticas de defesa	256
<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS</b>	260
<b>BIBLIOGRAFIA</b>	264

## INTRODUÇÃO

Um das questões mais relevantes no Direito Societário atual, sobretudo nos Estados Unidos, diz respeito às ofertas hostis<sup>1</sup>. O fenômeno, entretanto, tem recebido pouca atenção no Brasil, devido à ausência quase absoluta desse tipo de operação em nosso País<sup>2</sup>.

Dá-se uma oferta hostil, basicamente, quando alguém, pessoa física ou jurídica, dirige aos acionistas de uma determinada companhia uma oferta pública, através da qual oferece determinado preço por suas ações – de um modo freqüente, significativamente superior ao preço de mercado destas -, com a intenção de adquirir a quantidade de ações que lhe garanta o poder de controle da companhia. O aspecto peculiar dessa operação é o fato de que o ofertante não consulta nem avisa previamente os administradores ou os controladores da companhia-alvo acerca das suas intenções, pois há a real possibilidade do efetivo sucesso da operação mesmo contra a vontade daqueles. Daí a denominação de *hostil*, que, embora dê uma conotação pejorativa ao mecanismo, não passa de um jargão de mercado, visto que a oferta pode muito bem ser positiva para os acionistas, para a companhia assediada e para o mercado de uma maneira geral.

Apesar da ausência quase absoluta da referida operação em nosso país, recentemente, com a paulatina alteração no panorama da estrutura de poder das companhias brasileiras, é provável que tenhamos no Brasil, em alguns anos, um

---

<sup>1</sup> Vários casos recentes de oferta hostil poderiam ser destacados a fim de ilustrar a relevância da matéria, inclusive na Europa. Luís André de Moura Azevedo salienta os mais recentes: *Mittal v. Arcelor*, *Merck v. Shering*, *E.ON v. Edesa*, *Aviva v. Prudential*, *Airport Development v. British Airport Authority*, *Microsoft v. Yahoo* e *InBev v. Anheuser-Bisch*. MOURA AZEVEDO, Luís André N. A oferta pública para a aquisição de controle sob a perspectiva da companhia aberta ofertante. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos de. (coord.). **Direito Societário: desafios atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 77, nota de rodapé n. 12.

<sup>2</sup> Deve-se fazer menção, entretanto, ao recente caso de oferta hostil da Sadia pela Perdigão.

cenário mais prolífico para tais operações<sup>3 4</sup>.

Quando isso efetivamente ocorrer, é natural que surjam dúvidas e controvérsias com relação à regulação das mesmas e ao papel das várias partes envolvidas nessas operações<sup>5</sup>.

Nos Estados Unidos, uma das questões mais controvertidas diz respeito ao papel da Administração e do controlador em contexto de oferta hostil. Pensamos que, no Brasil, as controvérsias mais relevantes também se darão nessa esfera — daí a opção pelo conteúdo tratado no presente trabalho.

Na realidade, o interesse por este tema nasceu em meados de 2006, poucos

---

<sup>3</sup> Como foi referido, cumpre salientar que a tarefa empreendida no presente trabalho não se trata de mero exercício de futurologia ou diletantismo, quiçá inútil em face da grande concentração acionária verificada nas companhias brasileiras, o que, por si só, afasta as ofertas hostis da nossa realidade. Ao menos essa não foi a intenção ao escolhermos o presente tema. Com efeito, consideramos relevante o objeto do presente trabalho, levando-se em consideração a lenta, porém já acentuada mudança no perfil do mercado de capitais brasileiro, que, em franco processo de desenvolvimento desde o biênio 2004-2005 — marcado pelo IPO da Natura e pela pulverização acionária das Lojas Renner —, tende para um paulatino enfraquecimento dos centros de controle de algumas de suas principais empresas, possibilitando que o lançamento de ofertas para a tomada do controle destas seja absolutamente viável a médio prazo. Prova disto é a presença acentuada de mecanismos de defesa no estatuto das empresas debutantes na Bolsa de Valores, entre elas a Amil, BM&F, Bovespa Holding, Brasil Brokers, General Shopping, Helbor Empreendimentos, Invest Tur, Marisa, Minerva, Redecard, Satipel, Spings, Tempo, Tenda, Trisul e Triunfo. GREGÓRIO, Danilo. **Novas posologias**. *Revista Capital Aberto*, São Paulo, n. 54, ano 5, p. 23, fev. 2008.

<sup>4</sup> Salientamos que, ao tempo em que foi realizado o presente estudo, a crise do mercado norte-americano e, agora, mundial, ocasionada pelo estouro da bolha especulativa no mercado imobiliário e que se arrastou pelo setor financeiro — trazendo, com ela, a quebra dos então intocáveis bancos de investimento de *Wall Street*, como aconteceu com o *Lehman Brothers*, e a intervenção pesada do governo dos Estados Unidos a fim de evitar um mal maior, a um custo que superará o montante de 2 (dois) trilhões de dólares — ainda não havia sido deflagrada (ao menos na extensão em que se vislumbrou em setembro de 2008, quando chegou a ser equiparada ao *crash* de 1929). Efetivamente, ainda não se sabe qual é a extensão da atual crise, por quanto tempo perdurarão os seus efeitos e, principalmente, em que medida será o Brasil afetado; todavia, o mercado de capitais brasileiro, com certeza, passará pelos momentos de dificuldades que virão, demonstrando que toda a evolução registrada nos últimos tempos não é passageira.

<sup>5</sup> Ainda assim, como refere Modesto Carvalhosa sobre a relevância do estudo das ofertas hostis e das táticas de defesa, “não se deve reduzir o debate jurídico acerca da admissibilidade das cláusulas de *poison pills* no ordenamento jurídico brasileiro à observação ou não de numerosas ofertas hostis entre as companhias de capital aberto. A existência de poucas ofertas hostis ainda assim é de grande relevância por demonstrar a possibilidade de alteração do mercado de capitais”. CARVALHOSA, Modesto. As *poison pills* estatutárias na prática brasileira – alguns aspectos de sua legalidade. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos de. (coord.). **Direito Societário: desafios atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 22, nota de rodapé n. 4.

meses depois do ingresso no Programa de Pós-Graduação da UFRGS, quando do anúncio da oferta hostil da Sadia S.A. pelo controle da Perdigão S.A. À época, grande parte de nossa atenção acadêmica estava voltada para o estudo da boa-fé objetiva, bastante natural para quem havia recém-ingressado no universo de Clóvis do Couto e Silva. Todavia, o arrojo e a ousadia da investida chamaram por demais a nossa atenção, fazendo com que desviássemos, temporariamente, a atenção para o novo assunto. Com efeito, a possibilidade de alguém adquirir o controle de uma companhia em Bolsa e, portanto, sem a necessária anuência da Administração e do grupo alojado no poder nos pareceu um tema irresistível. No entanto, mais sedutor ainda se tornou o assunto quando reconhecemos que, para analisar a conduta das partes envolvidas em uma oferta hostil, deveríamos examinar temas conexos fascinantes, tais como o poder de controle, o interesse social e, sobretudo, os deveres fiduciários dos administradores e dos controladores, este último assunto bastante próximo à própria boa-fé.

Entusiasmados com o assunto, porém uma questão ainda restava em aberto, extremamente importante para a escolha de um tema para um trabalho acadêmico: qual seria a relevância do estudo da conduta de administradores e de controladores de S.A. em contexto de oferta hostil em um país em que a ausência quase completa desse tipo de operação é um dado da realidade? A resposta, entretanto, vinha do próprio mercado, que já sinaliza uma lenta, mas contínua e já perceptível mudança no perfil do controle das companhias brasileiras. Logo, parecia ser uma questão de tempo até que tais operações se tornassem mais comuns, o que por si só já traria relevância para os estudos acadêmicos acerca disso.

Vimos na oferta hostil, sobretudo, um tema novo, algo que ainda não havia sido trabalhado no Brasil de forma mais aprofundada e que, se as previsões daqueles que acompanham o mercado estiverem corretas, ganhará muito em importância nos próximos anos. Cesare Vivante, já em 1902, apontava para a repetição como um dos obstáculos mais tormentosos àqueles que se dedicam ao estudo dos temas jurídicos<sup>6</sup>. De fato, o tema da conduta dos administradores em contexto de oferta hostil, quando

---

<sup>6</sup> VIVANTE, Cesare. **Trattato di Diritto Commerciale**. v. 1. Torino: Fratelli Bocca Editori, 1902. Prefazione alla 2ª edizione.

analisado à luz do ordenamento jurídico brasileiro, parece passar pelo teste da repetição.

Tivemos essa confirmação prévia após uma das tantas conversas com a nossa orientadora, a Profa. Dra. Véra Maria Jacob de Fradera, durante esses últimos três anos, quando, por ela, fomos definitivamente encorajados a optar pelo presente tema, já que este traria a oportunidade de abordar, com ineditismo, situações ainda não vivenciadas pela experiência jurídica de nosso País.

Escolhido o tema, buscamos estruturar o presente trabalho de forma que pudéssemos tratar das ofertas hostis de uma maneira global, isto é, de modo a enfrentar as suas principais facetas, possibilitando ao leitor uma compreensão geral do fenômeno.

Para tanto, esta dissertação está dividida em duas partes fundamentais: a Parte I, referente ao poder de controle e às suas conformações; a Parte II, sobre a disputa pelo poder.

Na primeira metade, denominada “O poder de controle e suas conformações”, são tratados temas introdutórios, porém de caráter essencial para o desenvolvimento do presente estudo, pois aqueles fornecem subsídios para a análise que é feita na segunda metade do trabalho. O enfoque é o fenômeno do poder de controle e seus múltiplos desdobramentos, especialmente naquilo que concerne aos deveres decorrentes da titularidade do controle e da Administração sobre a coisa alheia assim como a sempre intrincada temática do interesse social, questões exploradas como forma de fornecer subsídios e parâmetros para a análise das condutas de controladores e de administradores. Nesse sentido, são analisados o poder de controle (Capítulo 1) e suas conformações, o interesse social (Capítulo 2) e os deveres fiduciários de administradores e de controladores de S.A. (Capítulo 3).

Estabelecidas estas premissas, analisaremos, na segunda parte deste texto, o



instituto da oferta hostil (oferta pública para a aquisição de controle) e as táticas de defesa possivelmente empregadas, quando então utilizaremos as noções estudadas na primeira parte para se verificar a legalidade das condutas de controladores e de administradores. O enfoque, então, passa para a disputa pelo poder nas sociedades anônimas, tema principal da presente dissertação. Para tanto são abordados a oferta hostil (Capítulo 4), o comportamento dos administradores em contexto de oferta hostil (Capítulo 5) e as táticas de defesa (Capítulo 6).

Ao fim, analisaremos duas hipóteses: (i) a de que Brasil já possui um arcabouço legislativo capaz de regular a conduta dos administradores e dos controladores em contexto de oferta hostil; (ii) a de que a experiência norte-americana pode servir como fator de auxílio para a interpretação das condutas, eventualmente, praticadas por administradores e por controladores brasileiros. Assim, esperamos lograr o objetivo do presente trabalho, qual seja, o de contribuir, ainda que preliminarmente, para uma análise da conduta de administradores e dos controladores em contexto de oferta hostil.

Contudo, para a compreensão mais completa do fenômeno das ofertas hostis e das questões relacionadas ao comportamento dos administradores e dos controladores, não poderíamos prescindir de uma rápida digressão histórica acerca do desenvolvimento das companhias, sobretudo no que diz respeito ao fenômeno das companhias de capital pulverizado.

A respeito disso, já alertava Cesare Vivante no prefácio à segunda edição do *Trattato di Diritto Commerciale* para a importância da investigação da História dos Institutos Mercantis<sup>7</sup>, conselho absolutamente coerente para alguém que dedica o primeiro volume da sua grande obra a Levin Goldschmidt, festejado professor de Direito Comercial da Universidade de Berlim, cuja *Universalgeschichte des Handelsrechts* (História Universal do Direito Comercial), consiste em um dos marcos fundamentais do estudo histórico do Direito Mercantil<sup>8</sup>.

---

<sup>7</sup> VIVANTE, 1902, op. cit.

<sup>8</sup> GOLDSCHMIDT, Levin. **Storia universale di Diritto Commerciale**. 2. ed. Torino: Unione Tipografico-Editrice Torinese, 1913. É interessante observar o contexto extremamente prolífico para o estudo da

O estudo da História das Sociedades Mercantis revela que, com o passar da Idade Média para a Idade Moderna, surgiu um novo tipo de negócio: um tipo de negócio bastante diferente daquele explorado até então por intermédio dos tipos societários disponíveis à época. Era, pois, um empreendimento tão grandioso que trazia consigo a necessidade de um veículo societário distinto, um tipo societário que pudesse agregar, em uma mesma estrutura, volumes enormes de capital público e privado e que oferecesse ao particular uma especial proteção ao seu patrimônio pessoal, uma proteção que garantisse a limitação da sua responsabilidade ao montante investido no empreendimento. Mais do que nunca, esse grandioso empreendimento era a exploração e a colonização das terras de além-mar, fruto do descobrimento do Novo Mundo.

Com efeito, a responsabilidade ilimitada dos sócios nas sociedades em nome coletivo (*compagnia*) e a mista nas sociedades em comandita (oriundas do contrato de comenda) já não trazia o grau de segurança que esse novo tipo de empreendimento cobrava e, conseqüentemente, o volume de capital ficaria aquém do necessário. Assim, o antigo dogma pelo qual o mau administrador deve ser punido e que lhe cabe responder com seus bens pessoais pelo fracasso da empresa foi substituído por uma teoria mais condizente com a realidade do século XVII, segundo a qual a responsabilidade limitada, além de ser *conditio sine qua non* aos empreendimentos não-administrados pela totalidade dos sócios, era absolutamente indispensável para estimular certas atividades de risco<sup>9</sup>, das quais os investidores naturalmente se sentiam desanimados a participar.

Todavia, não era essa apenas a única motivação para o surgimento de um novo tipo societário. Com efeito, era necessária uma sociedade que transcendesse à pessoa

---

História do Direito Comercial existente na Universidade de Berlim entre o final do século XIX e início do século XX. Além de Goldschmidt, provavelmente o maior especialista europeu em História do Direito Comercial, lá também lecionava Theodor Mommsen, decano de História Romana e Prêmio Nobel de Literatura com sua *Römische Geschichte* (História de Roma), sendo eles, respectivamente, orientador e membro da Banca de Doutorado de Max Weber, que defendeu tese naquela Universidade sobre a História das sociedades comerciais na Idade Média, outra referência fundamental sobre a matéria. Ver: WEBER, Max. **The History of commercial partnerships in the middle ages**. Trad. e intr. de Lutz Kaelber. Lanham: Rowman & Littlefield, 2003.

<sup>9</sup> Havia o risco de mar, piratas e naufrágios, além dos inerentes ao próprio negócio.

dos sócios, que ficasse imune aos eventos que porventura os atingisse, como a morte ou a incapacidade. Era importante que novos sócios nela pudessem ingressar sem a outrora inafastável anuência dos demais e esses, quando lhes aproovessem, deveriam ter a possibilidade de se retirar pela simples transferência de suas ações a outrem, sendo, conseqüentemente, os títulos representativos de seu capital passíveis de livre circulação<sup>10</sup>. Além disso, deveria estar presente a possibilidade de uma gestão exercida por pessoas estranhas ao capital social, ou seja, por profissionais altamente qualificados na administração de empresas. E, por fim, já que a gestão da empresa não caberia a todos os sócios, ou quiçá, a nenhum deles, aos demais seria muito importante, senão essencial, a possibilidade de inspeção e de controle da Administração.

Seria exato dizer, então, que as sociedades anônimas surgiram como um dos frutos mais importantes do Mercantilismo, não tivessem elas, na realidade, exercido um papel ainda mais fundamental, visto que se afiguraram como a verdadeira mola propulsora dessa nova época que estava por se descortinar. Foram, como é notório, o veículo perfeito para esse novo modelo econômico que reinaria pelos próximos séculos da nossa era.

Dessa forma, surgiram no século XVII as primeiras sociedades anônimas propriamente ditas<sup>11</sup>, as sociedades coloniais de navegação e de comércio, dentre as

---

<sup>10</sup> Max Weber considera a livre circulação dos títulos representativos dos bens de capital um dos pressupostos fundamentais da operação capitalista, pois só ela possibilita a especulação, elemento associado aos fatores fundamentais desse regime (são esses fatores, a saber, a apropriação dos meios materiais de produção pelo empresário, a liberdade de mercado, a técnica racional, o direito racional, o trabalho livre e a comercialização da Economia). WEBER, Max. **A gênese do capitalismo moderno**. Trad. de Rainer Domschke. São Paulo: Ática, 2006. p. 26-27.

<sup>11</sup> Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A Lei das S/A**. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. p. 28), com base em Antonio Scialoja, destacam que há uma diferença fundamental entre a origem de um tipo societário e a origem de algumas das características encontradas nesse tipo. Essas características, no mais das vezes, precedem ao próprio tipo, como explica o comercialista italiano. Essa observação de Scialoja é importante, sobretudo quando se busca a verdadeira origem da sociedade por ações. Com efeito, a primeira manifestação de um tipo societário que reúne todas as características básicas de uma sociedade por ações é a que ocorreu no século XVII, quando do aparecimento das companhias de exploração colonial. Antes disso, as sociedades de publicanos (*societates publicanorum*) da Roma antiga foram as primeiras a apresentar certos traços hoje encontrados nas sociedades por ações. Em Roma, os impostos eram lançados e arrecadados por particulares que detinham concessões públicas. Esses particulares se associaram em

quais as célebres Companhias Holandesas das Índias Orientais e Ocidentais, fundadas, respectivamente, em 1602 e 1621<sup>12</sup>. Essas enormes empresas nasceram estreitamente ligadas ao Estado de vasto império ultramarino, mas que não dispunha de recursos financeiros suficientes para mantê-lo e para desenvolvê-lo, entre eles Holanda, Inglaterra, França, Espanha e Portugal<sup>13</sup>. Para que as novas terras pudessem ser exploradas de maneira vantajosa, fez-se necessária a comunhão de esforços, sobretudo de capitais, entre Estado e particulares: estes, ávidos por riquezas e dispostos a arriscar parcela de seu patrimônio para a consecução de tal fim; aquele, embora muitas vezes rico, sem condições de executar sozinho tão audaz empreendimento. Reside justamente aí a motivação que levou à criação deste tipo societário.

Com esse escopo, o Estado outorgava às companhias personalidade jurídica, reconhecia a autonomia entre o patrimônio da sociedade e de seus sócios, a responsabilidade limitada ao capital nelas aportado, bem como permitia a livre transmissão dos títulos representativos de seu capital<sup>14</sup>. São esses os genes que

---

corporações para a realização dessa empreitada, as quais eram referidas como “sociedade daqueles que detinham contratos públicos”, ou seja, “sociedades de publicanos”. Essas espécies de sociedade se proliferaram, ganharam personalidade jurídica e exploraram desde valiosas minas de prata até grandes salinas. Ver: FERREIRA, Waldemar. **Tratado de Direito Comercial**. v. 4. São Paulo: Saraiva, 1961. p. 6-7. Da mesma forma, muito se procurou a origem das sociedades por ações no Banco de São Jorge (Banca di San Giorgio), constituído em Gênova em 1407. Maquiavel narra que houve uma grande e dispendiosa guerra entre os genoveses e os venezianos, a qual levou a República de Gênova a tomar grandes quantias emprestadas de seus cidadãos. Finda a guerra e não podendo pagar as suas dívidas, a cidade-Estado entregou aos seus credores a sua alfândega a fim de que dessa auferissem rendimentos até que inteiramente se satisfizessem daquilo que lhes era devido. Para tanto, formaram uma corporação, com Conselho Deliberativo e com um corpo de pessoas responsáveis pela execução do que fora deliberado, dividiram os seus créditos em partes inscritas em um registro (verdadeiras ações) e, de acordo com as suas cotações, eram livremente negociadas no mercado. Tal empreendimento foi tão bem administrado e prosperou de tal forma que, em diversas oportunidades, financiou a Administração da própria cidade, emprestando-lhe dinheiro e tomando terras em garantia. Ver: MACHIAVELLI apud FERREIRA, 1961, op. cit., p. 8.

<sup>12</sup> Antes, em 1599, já havia sido fundada, na Grã-Bretanha, a *East India Company*. Posteriormente, nesse país, foram fundadas as famosas *Hudson Bay Company* e a *Plymouth Company*, entre outras. Surgiram também sociedades similares na França (as *Compagnie des Indes Oriental e Occidental*, e a *Compagnie du Nord*), na Espanha e em Portugal.

<sup>13</sup> Era tamanha a ligação entre a sociedade anônima e o Estado, que, segundo Joaquín Garrigues, os comercialistas dos séculos XVII e XVIII sequer dela se ocuparam, pois a consideravam uma entidade de Direito Público e não de Direito Privado. GARRIGUES, Joaquín. **Problemas atuais das sociedades anônimas**. Porto Alegre: Sérgio Antônio Fabris Editor, 1982. p. 21.

<sup>14</sup> Assim, no que diz respeito à origem das Sociedades Anônimas, “(...) foi o Direito Público que veio socorrer o Direito Privado, embora em uma medida diversa nos vários países, como resulta comparando

apontam para as companhias coloniais de navegação e de comércio como o antepassado mais próximo da moderna sociedade anônima<sup>15</sup>.

A exploração colonial era um empreendimento não só espetacular pelo vulto que assumia mas também verdadeiramente peculiar por seu objeto, qual seja, a colonização, a conquista e o comércio entre o Velho Mundo e as terras de além-mar<sup>16</sup>. Assim, para aquelas as quais cabia a exploração de atividade tão importante para o Estado, eram concedidos inúmeros privilégios com relação ao comércio nas colônias. Por essa razão, alcançaram lucros tremendos e geraram resultados fabulosos, os quais foram distribuídos, periodicamente, a título de dividendos, aos seus acionistas na proporção daquilo que nelas haviam empregado. Por via de consequência, foram criados, na Holanda, a Bolsa de Amsterdã<sup>17</sup>, para a negociação das suas ações, e o Banco de Amsterdã, o qual inclusive aceitava ações para caucionar operações de crédito de seus clientes como mecanismos complementares e essenciais ao funcionamento do então incipiente mercado de capitais que por ali surgiu<sup>18</sup>.

O sucesso das companhias coloniais foi possível porque a sociedade anônima se tornou um mecanismo extremamente eficiente para o fomento dos grandes empreendimentos, ou seja, para os quais se necessitava de vultosa quantidade de

---

a História das companhias coloniais francesas, em que mais viva é a influência estatal, consoante a orientação mercantilista, e a História das companhias holandesas. Constituíram-se por lei especial as primeiras companhias coloniais, assentando, na lei especial que as reconhecia, a personalidade jurídica com a consequente separação dos patrimônios e a possibilidade de uma mudança de sócios, independentemente de uma alteração dos estatutos". Ver: ASCARELLI, Tullio. **Panorama do Direito Comercial**. São Paulo: Saraiva e Cia., 1947. p. 146-147.

<sup>15</sup> Ver: Id. **Corso di Diritto Commerciale**: introduzione e teoria dell'impresa. 3. ed. Milano: Dott. A. Giuffrè Editore, 1962, p. 36.

<sup>16</sup> Algumas dessas companhias possuíam vastos monopólios comerciais e autoridade sob os cidadãos que habitavam as colônias. A Índia era governada pela britânica *East India Company*, assim como o Estado norte-americano da Virgínia o era, por certo tempo, pela Companhia de Londres. BURNS, Edward McNall. **História da civilização ocidental**. v. 2. 20. ed. Porto Alegre: Globo, 1977. p. 496.

<sup>17</sup> Bolsa, como local onde são negociados determinados bens, é uma instituição anterior ao advento das sociedades por ações, sendo sua ancestral mais remota a feira (WEBER, 2006, op. cit., p. 35). O termo *Bolsa*, por sua vez, vem do sobrenome *Van Der Burses*, dos proprietários do Hotel de Burses, onde funcionava o pregão da cidade flamenca de Bruges. Nas primeiras Bolsas, eram negociados diversos bens, tais como moedas, títulos de crédito, valores mobiliários e seguros marítimos, mas, com o passar do tempo, algumas se especializaram em operações com valores mobiliários.

<sup>18</sup> FERREIRA, 1961, op. cit., p. 14.

capital<sup>19</sup>. Com efeito, a total limitação da responsabilidade dos sócios ao capital investido na companhia lhes garantia saber, de antemão, o prejuízo máximo que poderiam amargar em caso de insucesso da empresa. Em hipótese alguma, o seu patrimônio pessoal seria alcançado pelas dívidas da companhia além daquilo que nela tivessem aportado. Essa situação estimulou por demais os cidadãos comuns, muitos dos quais sem nenhuma habilidade para o comércio, a investirem parte de sua poupança em um negócio que jamais estaria ao alcance do homem comum singularmente considerado.

Era natural, portanto, que além de não administrar o investimento, muitas vezes sequer tivesse o investidor condições de acompanhar aquele diariamente, já que a vida lhe reservava uma série de outros afazeres e preocupações. Desejava, tão-somente, investir o capital que conseguia poupar e, quiçá, multiplicá-lo algumas vezes. Além disso, a livre circulação dos títulos representativos do capital da companhia fazia com que os seus sócios não ficassem presos ao investimento e, caso necessitassem do capital aportado para alguma contingência da vida, poderiam vender as suas ações e utilizar o dinheiro como melhor lhes aprouvesse. Assim, muitas pessoas não vacilaram antes de investir consideráveis parcelas do seu patrimônio nesses novos negócios, o que proporcionou a arrecadação de enormes somas de capital para as grandiosas aventuras de além-mar.

Conseqüentemente, em determinado momento da evolução do capitalismo industrial, a utilização desse estupendo aparato societário de autofinanciamento – pelo qual o capital do pequeno poupador é providencialmente canalizado para a atividade produtiva em troca de uma participação no sucesso do empreendimento – fez surgir macroempresas nas quais se podia verificar um novo fenômeno: o da dissociação entre

---

<sup>19</sup> “(...) a função econômica e social da sociedade anônima decorre do fato de constituir, ela, um instrumento jurídico para economias em vastas camadas da população, angariando assim, capitais que superam as forças econômicas de indivíduos isolados ou de pequenos grupos e que, entretanto, são os necessários para a industrialização do país e para a constituição das instalações industriais; democratizando assim, a colheita do capital industrial, e facultando a participação a uma empresa industrial também a quem não poderia, pessoal e diretamente, constituí-la e administrá-la — seja à vista da monta das suas economias, seja à vista dos seus afazeres”. Ver: ASCARELLI, 1947, op. cit., p. 143-144.

propriedade e controle. Assim, quando, em 1932, Adolf Berle Jr. e Gardiner Means, da Universidade de Columbia, constataram, nos Estados Unidos, esse fenômeno da dissociação entre propriedade acionária e poder de controle<sup>20</sup>, já havia uma nova realidade posta: a era das companhias de capital pulverizado.

Observaram os pesquisadores que as grandes companhias norte-americanas possuíam milhares de acionistas, porém a esmagadora maioria desses investidores não comparecia às assembleias para eleger a administração social<sup>21</sup>. Eram, portanto, uma massa desinteressada e absenteísta, possibilitando, em consequência, que fossem essas maiorias controladas por indivíduos detentores de apenas uma pequena parcela do capital votante, mas que efetivamente faziam valer o seu direito de voto — exerciam, pois, o chamado controle minoritário. Além disso, em alguns casos extremos, nem mesmo os acionistas minoritários influenciavam na escolha dos administradores, ocasionando, não raras vezes, a perpetuação desses nos cargos diretivos na companhia. Cabia aos gestores, portanto, o chamado controle administrativo.

Como essas companhias eram controladas por acionistas que não dispunham do poder de voto que lhes assegurasse, de modo permanente, a prerrogativa de eleger os administradores, ficava sempre em aberto a possibilidade de que o poder de controle lhes fosse tomado por meio de oferta hostil, encaminhada diretamente aos demais acionistas.

Entretanto, essa era uma realidade eminentemente americana e, em alguns casos, européia, ficando o nosso País à margem de tal situação. Aqui, embora possível pelo disposto no Artigo 257 da Lei das S.A., a oferta hostil não passava, pois, de mera ficção. Com efeito, as tomadas agressivas de controle, em sua grande maioria, davam-se apenas alhures. Só se tinha contato com essa situação no Brasil por meio dos noticiários ou dos periódicos de negócios que relatavam as mais recentes investidas

---

<sup>20</sup> BERLE, Adolf; MEANS, Gardiner. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada**. Trad. de Dinah de Abreu Azevedo. São Paulo: Abril Cultural, 1984.

<sup>21</sup> Para uma interessante lição acerca da sociedade anônima e seus acionistas, conferir GARRIGUES, 1982, op. cit., p. 21 ss.

naqueles mercados.

Isso se dava por uma simples razão: no Brasil, até bem pouco tempo, não havia empresas de capital pulverizado — assim, nenhuma companhia listada em bolsa estava sujeita a uma tomada hostil de controle.

No entanto, desde a última virada de século, o Brasil vem, por uma série de fatores, experimentando um progresso contínuo no seu mercado de capitais, que tem como um dos principais reflexos a gradativa mudança no perfil de elevada concentração acionária de nossas sociedades anônimas — mais do que nunca, isso ocasiona uma marcha rumo à maior disseminação das companhias de capital difuso.

Assim, é natural que o estudo do poder de controle nas sociedades anônimas, as suas técnicas de manutenção, as ofertas hostis e os meios de defesa estão na ordem do dia de muitos daqueles que se dedicam ao estudo do Direito Societário. Pretende-se, com a presente dissertação, contribuir, de alguma forma, para o início dos debates sobre esse fenômeno no Brasil.

Vale lembrar, por derradeiro, que as opiniões aqui manifestadas correspondem ao nosso atual estágio de reflexão. A tentativa de estudar um tema novo cobra, pois, um preço, a saber, os seus eventuais erros. Estes, por certo, aqui existem e se devem, exclusivamente, ao autor. Com efeito, o caráter provisório das conclusões é da natureza da pesquisa científica, não estando entre os objetivos do presente trabalho, portanto, o de apresentar conclusões acabadas e irrefutáveis. Nosso intento é bem mais singelo, qual seja, o de contribuir com alguns elementos para a pesquisa daqueles que daqui para frente se debruçarão sobre o tema. Se isso acontecer, isto é, se efetivamente as presentes contribuições contribuírem para algo nesse sentido, teremos cumprido com a nossa missão acadêmica.



## PARTE I - O PODER DE CONTROLE E SUAS CONFORMAÇÕES

O poder de controle é medido em função do capital social, ou melhor, em função da participação de cada acionista neste. Em uma definição bastante sucinta, controla aquele que possui a maior participação acionária com direito a voto e, efetivamente, utiliza-a para eleger os administradores da companhia<sup>22</sup>. Estes, por sua vez, dirigirão o empreendimento conforme o interesse daquele, pois o eleitor acionista possui o poder de vida e de morte sobre a Administração, já que pode, a qualquer tempo, destituir quaisquer de seus membros em caráter discricionário<sup>23</sup>.

Observa-se, assim, a existência de dois critérios para a aferição do poder de controle: um “quantitativo”, correspondente ao número de ações capaz de garantir a maioria dos votos em uma eleição para o Conselho de Administração; outro, “de efetividade”, que diz respeito ao efetivo uso dessa prerrogativa pelo detentor das ações.

### 1 A ESTRUTURAÇÃO DO PODER NAS SOCIEDADES ANÔNIMAS

Como se pôde observar na introdução ao presente estudo, o desenvolvimento pelo qual passou a sociedade anônima nesses últimos quatro séculos foi longo e, a bem dizer, também cheio de percalços<sup>24</sup>. Contudo, tais embaraços em nada impediram

---

<sup>22</sup> Sobre isso, a Lei das S.A. define o controle de forma indireta quando trata do acionista controlador. Art. 116, caput: “Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia”.

<sup>23</sup> GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sociedade anônima: poder e dominação. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. Nova Série, ano 23, n. 53, p. 75-76, jan. / mar. 1984.

<sup>24</sup> Entre os percalços poderíamos citar as corridas especulativas, envolvendo a Companhia dos Mares do Sul, a Companhia do Mississippi, a quebra da Bolsa de Nova York, bem como os recentes escândalos contábeis envolvendo companhias como a Enron, WorldCom, AOL Time Warner, Xerox.

que ela se tornasse o mais eficiente meio de exploração da atividade empresarial<sup>25</sup>.

Isso não significa qualquer atividade empresarial, mas sim aquela de grande porte, a que necessita de investimentos vultosos, terreno onde se afigura como o mais adequado dos veículos societários.

Não seria exagero dizer que a sociedade anônima, por todas as características que encerram esse tipo, contém o DNA dos grandes negócios, porque é especialmente projetada para captar a poupança popular e alocá-la no setor produtivo, impulsionando o desenvolvimento econômico<sup>26</sup>. Por essa razão, já há muito a designou Ripert de o instrumento maravilhoso do capitalismo moderno<sup>27</sup>.

De acordo com Galbraith,

Seu propósito é fazer negócios como o faria um indivíduo, mas acrescido da capacidade de reunir e usar o capital de várias ou muitas pessoas. Conseqüentemente ela pode empreender tarefas que estão além do alcance de qualquer pessoa sozinha. E protege aqueles que fornecem o capital, limitando-lhes a responsabilidade na proporção do investimento original, garantindo-lhes um voto nos assuntos importantes da empresa (...). Sua finalidade (...) é realizar negócios em termos eqüitativos com outras firmas e ganhar dinheiro para seus donos<sup>28</sup>.

Por causa dessas características, salvo raríssimas exceções<sup>29</sup>, todas as grandes

---

<sup>25</sup> Pretendemos, aqui, deliberadamente, escapar da discussão acerca dos benefícios e dos malefícios da grande empresa moderna. Não cabe neste trabalho, tampouco é o seu desiderato, avaliar o significado da vida moderna “dominada” pelas grandes corporações. Dessa tarefa nos resguardamos, assim como o fez Joaquín Garrigues, quando salientou que “da sociedade anônima se disse, para o bem ou para o mal, tudo o que se poderia dizer”. GARRIGUES, 1982, op. cit., p. 9.

<sup>26</sup> Como demonstra o atual cenário brasileiro, cada vez mais o mercado de capitais vem desempenhando um papel relevante no desenvolvimento econômico nacional, pois viabiliza o processo de capitalização das empresas. Em outras palavras, serve de elo de ligação para que os poupadores possam investir as suas economias em empresas que, para continuar crescendo, necessitam captar recursos mais baratos do que os oferecidos pelas instituições financeiras.

<sup>27</sup> RIPERT, 1947, op. cit., p. 118. Também já foi descrita por Hernani Estrella como “uma das maiores criações da técnica do Direito Comercial”. ESTRELLA, Hernani. **Curso de Direito Comercial**. Rio de Janeiro: José Konfino, 1973. p. 395.

<sup>28</sup> GALBRAITH, John Kenneth. **O novo Estado industrial**. Trad. de Leônidas Gontijo de Carvalho. 3. ed. São Paulo: Nova Cultural, 1988. p. 65.

<sup>29</sup> Poderíamos citar o exemplo das Casas Bahia (que adota a forma de sociedade limitada - Casa Bahia Comercial Ltda), cujas vendas foram superiores a US\$ 5 bilhões no ano de 2005, segundo dados da *Revista Exame*, de julho de 2006, edição especial “Maiores e Melhores – as 500 maiores empresas do Brasil”, p. 126.

empresas mundo afora que utilizam a forma S.A.<sup>30</sup>. possuem papéis negociados em Bolsa de Valores, não raro os tenham em várias delas<sup>31</sup>. São empreendimentos cujo valor de mercado muitas vezes ultrapassa os bilhões de dólares<sup>32</sup>; além disso, empregam milhares de pessoas<sup>33</sup>, possuem operações em mais de uma centena de países<sup>34</sup>, faturam cifras maiores que o Produto Interno Bruto de várias nações e possuem marcas<sup>35</sup> mais conhecidas do que as bandeiras de muitas delas<sup>36</sup>.

<sup>30</sup> General Electric Company, Microsoft Corporation, Exxon Mobil Corporation, Wal-Mart Stores, Inc., Ford Motor Company, Citigroup, Inc, General Motors Corporation, Nike, Inc., Deutsche Bank AG, Bayerische Motoren Werke AG – BMW, Deutsche Lufthansa AG, ThyssenKrupp AG, Royal Dutch Shell plc, Fiat S.p.A, Société Générale S.A., Toyota Jidosha K.K., PetroChina Company e OJEC Gazprom são alguns exemplos. No Brasil não é diferente: Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras, Companhia Vale do Rio Doce, Gerdau S.A., Banco Itaú Holding Financeira S.A., Banco Bradesco S.A., Sadia S.A., Natura Cosméticos S.A., Companhia Siderúrgica Nacional, Marcopolo S.A. e Randon S.A. Implementos e Participações adotam a forma sociedade anônima. Dentre as exceções   regra de que as grandes empresas utilizam a forma “S.A.”, estão algumas subsidiárias de multinacionais que foram constituídas como sociedades limitadas, cujo controlador, quase que invariavelmente, possui capital aberto em seu país de origem. É o caso da Volkswagen do Brasil Ltda. Indústria de Veículos Automotores, da Shell do Brasil Ltda, da General Motors do Brasil Ltda, do Carrefour Comércio e Indústria Ltda, da Chevron Brasil Ltda, da Esso Brasileira de Petróleo Ltda, entre outras.

<sup>31</sup> A Gerdau possui as suas ações (incluindo as de suas subsidiárias) listadas na Bolsa de Valores de São Paulo — Bovespa —, Bolsa de Valores de Nova York – NYSE —, Bolsa de Valores de Toronto e Bolsa de Valores de Madri - Latibex.

<sup>32</sup> General Electric, US\$ 397 bilhões; Microsoft, US\$ 336 bilhões; ExxonMobil, US\$ 293 bilhões; Wal-Mart Stores, US\$ 297 bilhões; Pfizer, US\$ 251 bilhões, segundo dados da *Revista Forbes*, de abril de 2002, edição especial “*America’s Top 500 Companies*”. No Brasil, dados recentes dão conta de que a Vale do Rio Doce e a Petrobras atingiram, respectivamente, valor de mercado de 286 e 285 bilhões de reais. Disponível em <<http://oglobo.globo.com/economia/mat/2007/09/29/297939896.asp>>. Acesso em: 04 out. 2007.

<sup>33</sup> O Wal-Mart Stores emprega mais de 1,9 milhão de pessoas. Dado disponível na página da companhia em <<http://walmartstores.com/GlobalWMStoresWeb/navigate.do?catg=218>>. Acesso em: 04 out. 2007. No Brasil, os maiores empregadores entre as companhias são o Pão de A  ar, 56 mil pessoas; Carrefour, 48 mil; Sadia, 45 mil; Petrobras, 40 mil e Perdigão, 34 mil, segundo dados da *Revista Exame*, julho de 2006, edição especial “*Maiores e Melhores – as 500 maiores empresas do Brasil*”, p. 68-69.

<sup>34</sup> E, como já disse Bulgarelli, “(...) a bem dizer, chegaram a criar os seus próprios Estados, como Bahamas e Liechtenstein, que lhes oferecem uma nacionalidade ficta, a descaracterizá-las perante as responsabilidades e os deveres dos Estados onde atuam”. BULGARELLI, Waldirio. **Manual das sociedades anônimas**. 8. ed. São Paulo: Atlas, 1996. p. 21. A respeito da utilização dos paraísos fiscais para fins escusos, ver: BAKER, Raymond W. **Capitalism’s achilles heel: dirty money and how to renew the free-market system**. New Jersey: John Wiley & Sons, 2005.

<sup>35</sup> O valor das marcas destas companhias é outro dado que salta aos olhos. Segundo estudo desenvolvido pela Consultoria Interbrand em 2007, o valor da marca Coca-Cola   de US\$ 65 bilhões; da Microsoft, US\$ 58 bilhões; da IBM, US\$ 57 bilhões; da General Electric, US\$ 51 bilhões e da Nokia, US\$ 33 bilhões. Dados disponíveis em: <[http://www.interbrand.com/best\\_brands\\_2007.asp](http://www.interbrand.com/best_brands_2007.asp)>. Acesso em 04 out. 2007.

<sup>36</sup> Aliás, as operações de algumas das sociedades anônimas já se confundiram com a de Estados Nacionais, como no caso da Companhia Inglesa das  ndias Orientais, que governou a  ndia, onde comandou um exército de 260 mil soldados, duas vezes maior que o próprio exército britânico de então. Ver: MICKLETHWAIT, John; WOOLDRIDGE, Adrian. **A Companhia: breve história de uma idéia revolucionária**. Trad. de S. Duarte. Rio de Janeiro: Objetiva, 2003. p. 17.

Essas complexas estruturas societárias estão alicerçadas, em realidade, sob apenas dois pilares fundamentais: i) a responsabilidade limitada para todos os sócios ao capital investido no empreendimento e ii) a livre circulação dos títulos representativos deste capital, características que possibilitam, deste modo, a capitalização via Bolsa de Valores, traço *sui generis* desse tipo societário<sup>37</sup>.

Aliás, para que as corporações pudessem seguir nessa marcha contínua de desenvolvimento — das companhias coloniais de navegação e de comércio às empresas de alta tecnologia listadas na Nasdaq<sup>38</sup> —, foi essencial o constante recurso à economia popular<sup>39</sup>.

É cediço, como já aqui se disse, que as sociedades anônimas foram uma criação da técnica jurídica para possibilitar a arrecadação de enormes quantias, com o objetivo de explorar os grandes empreendimentos<sup>40</sup>. Neste desiderato, cada uma das características desse tipo societário foi especialmente projetada para transformá-la em uma máquina de captar de recursos<sup>41</sup>.

Foi, desta forma, pela utilização desse providencial mecanismo de crescimento — através do qual os recursos fluem do pequeno poupador diretamente para o financiamento da atividade empresarial de grande porte —, que milhares de

---

<sup>37</sup> Nesse sentido, tem-se a clássica lição de Ascarelli sobre os princípios da responsabilidade limitada e da divisão do capital em ações: “Ambos estes princípios se prendem à função econômica da sociedade anônima e constituíram, justamente, a solução dada ao problema (...) da constituição de um instrumento jurídico adequado para a realização de empreendimentos cujo vulto exigia a cooperação de muitos indivíduos embora desconhecidos entre si, independentemente, pois, daquelas recíprocas relações pessoais, que caracterizam as sociedades, por isso ditas de pessoas (...)”. Ver: ASCARELLI, 1947, op. cit., p. 146.

<sup>38</sup> *National Association of Securities Dealers Automated Quotations System*, Bolsa de Valores das empresas de tecnologia, onde são negociadas as ações da Microsoft, Intel, Oracle, Apple, Google, Yahoo, Sun, Cisco, Ebay, entre outras.

<sup>39</sup> Sobre isso, há a clássica lição de RIPERT, para quem a sociedade anônima “é uma máquina de coletar a Economia”. Ver: RIPERT, 1947, op. cit., p. 123.

<sup>40</sup> Indo ainda mais longe, RIPERT acredita ser a sociedade anônima o instrumento próprio para a conquista da economia. *Ibid.*, p. 118.

<sup>41</sup> Além da já referida limitação da responsabilidade dos sócios ao capital investido e da livre circulação dos títulos representativos de participação, destacam-se a possibilidade de gestão por pessoa alheia ao capital social e uma ampla possibilidade de fiscalização da Administração social, extremamente pertinente, já que, da Administração do empreendimento, nem todos os sócios participariam — na realidade, a grande esmagadora maioria deles não participaria disso.

investidores foram cooptados “para dentro” dessas engenhosas estruturas societárias, as quais, em determinado momento da História, passaram a contar com milhares de acionistas em seus quadros sociais<sup>42</sup>.

Contudo, como foi observado por Adolf Berle Jr. e Gardiner Means em seu célebre estudo sobre o poder de controle, nem todos os acionistas estavam interessados em decidir sobre os rumos da empresa<sup>43</sup>. Alguns, sim, desejavam participar da condução dos negócios sociais, porém a grande maioria estava apenas interessada no retorno do seu investimento<sup>44</sup>, formando, deste modo, uma massa desinteressada e absenteísta<sup>45</sup>.

Por via de consequência, essas companhias eram controladas por indivíduos que detinham apenas uma pequena parcela do capital votante, mas que, efetivamente,

---

<sup>42</sup> Tamanho foi o fluxo de capitais, que, segundo a pesquisa de Rafael La Porta, 20 entre as 20 maiores companhias do Reino Unido possuem uma estrutura de capital do tipo pulverizado, número bastante semelhante com o encontrado no Japão (18 de 20) e nos Estados Unidos (16 de 20). Ver: LA PORTA, Rafael; LOPEZ DE SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. **Corporate ownership around the world**. Harvard Institute of Economic Research Paper No. 1840, 1998. Disponível em <<http://ddrn.com/abstract=103130>>, p. 19. Acesso em: 20 fev. 2008.

<sup>43</sup> BERLE; MEANS, 1984, op. cit.

<sup>44</sup> Joaquín Garrigues aponta para o fato de que “nem todos os acionistas adquirem as ações impulsionados pelos mesmos propósitos econômicos”. Além disso, o referido autor cita José de La Veja (Confusión de Confusiones. Diálogos Curiosos entre um Philosopho agudo, um Mercador Discreto y um Accionista erudito..., publicado em Amsterdã, em língua espanhola, por um judeu português oriundo de Córdoba), autor do século XVII, que refere: “entram nesse negócio três classes de pessoas, uns como príncipes, outros como comerciantes e os últimos como jogadores. Os primeiros vivem como príncipes da renda, gozando cada ano o dividendo de suas ações, deixadas por seus ancestrais ou compradas com suas riquezas. Não tendo a intenção de revendê-las, mas somente de ir colhendo os frutos, a alta ou a baixa lhes importa pouco. (...). Os segundos, como comerciantes, compram um lote de ações, que mandam lançar em sua conta, e tornam a vendê-lo por preço elevado, com o acerto imaginado. Esses são os que hoje chamamos de especulares. Os que compram para revender e não para conservar as ações (...). Os terceiros, como jogadores, procuram passar por terceiros com relação a seus ganhos, inventando grupos de pessoas em que buscam estabelecer fortunas. (...) Aqui se situam os jogos de Bolsa, precisamente nas operações a prazo”. GARRIGUES, 1982, op. cit., p. 25-26.

<sup>45</sup> “O modelo democrático, que se traduzia na concessão de direitos para que os exercitem os acionistas, é o oposto à realidade social, pela simples razão de que os acionistas favorecidos se desinteressam da vida da sociedade. É o fenômeno do absenteísmo (...). A assembleia de acionistas é uma comédia bem representada mas que goza de escasso público”. Mas o que deveria se esperar dos acionistas? De acordo com Garrigues, “o legislador pensou que, sendo os acionistas os fornecedores do capital, devem ficar razoavelmente interessados no seu manejo. Não queria nem que ficassem totalmente indiferentes, nem que chegassem a ser gestores do capital. Queria que sua intervenção fosse quantitativamente modesta (ordinariamente uma vez por ano), mas qualitativamente decisiva”. Para tanto e, “de acordo com os princípios da democracia política”, concedeu-lhes “o direito democrático por excelência: o direito de voto”. Ibid., p. 23-24.

faziam valer seu direito de voto. É o fenômeno do controle minoritário.

Esses dois fenômenos — ingresso fenomenal de recursos e de acionistas no seio da sociedade anônima e a postura absenteísta da maioria desses — resultaram na existência de uma diversidade de situações de controle, dentre as quais as descritas por Berle e Means em *The Modern Corporation and the Private Property*: i) controle através da propriedade quase total das ações com direito de voto; ii) controle majoritário; iii) controle através de um dispositivo legal sem propriedade majoritária; iv) controle minoritário; v) controle administrativo.

Em realidade, preferimos classificar as modalidades de controle em quatro espécies: i) controle totalitário ou quase totalitário; ii) controle majoritário; iii) controle minoritário; iv) controle administrativo. Consideramos o controle por mecanismo legal uma forma de exercício de uma das espécies acima referidas, mais especificamente das três primeiras. Mesmo assim, analisaremos a espécie conjuntamente com as demais, assim como o fizeram Berle e Means.

Os professores da Universidade de Columbia fazem menção, ainda, a uma outra forma de controle sobre a companhia, uma espécie que, diferentemente das outras, não se dá pela eleição dos administradores<sup>46</sup>. Trata-se de uma maneira bastante peculiar de domínio sobre a sociedade, uma espécie de influência dominante sobre a direção da companhia — denominam-na, pois, atualmente, como controle externo ou não-societário<sup>47</sup>.

---

<sup>46</sup> BERLE; MEANS, 1984, op. cit., p. 85.

<sup>47</sup> Ver a esse respeito: MACEDO, Ricardo Ferreira. **Controle não-societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 2004 e COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005. p. 89-103.

## 1.1 Controle interno

Em linhas bastante amplas, é o controle fundado no direito de voto, em oposição ao *controle externo*, também chamado de *influência dominante*, cuja verificação se dá mais por fatores externos à própria estrutura da sociedade do que pelo exercício de direitos e de prerrogativas inerentes à condição de sócio. Vejamos, desta maneira, as formas de manifestação do controle por meio do voto.

### 1.1.1 Controle totalitário ou quase totalitário

É o controle exercido por uma pessoa ou por um grupo de pessoas possuidoras da totalidade ou da quase totalidade das ações com direito de voto de uma companhia. São casos em que “propriedade e controle recobrir-se-iam perfeitamente, como duas faces da mesma moeda”<sup>48</sup>.

O caso típico é o da subsidiária integral, Art. 251 e seguintes da Lei das S.A.<sup>49</sup>, companhia cujo único acionista é outra sociedade brasileira. É bastante comum, sobretudo, nos grupos empresariais, que uma sociedade-mãe (*holding*) controle as empresas operacionais do grupo, domínio que se dá pela propriedade integral das ações com direito a voto ou com um percentual muito próximo a isto e com participações cruzadas (99%, por exemplo)<sup>50</sup>. É, portanto, técnica organizativa dos

---

<sup>48</sup> COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2005, op. cit., p. 53.

<sup>49</sup> Art. 251. “A companhia pode ser constituída, mediante escritura pública, tendo como único acionista sociedade brasileira”.

<sup>50</sup> É o caso da Votorantim Participações S.A., *holding*-mãe que detém 100% da *holding* setorial Votorantim Finanças S.A., que possui 94,8% na Votorantim Bank Ltd. Nassau e 99,88% de participação no Banco Votorantim S.A., que, por sua vez, possui 99,99% na BV Leasing e Arrendamento Mercantil S.A., 99,99% na BV Financeira S.A., 99,98% na Votorantim C.T.V.M Ltda e 99,98% na Votorantim Asset Management D.T.V.M Ltda. Dados disponíveis em: <[http://www.votorantimfinancas.com.br/empresa/s\\_organograma.jsp](http://www.votorantimfinancas.com.br/empresa/s_organograma.jsp)>. Acesso em: 08-09 de out. 2007.

grupos societários, capaz de limitar os riscos empresariais a cada unidade individual<sup>51</sup>.

Há, também, o caso do controle totalitário conjunto, freqüente em companhias do tipo familiar, cuja dominação se faz em um esquema no qual nenhum acionista é excluído do poder de controle<sup>52</sup>. Exemplo típico seria o de quatro irmãos, cada qual com 25% do capital votante, controlando harmoniosamente uma companhia.

A característica mais marcante desta espécie de controle é a total ausência de outros interesses internos, que não o do controlador. Nessa situação, as normas relativas aos direitos dos minoritários deixam de ter qualquer hipótese de aplicação, inclusive aquelas relativas ao conflito de interesses<sup>53</sup>.

### 1.1.2 Controle majoritário

O controle majoritário é de longe o mais comum entre as grandes corporações mundo afora não só nos países em desenvolvimento<sup>54</sup> —, cujo modelo de controle pode ser descrito como pesadamente concentrado —, mas também em países cuja economia é bastante próspera, como Alemanha e Itália<sup>55</sup>. Essas companhias possuem grandes acionistas — no mais das vezes controladas por famílias ou pelo Estado —, tipicamente muito ativos na condução dos negócios corporativos<sup>56</sup>.

Em relação ao modelo totalitário ou quase totalitário de controle, afirmam Berle e

---

<sup>51</sup> Já foi dito por Calixto Salomão Filho, embora em outro contexto, que essa é a técnica que dá a “garantia de exercício da atividade empresarial com o máximo de poder e o mínimo de risco possível (comportamento do *free rider*)”. SALOMÃO FILHO, Calixto. **Sociedade unipessoal**. São Paulo: Malheiros, 1995. p. 176.

<sup>52</sup> COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2005, op. cit., p. 59.

<sup>53</sup> *Ibid.*, p. 53.

<sup>54</sup> Para dados acerca dos modelos de controle na América Latina, ver o Relatório Oficial sobre Governança Corporativa da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE, disponível em <[www.oecd.org](http://www.oecd.org)>. Acesso em 09 de out. 2007.

<sup>55</sup> LA PORTA; LOPEZ DE SILANES; SHLEIFER, 1998, op. cit., p. 2.

<sup>56</sup> LA PORTA; LOPEZ DE SILANES; SHLEIFER, loc. cit.



Means que o controle majoritário é o “*primeiro passo para a separação entre propriedade e controle*”<sup>57</sup>.

Em uma definição bastante resumida, é o controle exercido quando alguém detém uma participação correspondente a mais de 50% do capital votante e o utiliza para eleger os administradores da companhia. Estes, por sua vez, conduzirão a companhia conforme os interesses do seu eleitor<sup>58</sup>.

Deve-se observar, entretanto, a evidente possibilidade de ocorrer certa mitigação do poder pela existência de outros administradores não-eleitos pelo controlador, afinal de contas, os demais acionistas, agindo de forma articulada, podem lograr nomear alguns membros do Conselho de Administração ou da Diretoria. Contudo, ainda assim, o domínio do controlador sobre os rumos da empresa é grande e, no mais das vezes, bastante estável.

A segurança do controlador deita-se sobre o princípio majoritário, segundo o qual, na democracia acionária, a conformação da vontade política dá-se pela simples maioria esposada em assembléia geral<sup>59</sup>. Deste modo, esta regra traz ao controlador-

---

<sup>57</sup> BERLE; MEANS, 1984, op. cit., p. 86.

<sup>58</sup> Nesse sentido, Tavares Guerreiro observa: “como os eleitores-acionistas têm poder de vida e morte sobre a Administração, podendo a qualquer tempo destituir qualquer administrador em caráter discricionário, fácil é de perceber que, do ângulo sociológico, o poder de controle se projeta para além do foro assemblear, impondo-se sobre a Administração como uma força coativa de caráter permanente, condicionando a gestão dos administradores eleitos. Ver: GUERREIRO, 1984, op. cit., p. 75-76.

<sup>59</sup> Nesse ponto, faz-se pertinente lembrar a clássica lição de Comparato: “(...) historicamente, a fórmula acionária foi criada para se permitir a constituição de um vasto corpo acionário. E, efetivamente, companhias há que contam com centenas de milhares de acionistas. Nessas condições, seria totalmente desarrazoado aceitar a regra contratual do consentimento unânime, nas deliberações sociais. (...) Mas por que a maioria deve comandar? Parte-se, sem dúvida, do postulado de que a sociedade existe no interesse dos sócios, e como ninguém, em princípio, está investido da prerrogativa de decidir pelos interesses alheios, prevalece sempre a vontade do maior número, julgando cada qual segundo o seu próprio interesse. A idéia que está na base do princípio majoritário, observou Kelsen, é a de que o ordenamento social deve estar de acordo com o maior número possível de sujeitos, e em desacordo com o menor número possível. Significa isso constranger a minoria e desprezar os seus interesses? Evidentemente não, desde que a minoria aceite essa regra fundamental do jogo. O princípio majoritário, afinal, pressupõe necessariamente a unanimidade, pelo menos uma vez, no momento de constituição da sociedade, como postulado da razão social. Já lembramos a norma de que, na fase constitutiva da sociedade anônima, a maioria não tem o poder para modificar, alterar ou derogar as cláusulas ou Artigos do projeto dos estatutos (Lei n. 6.404, Art. 87, parágrafo 2º)”. COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2005, op. cit., p. 60-61.

majoritário um domínio quase absoluto sobre a companhia<sup>60</sup>.

Todavia, certas deliberações, como os casos da cisão desproporcional (Art. 229, § 5º, da Lei das S.A.)<sup>61</sup> e da modificação da nacionalidade da companhia (Art. 72 do Decreto-Lei n. 2627/40)<sup>62</sup>, podem requerer mais que um simples voto majoritário e, nessas circunstâncias, a maioria possui um poder um pouco menor que o do controlador-totalitário<sup>63</sup>. São situações em que o poder do controlador-majoritário se encontra enfraquecido.

Além disso, é importante ressaltar que a existência de uma minoria qualificada pode debilitar ainda mais o poder do controlador-majoritário<sup>64</sup>. Lembramos, nesse sentido, que basta uma participação minoritária em determinados patamares para que os acionistas não-controladores possam exercer certos direitos, por exemplo: i) 5% no capital da companhia para propor a ação de responsabilidade civil contra a sociedade controladora, pelos danos decorrentes de abuso de poder, causados à controlada (Art. 246, §1, “a”, da Lei das S.A.)<sup>65</sup>; ii) 10% para eleger, em votação separada, um membro do Conselho Fiscal (Art. 161, §4º, “a”, da Lei das S.A.)<sup>66</sup>; iii) 10% do capital social em ações sem voto ou com voto restrito da companhia aberta, para eleger, em votação

---

<sup>60</sup> Esta situação (transferência do controle para a maioria), para Berle e Means, “constitui um passo natural e geralmente aceitável”. BERLE; MEANS, 1984, op. cit., p. 87.

<sup>61</sup> “As ações integralizadas com parcelas de patrimônio da companhia cindida serão atribuídas a seus titulares, em substituição às extintas, na proporção das que possuíam; a atribuição em proporção diferente requer aprovação de todos os titulares, inclusive das ações sem direito a voto”.

<sup>62</sup> “A sociedade anônima ou companhia brasileira somente poderá mudar de nacionalidade mediante o consentimento unânime dos acionistas”.

<sup>63</sup> BERLE; MEANS, loc. cit.

<sup>64</sup> Não há, pois, a necessidade de se manifestar a razão da oposição. Como lembra Joaquín Garrigues, “à falta de um critério de razão, atende a lei a um critério matemático de quantidade (...). As matemáticas influem, aqui, no Direito; a razão do número prescinde, aqui, da razão”. GARRIGUES, 1982, op. cit., p. 29.

<sup>65</sup> Art. 246, §1, “a”. “A sociedade controladora será obrigada a reparar os danos que causar à companhia por atos praticados com infração ao disposto nos Artigos 116 e 177. §1º: A ação para haver reparação cabe: a) a acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social; b) a qualquer acionista, desde que preste caução pelas custas e honorários de advogado devidos no caso de vir a ação a ser julgada improcedente”.

<sup>66</sup> Art. 161, §4º, “a”. “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 separada, 1 (um) membro e respectivamente seu suplente; igual direito terão os acionistas minoritários, desde que representem, em conjunto, 10% (dez por cento) ou mais das ações com direito a voto”.

separada, um membro do Conselho de Administração (Art. 141, §4º, II, da Lei das S.A.)<sup>67</sup>; iv) 15% de ações com direito a voto, para eleger, em votação separada, um membro do Conselho de Administração (Art. 141, §4º, I, da Lei das S.A.)<sup>68</sup>; no caso das companhias de economia mista, a existência de apenas um acionista com uma única ação já é suficiente para eleger um dos membros do Conselho de Administração, se maior número não couber à minoria pelo processo de voto múltiplo (Art. 239 da Lei das S.A.)<sup>69 70</sup>.

Fonte de dor de cabeça ainda maior para o controlador-majoritário pode estar na existência de uma minoria coesa e preparada para fazer oposição aos atos do controlador<sup>71</sup>. Esta minoria “inconveniente” pode atuar tanto de forma positiva, em função da maximização dos resultados da companhia e, conseqüentemente, da valorização de sua posição de acionário — caso de alguns “fundos ativistas” —, ou mesmo de forma nada construtiva, com a intenção de obrigar o controlador, para se livrar do incômodo minoritário, a adquirir as suas ações<sup>72</sup>.

No entanto, se as ações não-detidas pelo controlador estiverem dispersas, como

<sup>67</sup> Art. 141, §4º, II. “Terão direito de eleger e destituir um membro e seu suplente do Conselho de Administração, em votação em separado na assembléia geral, excluído o acionista controlador, a maioria dos titulares, respectivamente: 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”.

<sup>68</sup> Art. 141, §4º, I. “Terão direito de eleger e destituir um membro e seu suplente do Conselho de Administração, em votação em separado na assembléia geral, excluído o acionista controlador, a maioria dos titulares, respectivamente: I – de ações de emissão da companhia aberta com direito a voto, que representem, pelo menos, 15% (quinze por cento) do total das ações com direito a voto”.

<sup>69</sup> Art. 239 “As companhias de economia mista terão obrigatoriamente Conselho de Administração, assegurado à minoria o direito de eleger um dos conselheiros, se maior número não lhes couber por processo de voto múltiplo”.

<sup>70</sup> A Lei das S.A. elenca uma série de outros direitos da minoria, tais como os constantes dos seguintes dispositivos: Art. 105; Art. 123, § único, “a”; Art. 123, § único, “c”; Art. 126, §3º; Art. 141; Art. 141, §5º; Art. 159, §4º; Art. 161, §2º; Art. 161, §4º, “a”; Art. 163, §6º; Art. 206, II, “b”.

<sup>71</sup> Em assembléia ou mesmo judicialmente. BERLE; MEANS, 1984, op. cit., p. 86. Interessante referir que de há muito já se fala em minoritário inconveniente. Nesse sentido, apenas para se fixar em um ponto, no caso o distante 1917, cf. RATHENAU, Walther. Do sistema acionário – uma análise negocial. Trad. e introd. de Nilson Lautenschleger Jr. Reprodução do texto clássico. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, Nova Série, ano 41, n. 128, p. 210, out. / dez. 2002.

<sup>72</sup> Para uma análise mais aprofundada acerca do abuso da minoria, ver COELHO, Fábio Ulhoa. Profissão: minoritário. In: MONTEIRO DE CASTRO, Rodrigo R.; ARAGÃO, Leandro Santos de (orgs.). **Sociedade anônima** – 30 anos da Lei n. 6.404/76. São Paulo: Quartier Latin, 2007. p. 146-155 e BARROS LEÃES, Luiz Gastão Paes. Abuso da minoria em aumento de capital. In: \_\_\_\_\_. **Pareceres**. v. 2. São Paulo: Singular, 2004. p. 1211-1225 ss.

no caso de estarem no *free float*<sup>73</sup>, o domínio será efetivo e muito próximo do totalitário. O único risco para o controlador é o de os minoritários se mobilizarem para exercer alguma espécie de oposição. Nesse caso, o meio de mobilização poderia ser o início de uma *proxy fight*, por exemplo.

Assim, como aponta Comparato, o controle majoritário pode ser escalonado em diferentes graus, segundo a expressão da minoria. Neste passo, o controle majoritário absoluto seria aquele quando não há uma minoria qualificada, enquanto que o controle majoritário simples ocorreria na hipótese de haver uma minoria com poderes de oposição<sup>74</sup>.

De qualquer sorte, no mais das vezes, a posição de domínio é bastante confortável se comparada às outras espécies de controle, pois, como observam Berle e Means, “a separação entre propriedade e controle foi muito além da separação representada pelo controle majoritário<sup>75</sup>”.

### 1.1.3 Controle minoritário

Dito isso, é interessante referir que os economistas da Universidade de Columbia já haviam observado, desde as primeiras décadas do século passado, que, nos Estados Unidos, a existência de grandes companhias listadas em Bolsa com estrutura de capital do tipo majoritário era uma exceção. Na realidade, o porte das grandes corporações era tal que a propriedade majoritária das ações dessas empresas era por demais dispendiosa, senão impossível<sup>76</sup>.

---

<sup>73</sup> No mercado, geralmente se emprega a expressão *free float* para designar as ações negociadas em Bolsa de Valores.

<sup>74</sup> COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2005, op. cit., p. 62-63.

<sup>75</sup> BERLE; MEANS, 1984, op. cit., p. 92.

<sup>76</sup> Basta lembrar, neste sentido, que são várias as companhias cujo valor de mercado ultrapassa a marca dos US\$ 100 bilhões.

Deste modo, qual é a realidade da composição acionária dessas super companhias? Bem, como as ações se encontram verdadeiramente dispersas entre milhares de acionistas, a realidade é a do controle minoritário, aquele exercido com menos de 50% do capital votante.

São exemplos de companhias de controle minoritário a japonesa Toyota Motor e a coreana Samsung Electronics, cujos maiores acionistas possuem, respectivamente, 12,1% e 8,3% do poder de voto<sup>77</sup>. Em outras palavras, controla aquele acionista que, apesar de proprietário de menos da metade das ações com direito de voto, domina a companhia em face da inércia e da falta de coesão dos demais acionistas.

Cabe, agora, uma indagação: a situação do controlador minoritário é estável? A resposta é uma só: depende. Em suma, quanto maior a companhia e mais pulverizado o seu capital votante tanto mais difícil tirar o domínio das mãos do controlador, simplesmente porque maiores serão os esforços e os gastos para tornar a minoria coesa.

Se, contudo, há quem possa mover montanhas em prol da mobilização da minoria — por meio de verdadeiras “campanhas eleitorais societárias” ou por *proxy fights*, sempre trabalhosas e dispendiosas<sup>78</sup> —, a questão da tomada de controle pela aquisição de uma parcela do capital superior ao da minoria dominante — sempre uma alternativa à cooptação dos minoritários — põe o “atacante” no dilema de empregar quantias fabulosas, as quais normalmente nenhuma pessoa dispõe. Como bem referem Berle e Means, mesmo um Rockefeller pensaria duas vezes antes de tomar o controle de uma Standard Oil Company of Indiana<sup>79</sup>.

No Brasil a situação é um pouco diversa. O panorama da estrutura societária das

---

<sup>77</sup> LA PORTA; LOPEZ DE SILANES; SHLEIFER, 1998, op. cit., p. 13-14.

<sup>78</sup> Berle e Means lembram que o controlador-minoritário, para se perpetuar no poder, pode fazer a companhia arcar com as despesas do embate eleitoral — como muitas vezes os políticos fazem uso da máquina administrativa do Estado em situações análogas —, enquanto que o peso do pleito recai exclusivamente sob os ombros do atacante. BERLE; MEANS, 1984, op. cit., p. 92.

<sup>79</sup> BERLE; MEANS, loc. cit.

grandes companhias de capital aberto é distinto, pois nosso mercado de capitais ainda não atingiu o mesmo grau de desenvolvimento e sofisticação. Entretanto, já há alguns anos, podemos verificar um incremento significativo nesse segmento de mercado no Brasil, reflexo de uma importante melhora da conjuntura macroeconômica brasileira (inflação controlada, moeda estável, taxa de juros mais civilizada, etc.), fazendo da Bolsa de Valores uma opção atraente não só para o investidor brasileiro mas também para o estrangeiro que aqui investe<sup>80</sup>.

Além disso, uma série de políticas empregadas pela própria BOVESPA no sentido de dar maior proteção aos minoritários (segmentos especiais da Bolsa<sup>81</sup>) e um elogiável esforço em prol da educação e da inserção do pequeno investidor têm contribuído para o ingresso constante de investimentos nesse mercado, que já movimentava mais de R\$ 6 bilhões em uma média diária<sup>82</sup>.

Isso tudo já reflete sensivelmente na estrutura de capital das empresas. Atualmente são mais de 10 casos de companhia cujo percentual de ações com direito de voto no *free float* ultrapassa os 50% — são as chamadas empresas de capital pulverizado, cujo controlador exercerá o domínio do tipo minoritário.

Cabe, agora, outro questionamento: qual é o risco dessa estrutura de controle para o acionista dominante? Dependendo do grau de dispersão do capital da companhia, a situação do controlador é mais ou menos instável. Isto porque existem vários mecanismos disponíveis para que um terceiro possa tentar assumir o poder da companhia, como a escalada em Bolsa, a *proxy machinery* e as tomadas hostis.

Além disso, em períodos de crise, o domínio minoritário pode sofrer perigosa oposição da própria Administração da companhia, situação que pode encerrar em uma

---

<sup>80</sup> Observação também feita por Luiz Leonardo Cantidiano em palestra proferida por ocasião da inauguração do Instituto Brasileiro de Direito Empresarial - IBRADEMP, em Porto Alegre, no dia 08 de outubro de 2007.

<sup>81</sup> Níveis de governança corporativa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), segundo os direitos extras conferidos aos minoritários.

<sup>82</sup> São, pois, dados de 2007.

*proxy fight*, como é comum nos Estados Unidos<sup>83</sup>. De qualquer forma, mesmo precário, o controle minoritário é espécie ainda mais estável do que a situação abaixo descrita: o controle administrativo.

#### 1.1.4 Controle administrativo

Em certos casos, a estrutura de capital é tão pulverizada, que nenhum acionista possui força suficiente para dominar a companhia ou mesmo interesse em fazê-lo. É o que se dá, por exemplo, quando nenhum dos sócios detém mais de 1% das ações com direito a voto. Desta maneira, a absoluta falta de pressão por parte dos proprietários do capital abre espaço para o domínio dos administradores.

Essa situação de falta de influência ou de vacuidade, segundo refere Ricardo Macedo de Ferreira,

não decorre, necessariamente, de conduta desidiosa dos sócios da empresa, mas de um fator econômico-comportamental que se põe, de forma imperativa, diante desses sócios envolvidos em ambiente de acentuada pulverização acionária. Trata-se aqui do fator a que se denomina *free-riding* e que se caracteriza por um quadro de concentração de esforços e fracionamento de benefícios deles decorrentes<sup>84</sup>.

Por esse fenômeno, observa-se que

(...) um sócio que tenha participação, no capital social de uma empresa de base acionária pulverizada, equivalente ao um por cento de Berle e Means (ou qualquer outro percentual quantitativamente inexpressivo) dificilmente encontrará razões econômicas para interferir na gestão dos negócios sociais, uma vez que teria, nessa situação, de arcar com a totalidade dos custos e

---

<sup>83</sup> Berle e Means observam que “enquanto os negócios da companhia vão bem, o controle minoritário pode ser tranqüilamente mantido durante anos. Mas, em tempos de crise, quando surge um conflito de interesses entre o controle e a Administração, a questão pode ser levantada e uma luta eleitoral pelo poder pode mostrar como o grupo que dispõe do controle tornou-se dependente dos diretores nomeados (considerando o fato de que, muitas vezes, a posição do controlador-minoritário precisa ser reforçada pelo uso da *proxy machinery*)”. Os administradores, então eleitos pelo controlador-minoritário, podem rebelar-se e negar-lhe o acesso à maquinaria das procurações. Podem, inclusive, usá-la para se perpetuarem no poder, deixando ao controlador-minoritário a dispendiosa opção de lançar-se em uma batalha de procurações (*proxy fight*), para reaver manter o controle da companhia. BERLE; MEANS, 1984, op. cit., p. 92-93.

<sup>84</sup> MACEDO, 2004, op. cit., p. 127-128.

esforços para isso inerentes em troca de apenas um por cento dos benefícios disso decorrentes, sendo que a parcela restante de tais benefícios seria distribuída entre os acionistas inertes, *free-riders* da conduta do sócio atuante<sup>85</sup>.

Nesses casos, quem exerce o papel de controle dos rumos da empresa são seus diretores, que não raro utilizam a máquina administrativa da companhia para se perpetuar no cargo<sup>86</sup>.

Desta forma, a não ser que a Administração seja muito impopular (geralmente por causa de má administração, resultados financeiros inconsistentes ou suspeita de utilização indevida dos bens da companhia), quando então pode ficar vulnerável a uma revolta, a tendência é que permaneça no poder da companhia e ainda indique os seus sucessores.

Entretanto, entre as espécies de domínio societário, o controle administrativo é o mais vulnerável a uma tomada de controle, seja esta por meio de oferta hostil, seja por meio de uma *proxy fight*, situação em que o oponente busca o apoio do mesmo eleitorado outrora utilizado pelos gestores da companhia para lá se perpetuarem<sup>87</sup>.

#### 1.1.5 Controle por meio de mecanismo legal

A nosso ver, não se trata de uma espécie propriamente dita de controle, mas, sim, de meios pelos quais se pode exercer uma de suas espécies, seja ela qual for. Com efeito, vários mecanismos possibilitam a um acionista minoritário, embora detentor

---

<sup>85</sup> MACEDO, 2004, op. cit., p. 127-128.

<sup>86</sup> A *proxy machinery* consiste, em suma, no envio, por parte dos administradores, de procurações aos acionistas, sempre acompanhadas de relatórios de *performance* da Administração e de propostas para o futuro da companhia. Com base nessa verdadeira propaganda eleitoral, esperam os administradores que os acionistas remetam as procurações assinadas, outorgando o direito de voto em assembléia aos próprios administradores, para que o utilizem para se autoperpetuar no cargo. Essa forma de manutenção do controle é relativamente estável enquanto a companhia estiver sendo bem administrada, pois razão não há para que o acionista destitua o bom gestor, salvo se lhe estiver sendo oferecido um bom prêmio por suas ações — o que poderia se dar em uma tomada hostil de controle.

<sup>87</sup> COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2005, op. cit., p. 230.



de uma parcela ínfima do capital, o controle uma companhia.

Estudadas a fundo por Comparato<sup>88</sup>, não cabe no presente trabalho a análise de cada uma dessas técnicas, bastando referir algumas das mais utilizadas, entre as quais se destacam a sociedade *holding*, o acordo de acionistas, as ações sem voto, com voto limitado, com privilégio de eleição de administradores e as cláusulas estatutárias restritivas da circulação das ações. De qualquer modo, esses mecanismos legais serão abordados mais a fundo quando analisarmos as táticas de defesa contra as tomadas hostis.

## 1.2 Controle externo

Ainda que o presente trabalho guarde relação direta apenas com as formas de controle exercidas por meio da propriedade de acionária, vale referir, mesmo que rapidamente, a existência de situações nas quais ocorre um descolamento do poder decisório para fora do âmbito da companhia<sup>89</sup>. Nestes casos, a sociedade sofre uma *influência dominante* não-exercida por meio do voto, mas por força de certas situações que a deixam à mercê de elementos externos ao seio societário.

Geralmente essa subordinação externa, também denominada de *controle não-societário*, dá-se por dependência econômica, ocasionada por uma situação de endividamento da companhia ou mesmo por uma posição contratual específica na qual se encontram os agentes relacionados (o que sofre e o que exerce a ingerência).

Em um contrato de franquia, por exemplo, não há dúvida de que o franqueador exerce um poder de ingerência bastante grande do negócio do franqueado. Preço de venda dos produtos, qualidade dos mesmos, uso da marca, treinamento dos

---

<sup>88</sup> COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2005, op. cit., p. 143-237.

<sup>89</sup> Sobre esse tema, remetemos à obra de MACEDO, 2004, op. cit.

funcionários, métodos contábeis e a localização da loja são fatores os quais podem ser definidos pelo franqueador. Da mesma forma, em um contrato de concessão mercantil, via de regra, o concessionário deve revender exclusivamente os produtos do concedente, adquirir uma quota periódica mínima destes produtos, observar o preço de revenda estipulado, utilizar os métodos de venda e de publicidade ditados pelo concedente, garantir um serviço de reparação e de manutenção de pós-venda, bem como é igualmente freqüente os empréstimos de concedente para concessionário, a exigência de capital mínimo e de formatação jurídica específica para a exploração da atividade empresarial.

Exemplo análogo também é o do contrato de fornecimento, em que, nas relações entre montadoras automobilísticas e seus sistemistas, aquelas se resguardam o direito acessar as planilhas de custos destes, para verificar as margens de lucro praticadas. Como as margens são convencionadas previamente, a montadora pode apontar casos de ineficiência na linha de produção do seu fornecedor (“gargalos” na produção ou insumos com preço inadequado) e exigir que essas fontes de desperdício sejam sanadas para que o preço praticado diminua.

Quanto às situações de endividamento<sup>90</sup>, os casos mais evidentes são os empréstimos caucionados pelas ações do bloco de controle<sup>91</sup> e as posições de superendividamento<sup>92</sup>. Na primeira hipótese, o proprietário das ações dadas em caução sofre certas restrições no direito de voto, enquanto que, na segunda, a situação que se põe é a de uma influência de fato, pois o acionista da companhia endividada fica à

---

<sup>90</sup> Aquele que exerce a influência dominante em proveito próprio para pressionar abusivamente a sociedade em prol do recebimento preferencial do seu crédito ou da realização de um lucro adicional ao contratado é chamado pelos italianos de o “sócio tirano” — é, pois, a figura do sócio oculto do Direito brasileiro. Ver: COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2005, op. cit., p. 94.

<sup>91</sup> A lei brasileira admite que se possa estipular, por contrato, que o acionista não poderá votar em certas deliberações sem o consentimento do credor caucionado ou pignoratício (por exemplo, deliberações sobre alienação ou sobre oneração do ativo imobilizado, eleição de administradores e fiscais, emissão de empréstimos debenturísticos, etc.). Ver COMPARATO; SALOMÃO FILHO, loc. cit. e MACEDO, 2004, op. cit.

<sup>92</sup> Mesmo sem a caução, os credores de uma sociedade em situação financeira difícil podem exercer influência dominante sobre a mesma, impondo condições para a renovação de empréstimos ou de reforma das dívidas, tais como a mudança dos administradores ou uma reorganização empresarial. Ver: COMPARATO; SALOMÃO FILHO, loc. cit.

mercê dos credores mais fortes, os quais podem impor condições específicas para a rolagem das dívidas<sup>93</sup>.

---

<sup>93</sup> Essas situações de abuso de influência dominante podem ser enquadradas como abuso de direito, hipótese de ato ilícito (Art. 187 do Código Civil). Ver: COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2005, op. cit., p. 94.

## 2 O INTERESSE SOCIAL

O controlador é, em última análise, aquele que possui o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia, usando efetivamente essa prerrogativa para exercer o domínio sobre as atividades sociais<sup>94</sup>. É controlador, em suma, aquele que tem o poder para ditar os rumos do negócio<sup>95</sup>.

Contudo, essa soberania concedida ao titular do controle repousa sobre uma típica — e por vezes controversa — relação *poder-dever*<sup>96</sup> ou, como prefere Comparato, *direito-função*<sup>97</sup>, pois “a todo poder correspondem deveres e responsabilidades próprias”<sup>98</sup>.

Atenta a essa orientação, a Lei das S.A. foi bem clara quando se ocupa do acionista controlador, porque, logo após conceituá-lo no *caput* Artigo 116, trata, no

---

<sup>94</sup> Para a Lei das S.A., que reconhece formalmente apenas o controle societário (como já referido, aquele exercido por meio da titularidade de ações), dois são os elementos centrais para a caracterização do controlador, quais sejam, a titularidade de direitos de sócio que assegurem a maioria nas assembléias gerais e o poder de eleger os administradores (“critério quantitativo” da alínea “a” do Art. 116) e o uso efetivo desse poder (“critério de efetividade” da alínea “b” do Art. 116). Com efeito, o núcleo do poder em uma sociedade anônima é a sua assembléia geral, órgão deliberativo soberano com poderes para decidir sobre todos os negócios relativos ao objeto da companhia, sendo esse poder exercido por meio do voto. Assim, via de regra, quem domina a assembléia geral possui o poder sobre a sociedade anônima. GUERREIRO, 1984, op. cit., p. 75. No Direito norte-americano, segundo Kenneth Ferber, “acionistas controladores são acionistas que, por causa de sua grande participação acionária e/ou acordos ou associações com outros que junto com eles os dêem participação suficiente, controlam a companhia por meio de voto” (tradução livre). FERBER, Kenneth S. **Corporation law**. New Jersey: Prentice Hall, 2002. p. 77.

<sup>95</sup> Segundo a dicção do Art. 116 da Lei das S.A.: “Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia”.

<sup>96</sup> Como observa Ricardo Ferreira de Macedo, “a expressão poder-dever, note-se, já se faz corrente em diversas áreas do conhecimento jurídico, como é o caso do Direito de Família e do Direito Administrativo. No caso específico do Direito de Família, o termo é normalmente utilizado para explicar a noção de pátrio poder, enquanto complexo de direitos e deveres a serem exercidos e cumpridos pelos pais, em regime de colaboração, em favor dos interesses patrimoniais e não-patrimoniais dos filhos menores e não-emancipados (...). Já no Direito Administrativo, a doutrina vale-se da expressão para descrever a indissociabilidade entre o exercício dos poderes conferidos à Administração Pública e o cumprimento do dever de atender o interesse público (...)”. MACEDO, 2004, op. cit., p. 105.

<sup>97</sup> COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2005, op. cit., p. 363.

<sup>98</sup> COMPARATO; SALOMÃO FILHO, loc. cit.

parágrafo único deste mesmo dispositivo, de inseri-lo em um arcabouço de deveres e de responsabilidades, pelo qual o senhor da empresa fica compelido a usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir a sua função social, ficando obrigada, inclusive, para com os demais acionistas da empresa (minoritários), os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua<sup>99</sup>.

Essa situação peculiar de poder-dever dá-se pela especial posição na qual se encontra o controlador de sociedade (sobretudo das companhias de capital aberto), condição essa de possuir poder de disposição sobre bens alheios, como se deles fosse proprietário<sup>100</sup>, sendo especialmente forte em relação aos acionistas minoritários, como veremos adiante<sup>101</sup>.

A referida alocação do poder de controle em uma esfera específica — nas mãos do acionista controlador especificamente falando — é um dado da realidade, tanto que Comparato refere não haver sociedade sem poder, e sem organização do poder<sup>102</sup>. Essa autoridade atribuída ao controlador — de dirigir os rumos da companhia — está legitimada, porém, na sua obrigação de seguir um objetivo específico, o chamado interesse social<sup>103</sup>. Cumpre, então, uma tentativa de se definir quais são esses objetivos, qual seria, enfim, o interesse social.

---

<sup>99</sup> Art. 116, § único. “O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender”.

<sup>100</sup> NOVAES FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e. **Conflito de interesses nas assembleias de S.A.** São Paulo: Malheiros, 1993. p. 64.

<sup>101</sup> De mais a mais, esse poder conferido ao acionista controlador de dirigir os negócios sociais deve ser exercido no interesse da companhia. Esse poder, entretanto, não é ilimitado, sofrendo conformações de várias ordens. Tanto é assim que o Art. 117, em seu parágrafo 1º, traz, em um rol meramente exemplificativo, condutas consideradas como abuso de controle, o qual consiste em um abuso de poder conferido por um direito, ou seja, redundando em um abuso de direito, como o descrito pelo Art. 187 do Código Civil (“também comete ato ilícito o titular de um direito que, ao exercê-lo, excede manifestamente os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes”). Nesse sentido, FORGIONI, Paula. **Fundamentos do antitruste**. 3. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2008b. p. 323-324.

<sup>102</sup> E vai além, ao observar que “o titular do controle exerce a soberania societária. Não vai nisto nenhuma aberração. Ao contrário, a existência de um direito de controle representa um elemento indispensável na economia social (...)”. COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2005, op. cit., p. 363.

<sup>103</sup> Ibid., p. 364.

## 2.1 O conceito de interesse social

O interesse social nada mais é do que a razão de ser das companhias; o seu estudo está centrado, pois, na análise da função das mesmas. Não se trata, como veremos, de questão simples; pelo contrário, é questão que de longa data atormenta comercialistas, já tendo sido apontado por alguns, como refere Erasmo Valladão<sup>104</sup>, como o problema fundamental das sociedades por ações.

Além disso, não se trata de questão inócua, com a qual se regozijam apenas acadêmicos despreocupados com o dia a dia da vida empresarial. Em realidade, trata-se de questão verdadeiramente essencial ao Direito Societário, com desdobramentos sobre vários campos dessa disciplina, inclusive no tocante ao tema das ofertas hostis e das táticas de defesa<sup>105</sup>. Expliquemos: dependendo da posição adotada acerca do interesse social, pode-se interpretar como legítima ou não determinada conduta empreendida por controladores ou por administradores em contexto de oferta hostil. Em outras palavras, a importância da análise do interesse social reside na possibilidade de delinear qual é o interesse que deve ser protegido por controladores e por administradores (interesse dos acionistas na valorização do valor de venda das suas ações ou dos trabalhadores em manter o emprego, por exemplo) quando da adoção de táticas de defesa<sup>106</sup>.

---

<sup>104</sup> NOVAES FRANÇA, 1993, op. cit., p. 21.

<sup>105</sup> “As implicações práticas das tomadas hostis (...) são enormes. Tomadas hostis afetam cada uma das partes que gravitam em torno tanto da companhia-alvo como da ofertante – acionistas, conselheiros, diretores, empregados, consumidores, fornecedores, credores e as comunidades locais. Esses interesses estão freqüentemente em jogo nestas transações. Por exemplo, uma oferta hostil que representa um significativo prêmio para os acionistas da companhia-alvo pode levar a centenas ou a milhares de dispensas entre os empregados da mesma companhia e, também, a perda de um bom cidadão corporativo para as comunidades locais quando fábricas são fechadas e operações realocadas”. (tradução livre). PAREDES, Troy A. **The firm and the nature of control: toward a theory of takeover law**. (October 16, 2003). Washington University School of Law Working Paper n. 03-10-03. Disponível em SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=507762>>. Acesso em: 03 out. 2008.

<sup>106</sup> A respeito da importância da análise do interesse social em contexto de alienação de controle, cf. SALOMÃO FILHO, Calixto. Alienação de controle: o vaivém da disciplina e seus problemas. In: \_\_\_\_\_. **O novo Direito Societário**. 3. ed. São Paulo: Malheiros, 2006b.

## 2.2 As teorias que buscam explicar o interesse social

Deste o início do século passado, quando surgiram os principais debates acerca do interesse social, havia, fundamentalmente, duas correntes bastante antagônicas, as quais buscavam identificar quais os objetivos que deviam ser perseguidos pelos controladores e pelos administradores da companhia: são, pois, as concepções contratualistas e institucionalistas do interesse social<sup>107</sup>.

A concepção contratualista inicialmente defendida pelo jurista italiano Pier Giusto Jaeger considera o interesse da sociedade e dos sócios como um só. Em outras palavras, define o interesse social simplesmente como sendo o interesse dos sócios, o qual, em última análise, é sempre a maximização do lucro e a sua distribuição. Sendo assim, os controladores e os administradores deveriam conduzir incessantemente a sociedade em prol da realização desses objetivos<sup>108</sup>. Essa é a realidade do sistema italiano, tradicionalmente contratualístico<sup>109</sup>.

Por outro lado, a concepção institucionalista originada nos trabalhos do político e industrial alemão Walther Rathenau vê no interesse social algo muito mais amplo, visto que nele estariam abarcados não só o interesse dos sócios de determinada sociedade (maximização dos lucros e sua distribuição) mas também os de seus empregados, da

---

<sup>107</sup> “Seja qual for a teoria acerca do interesse, é certo que ela pode ser classificada dentro dos dois grandes grupos: as teorias institucionalistas e as contratualistas. Para estas, o interesse social coincide com o interesse do grupo de sócios, enquanto para aquela o interesse social abrange também interesses diversos daqueles dos acionistas”. NOVAES FRANÇA, 1993, op. cit., p. 64.

<sup>108</sup> O interesse dos sócios, diga-se de passagem, é identificado em dois elementos que o compõe: o objetivo final, que é a obtenção de lucros e sua posterior distribuição, e o modo de sua realização, correspondente ao objeto social, a atividade a ser exercida pela sociedade. COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2005, op. cit., p. 382. Erasmo Valladolid vê da seguinte forma o interesse comum que une os sócios (do início ao fim da vida em sociedade): “É o interesse à realização do escopo social (...). Abrange tanto o denominado escopo-meio, considerada como objeto da sociedade (Art. 2º da Lei 6.404), como o escopo-fim, de produção e distribuição de lucros entre os sócios, sob a forma de dividendos”. NOVAES FRANÇA, 1993, op. cit., p. 59-60.

<sup>109</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo Direito Societário**. 3. ed. São Paulo: Malheiros, 2006a. p. 26-27.

comunidade em que atua e, sobretudo, da nação<sup>110 111</sup>. Enfim, a teoria institucionalista identifica claramente um interesse público nas grandes sociedades anônimas, dirigido à preservação da unidade produtiva e ao desenvolvimento econômico e social<sup>112</sup>.

A teoria de Rathenau, em suma, é voltada ao enfraquecimento da assembléia geral, passando pelo fortalecimento da Administração — que passaria a contar em seus quadros também com representantes dos empregados —, a qual deveria atuar como um órgão neutro (em relação à dialética capital-trabalho) e em condições de atingir o interesse social institucionalista, que abarca todas as classes envolvidas na macroempresa (controladores, minoritários, empregados, comunidade)<sup>113</sup>. Em outras palavras, estaria nas mãos da Administração da companhia a realização do ideário institucionalista.

A recepção legislativa da teoria de Rathenau deu-se na *Aktiengesetz* de 1937, a qual, entretanto, falhou em termos de efetividade, sobretudo por não prever uma forma específica pela qual se daria a internalização, no seio da empresa, dos interesses das outras classes a serem protegidas (empregados, por exemplo). Além disso, o enfraquecimento da assembléia e o fortalecimento da Administração fizeram com que essa tendesse para uma demasiada independência e, inclusive, para uma irresponsabilidade em relação ao interesse dos acionistas<sup>114</sup>.

---

<sup>110</sup> Para Rathenau, “a grande empresa não é mais hoje uma estrutura exclusiva dos interesses do Direito Privado, mas muito mais, tanto individualmente como em seu conjunto, um fator da economia nacional, pertencente à totalidade, que ainda carrega consigo em razão de sua origem, por direito ou não, traços de Direito Privado de uma pura empresa lucrativa, enquanto se tornou há muito e em crescente medida útil a interesses públicos e, assim, criou uma nova situação jurídica”. RATHENAU, 2002, op. cit., p. 214.

<sup>111</sup> Concepção da “empresa em si”, em que os controladores detêm o poder não para servir-lhes, mas sim para servir ao interesse público, representando a empresa uma organização que transcende os meros interesses dos sócios que a compõem. COMPARATO; SALOMÃO, 2005, op. cit., p. 366.

<sup>112</sup> Não por coincidência, vale observar, a visão da grande empresa como instrumento do fortalecimento nacional deita raízes nos estudos daquele que era o Chefe do Departamento de Suprimentos de Guerra da Alemanha durante a Primeira Guerra Mundial, portanto o próprio responsável pela economia de guerra daquele País. Não há com o dissociar, portanto, a forte influência que as necessidades da guerra e as condições daquele momento histórico exerceram sobre o trabalho de Rathenau, publicado originalmente em 1917.

<sup>113</sup> SALOMÃO FILHO, 2006, op. cit., p. 29-32.

<sup>114</sup> Situação que se estabilizou com a lei acionária de 1965, a qual reforçou o papel da assembléia dos acionistas e os direitos dos minoritários. *Ibid.*, p. 32.



Os debates acerca dessas teorias sempre foram e a bem da verdade continuam sendo acirrados<sup>115</sup>. Todavia, essas duas concepções acerca da função das companhias, com o passar do tempo e com a mudança da situação histórica, econômica e social dos lugares onde se desenvolveram, sofreram algumas modificações a fim de melhor se adaptarem aos desafios dos novos tempos.

Com efeito, o chamado *contratualismo clássico* acima descrito, aquele que reconhecia o interesse social como sendo o interesse do grupo atual de sócios, “evoluiu” para o contratualismo moderno, concepção na qual também devem ser considerados o interesse dos sócios futuros, pois, como refere Calixto Salomão Filho,

a versão clássica do contratualismo não poderia sobreviver à realidade de crescente integração entre Direito Societário e mercado de capitais (...) nem mesmo adotando a concepção mais individualista do “contrato” de sociedade é possível deixar de reconhecer que a sociedade aberta não pode, e não deve, ter seu interesse definido exclusivamente em torno do grupo de sócios atuais<sup>116</sup>.

Essa teoria (focada na maximização do valor de venda das ações) é a dominante na prática e na doutrina de *corporate law* norte americana<sup>117</sup>.

Deve-se frisar aqui que não somente evolui o contratualismo. Com efeito, o institucionalismo igualmente passou por uma revisão, mormente para adequá-lo ao momento histórico então vivido pela Alemanha após a Segunda Guerra Mundial, período em que se tornou imperioso às potências ocupantes enfraquecer os centros de poder na indústria alemã, promovendo a descartelização como forma de

---

<sup>115</sup> Eduardo Munhoz lembra a reprodução do debate entre contratualistas e institucionalistas por parte dos professores Adolf Berle, da Universidade de Columbia, e Merrick Dodd, de Harvard, no início dos anos 1930, este último defendendo que “a sociedade corresponde a uma instituição econômica que tem um papel social a cumprir”, enquanto aquele via a empresa primordialmente como uma “unidade produtora de lucros” para seus acionistas. MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Empresa contemporânea e Direito Societário**. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2002. p. 39. A mesma referência é feita em COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2005, op. cit., p. 367.

<sup>116</sup> Nesse sentido, Calixto Salomão Filho salienta que “não é de se estranhar que o próprio Jaeger tenha revisto sua teoria 40 anos depois, para identificar o interesse social na perspectiva contratualística à obtenção do *shareholder value*, i.e., a maximização do valor de venda das ações”. SALOMÃO FILHO, 2006a, op. cit., p. 29-30.

<sup>117</sup> E, de acordo com Calixto Salomão Filho, possui efeitos bastante nefastos, pois a busca incessante pela maximização do valor de venda das ações é um grande estímulo aos agentes, para buscarem uma interpretação permissiva das regras contábeis, à mudança das mesmas ou até mesmo a maquiagem de balanços, fenômenos endêmicos e conhecidos da realidade societária americana, da qual o caso Enron e os escândalos de empresas de auditoria são bastante conhecidos. Ibid., p. 30.

desmobilização do poderio bélico daquele país (a pouca efetividade da lei acionária de 1937 em promover o ideário institucionalista era visto, à época, como uma das maiores causas para o advento do nazismo<sup>118</sup>). Essa intenção veio de encontro aos interesses dos sindicatos, que também pretendiam a introdução definitiva da participação operária no seio da macroempresa. Assim, nesse período, apareceram as leis regulamentadoras da participação operária na Administração das macroempresas germânicas (1951, 1952 e 1976), sem as quais o institucionalismo talvez nunca tivesse passado de mera enunciação de princípios sem qualquer efetividade prática.

Deixou-se de lado, então, um institucionalismo de exagerado viés publicista<sup>119</sup>, pesado na enunciação de princípios, mas fraco em efetividade, para uma fase na qual o enfoque dos teóricos estava mais voltado para a investigação do tipo de organização mais adequado à concretização dos interesses das classes a serem protegidas — daí a denominação institucionalismo organizativo<sup>120</sup>.

### 2.3 Legislação brasileira e o interesse social

A quem a sociedade anônima deve servir continua sendo um debate atual, inclusive no Brasil, país em que a convivência das duas teorias no sistema societário vigente é um traço marcante. Assim o é, pois, se, por um lado, o Código Civil brasileiro adota uma postura claramente contratualista; por outro, a Lei S.A. parece ter seguido um viés mais voltado ao institucionalismo.

Do Artigo 981 do Código Civil<sup>121</sup>, dispositivo que define a sociedade, denotam-se todos os traços de uma doutrina contratualista clássica: *a pluralidade de pessoas (a*

---

<sup>118</sup> SALOMÃO FILHO, 2006a, op. cit., p.34.

<sup>119</sup> Daí a denominação institucionalismo publicístico.

<sup>120</sup> “Identificando-se o interesse social ao interesse à melhor organização possível do feixe de relações envolvidas pela sociedade, jamais poderá ser identificado com o interesse à maximização dos lucros ou com o interesse à preservação da empresa”. Ibid., p. 43.

<sup>121</sup> Art. 981: “Celebram contrato de sociedade as pessoas que reciprocamente se obrigam a contribuir, com bens ou serviços, para o exercício de atividade econômica e a partilha, entre si, dos resultados”.

teoria institucionalista dá sustentação à possibilidade de sociedades unipessoais além dos casos da subsidiária integral e da unipessoalidade superveniente e transitória), a organização em torno do exercício de uma atividade econômica (e não da criação de uma forma organizativa) e a reciprocidade de obrigações entre os sócios (que se obrigam entre si e não em relação à sociedade)<sup>122</sup>.

Em contrapartida, a Lei das S.A. demonstra um inequívoco viés institucionalista do interesse social<sup>123</sup>, senão vejamos: o Artigo 116 imputa ao acionista controlador *deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua*. Nesse mesmo sentido, o § 4º do Art. 115 demonstra que nem sempre o interesse da sociedade coincide com o dos sócios, porquanto diz ser anulável a deliberação tomada em decorrência do voto de acionista que tem interesse conflitante com o da companhia, assim como o faz o *caput* desse mesmo dispositivo quando exige que o voto seja exercido no interesse da companhia. Além disso, o Artigo 154 atribui ao administrador a obrigação de exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social das empresas. Portanto, não há dúvida de que a Lei das S.A. possui um caráter institucionalista, embora Calixto Salomão Filho<sup>124</sup> aponte para o fato de que, hoje, vigore um institucionalismo de princípios e um contratualismo de fato, observação com a qual não podemos discordar.

Os dispositivos acima referidos indicam aos controladores e administradores o dever de pautar o exercício dos poderes a eles inerentes ou confiados de forma a não

---

<sup>122</sup> Calixto Salomão Filho também considera como manifestações contratualistas “a nova função atribuída ao acordo de acionistas, verdadeira nova instância parasocietária de poder”, que, “claramente tenta dar prevalência ao interesse do grupo de sócios — aqui, um especial: o grupo controlador” e a “reintrodução da oferta pública de aquisição de ações (OPA) à disciplina do fechamento de capital”, a qual realça “a tendência já existente no Direito Societário brasileiro de valorização do momento e valor da saída como forma de proteção ao minoritário, o que parece indicar no sentido da idéia central do contratualismo moderno”. SALOMÃO FILHO, 2006a, op. cit., p. 36-38

<sup>123</sup> Nesse sentido, Erasmo Valladão asseverou não “haver nenhuma dúvida possível de que a nossa lei das sociedades anônimas é institucionalista”. NOVAES FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e. **Assembléia geral: conflito de interesses**. Palestra proferida na Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRGS, em 10 de dezembro de 2007, no âmbito da 2ª edição do Curso de Especialização de Direito Empresarial.

<sup>124</sup> SALOMÃO FILHO, loc. cit.

só a respeitar o interesse de minoritários, de empregados e da comunidade em que a sociedade atua mas também de agir de forma a satisfazer a função social da empresa, sendo essa, em última análise, a de contribuir para o desenvolvimento econômico e social<sup>125</sup>.

Contudo, se, por um lado, a lei é clara nesse sentido, por outro, várias situações não de existir em que surgem conflitos entre os interesses dos controladores, dos trabalhadores e da comunidade, que são difíceis de resolver. Como refere Eduardo Secchi Munhoz,

é o caso, por exemplo, da apresentação de uma proposta vantajosa para a aquisição da participação dos sócios no capital da sociedade, por outra concorrente, cuja única finalidade é a extinção da atividade produtiva da primeira, eliminando-a do mercado<sup>126</sup>.

Segundo lembra o autor, essa situação não é fruto da imaginação, mas sim algo verificado com freqüência nas tomadas hostis de controle ocorridas sobretudo nas décadas de 1980 e 1990 nos Estados Unidos. Esse tipo de operação, conhecido como *asset stripping*, é a prática pela qual o novo controlador promove a venda dos ativos valiosos da companhia e a sua posterior liquidação, situação que se enquadra nas clássicas hipóteses de conflito de interesses entre controladores e empregados e a comunidade em que a empresa atua<sup>127</sup>.

---

<sup>125</sup> Deve-se referir aqui a contundente crítica de Comparato: "(...) essa clara afirmação da supremacia dos interesses comunitários e nacionais, quando em conflito com o escopo lucrativo da companhia, aparece em nosso Direito despida do necessário aparelhamento de aplicação e eficácia. Cedemos aí, mais uma vez, à tradição jusnaturalista, de puras afirmações de princípio, sem o necessário complemento dos remédios jurídicos sancionatórios. Pois, se o titular desses interesses comunitários e nacionais transborda largamente o círculo empresarial, quem tomará a iniciativa de defendê-los e com que tipo de ação? Certamente não os acionistas, mesmo minoritários ou não-controladores. Na formulação legal do mecanismo da responsabilidade civil, houve a definição de novos interesses protegidos e de novo responsável (o controlador), ao lado dos administradores. Mas não houve a indispensável designação do agente legitimado a agir em prol do bem público". COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2005, op. cit., p. 371-372. No mesmo sentido, lembra Eduardo Secchi Munhoz que, "na lei acionária brasileira, a ação de responsabilidade por abuso de poder de controle fica restrita aos acionistas, o que permite concluir que a definição de novos interesses protegidos (dos trabalhadores, da comunidade local, da nação) não veio acompanhada da indispensável designação do agente legitimado para sua defesa". MUNHOZ, 2002, op. cit., p. 41.

<sup>126</sup> Ibid., p. 45.

<sup>127</sup> Segundo Munhoz, "nesses casos, parece não haver dúvida de que prevalece o interesse extrasocietário (trabalhadores e comunidade)". MUNHOZ, loc. cit.

No Brasil, devido ao atual estágio de evolução do mercado de capitais e ao crescente número de companhias com capital pulverizado, parece-nos evidente o surgimento de casos de conflito de interesses como o acima relatado. Por isso, tem-se a relevância de uma análise mais aprofundada acerca de quais interesses devem prevalecer em caso de conflito, em outras palavras, qual é o verdadeiro significado do interesse social em nosso sistema.

#### 2.4 Nossa orientação acerca do interesse social

Saber dosar os interesses em conflito no âmbito de uma companhia é questão bem mais tormentosa do que a princípio pode parecer. Simplesmente estabelecer o interesse público como prevalecente em todas as situações quando em conflito com o interesse dos particulares não parece algo suficiente para oferecer um caminho seguro para o intérprete da lei, assim como a busca da Justiça Social e a valorização do trabalho talvez sejam guias excessivamente vagos para pautar a conduta de administradores e de controladores nas várias situações que se põem frente a eles, sobretudo naquelas em que há interesses em conflito<sup>128</sup>.

Anteriormente, referimos que a orientação institucionalista encontrada na Lei das S.A., sobretudo no disposto no parágrafo único do Art. 116<sup>129</sup>, não recebe o devido respaldo de um sistema de proteção adequado para salvaguardar os interesses extra-

---

<sup>128</sup> Fábio Konder Comparato é bastante claro com relação ao seu posicionamento: "(...) a harmonização dos interesses internos e externos à empresa faz-se, naturalmente, no sentido da supremacia dos segundos sobre os primeiros na hipótese de conflito. O direito ao lucro ou à expansão da empresa não é garantido contra os interesses da comunidade local, regional e nacional em que ela se insere; interesses esses não só de ordem econômica (independência tecnológica ou economia cambial, por exemplo), como também de ordem social em sentido amplo (proteção do meio ambiente, dos interesses dos consumidores ou do patrimônio cultural). No seio da empresa, a harmonia entre os diferentes interessados supõe, primeiramente, o respeito às normas-objetivo inscritas na Constituição, como a busca da Justiça Social e a valorização do trabalho, condição da dignidade humana". COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2005, op. cit., p. 365.

<sup>129</sup> Parágrafo único. "O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender".

societários, fato que não pode ser atribuído à mera distração do legislador.

Como bem observa Eduardo Munhoz, professor da Faculdade de Direito da USP, há uma forte razão para que esse sistema de proteção não tenha sido prontamente estabelecido: trata-se da dificuldade de se fixar os limites em que devem ser observados os interesses intra e extra-societários<sup>130</sup>. Em outras palavras, a dificuldade de se estabelecer quais os interesses que devem prevalecer em caso de conflito seria a causa de tamanha dificuldade para preencher a vagueza legislativa.

Para sustentar o seu ponto de vista, o referido autor lança mão de um exemplo elucidativo, que ilustra uma típica situação da vida empresarial: trata o caso hipotético de uma empresa com a possibilidade de escolher entre duas linhas de produção para a fabricação de determinado bem, ambas de acordo com legislação ambiental em vigor. A primeira linha apresenta uma vantagem competitiva considerável em relação à segunda no que diz respeito aos custos de produção, consideravelmente mais baixos, enquanto que a segunda se apresenta como sendo menos poluente, porém com custos de produção mais elevados. A respeito disso, cabem aqui algumas indagações: tendo pleno conhecimento desses dados, os administradores e os controladores da sociedade deveriam escolher qual alternativa: a que privilegia a comunidade, presumivelmente mais interessada na preservação do meio ambiente ou aquela em consonância com o interesse dos acionistas, interessados em um menor custo de produção e na conseqüente produção de maiores lucros e de sua posterior distribuição? Ainda, será mesmo que a comunidade está mais interessada em um meio ambiente mais equilibrado? Não poderia ela estar necessitando de mais ofertas de emprego, que por hipótese seriam geradas pelo crescimento da companhia?

Essa situação acima descrita demonstra o grau de ineficiência da fórmula de atribuição de responsabilidade de administradores e de controladores para com os acionistas, os trabalhadores, a comunidade, a nação, etc. Como observa Munhoz, meros enunciados desacompanhados

---

<sup>130</sup> MUNHOZ, 2002, op. cit., p. 42.

(...) de uma definição de critérios objetivos para solucionar os conflitos estabelecidos entre esses distintos interesses, consubstancia fórmula excessivamente genérica, que deixa uma margem de manobra muito ampla aos condutores da sociedade, o que contribui para a ineficácia do sistema de atribuição de responsabilidade. Vale dizer, na medida em que a finalidade do poder não é claramente definida, torna-se difícil identificar os casos de desvio (...)<sup>131</sup>.

Com efeito, o direcionamento de toda a atividade social em prol dos interesses dos sócios se afigura como fórmula bem mais lógica e eficiente. No entanto, as indagações lançadas seguirão em aberto por hora, para que, mais adiante, e com um maior referencial teórico, a ela voltemos. Enquanto isso, vejamos alguns argumentos a favor da teoria que sustenta ser mais lógico identificar o interesse social como sendo somente o interesse dos acionistas, o *shareholder-oriented model*<sup>132 133 134</sup>.

#### 2.4.1 Argumentos em favor do *shareholder-oriented model*

São, basicamente, cinco os argumentos em favor *shareholder-oriented model*. Cumpre analisá-los na ordem em que geralmente aparecem na doutrina norte-americana especializada.

<sup>131</sup> MUNHOZ, 2002, op. cit., p. 43.

<sup>132</sup> *Shareholder-oriented model*, assim como as teorias contratualistas, identifica o interesse social como coincidente com o interesse do grupo de sócios. Quais sócios? Tanto controladores como minoritários. Um dos traços mais marcantes desse modelo é, aliás, a forte proteção dada aos minoritários. HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. **The end of history for corporate law**. (January 2000). Yale Law School Working Paper n. 235; NYU Working Paper n. 013; Harvard Law School Discussion Paper n. 280; Yale SOM Working Paper n. ICF - 00-09. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=204528> or DOI: 10.2139/ssrn.204528, p. 9-11>. Acesso em: 12 nov. 2008.

<sup>133</sup> As expressões *shareholder-oriented model* e *stakeholder-oriented model* são utilizadas por parte da doutrina norte-americana para designar modelos societários dirigidos, de um lado, para os interesses dos acionistas (*shareholder-oriented model*), de outro, para o interesse das classes “afetadas” pela atividade da empresa (*stakeholder-oriented model*), como empregados, consumidores e a comunidade em que atua a empresa. Quanto à expressão *stakeholder*, consignamos que a mesma é utilizada para designar, genericamente, todos os sujeitos que detenham interesse, de qualquer natureza, na atividade de determinada empresa. Ver: *ibid.*, p. 7 ss.

<sup>134</sup> O *shareholder-oriented model* equivale ao contratualismo e à *dualism theory (the norm of strict profit maximization)* referida por Clark, assim como *stakeholder-oriented model* equivale ao institucionalismo e à *high idealism theory (interest group accommodation and the public interest as residual goals)* também descrita por Clark.

#### 2.4.1.1 Maior facilidade para monitorar a *performance* dos administradores

Segundos os defensores do *shareholder-oriented model*, a maximização da riqueza dos acionistas é de longe o objetivo societário mais fácil de ser monitorado e controlado. Com efeito, a obtenção de resultados econômicos positivos é facilmente aferível, não parecendo restar maiores dúvidas quando um gestor está fazendo bem o seu trabalho e quando não está. Além disso, a lei dá aos acionistas vários instrumentos para se protegerem contra a ineficiência gerencial, tais como a própria substituição da Administração, as ações de responsabilidade por danos causados, as *proxy fights*, as ofertas hostis, etc., facilitando o controle dos acionistas sobre aqueles que gerem o seu patrimônio.

Objetivos múltiplos e vagos como a proteção dos interesses dos trabalhadores, dos consumidores e da comunidade, por outro lado, são bem mais complicados de serem acomodados no seio da companhia, são difíceis de monitorar e dão margem a uma discricionariedade não lá muito desejável por parte da Administração<sup>135</sup>, afinal, como monitorar o cumprimento de uma tarefa se nem ao menos se sabe, exatamente, qual tarefa é essa? Como saber se o administrador ou o controlador cumpriram com os seus deveres para com as classes que gravitam em torno da sociedade ou deles se desviaram? Por tudo isso, diversos são os autores que sustentam ser bastante difícil monitorar esses desvios; portanto, para eles, objetivos mais claros e fáceis de controlar, como a maximização do lucro, deveriam prevalecer<sup>136</sup>.

---

<sup>135</sup> CLARK, Robert. **Corporate law**. Boston: Little Brown and Company, 1986. p. 20, 675-681 e, especialmente, p. 702.

<sup>136</sup> O próprio Clark, que busca se manter neutro ao longo da exposição na qual apresenta as teorias acerca do papel das companhias, revela, em suas conclusões, as virtudes e a força de um sistema mais voltado para a maximização da riqueza dos acionistas, embora deixe claro que a complementação ideal desse sistema é um governo com capacidade de redistribuir, eficientemente, a riqueza econômica gerada pelas grandes companhias (concluimos nós, os recursos oriundos da arrecadação fiscal, por exemplo). *Ibid.*, p. 702.



#### 2.4.1.2 Dificuldade para acomodar os múltiplos interesses das classes que gravitam em torno da companhia

Não é difícil de imaginar o potencial conflito de interesses existente entre as múltiplas classes que gravitam em torno da companhia. Determinada decisão administrativa, como a substituição de um fornecedor nacional por um estrangeiro, poderia, por exemplo, ser benéfica para os consumidores por garantir uma redução de preços ou uma melhor qualidade dos produtos e, ao mesmo tempo, ser prejudicial para fornecedores nacionais da companhia, que perderiam um importante cliente<sup>137</sup> — é flagrante aqui a dificuldade de se saber qual é o interesse que deve ser priorizado<sup>138</sup>. De fato, não há critérios sólidos pelos quais o administrador possa escolher entre um benefício para o consumidor e a ruína de diversos fornecedores ou mesmo, em uma outra hipótese, o prejuízo do consumidor pela manutenção de uma força de trabalho excessiva que encarece o custo final do produto<sup>139</sup>.

#### 2.4.1.3 Existência de um sistema externo de proteção dos interesses das classes que gravitam em torno da companhia

Como refere Clark, uma Administração que tem por único objetivo a maximização da riqueza dos acionistas não implica automaticamente o desrespeito aos direitos das várias classes que gravitam em torno da companhia<sup>140</sup> — muito pelo

---

<sup>137</sup> MARTINS COSTA, Luiz Felipe Duarte. **Contribuição ao estudo da responsabilidade civil dos administradores de companhias abertas**. 2006. 250f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006.

<sup>138</sup> Ibid., p. 85-86.

<sup>139</sup> “É evidente que a noção institucionalista inviabiliza a gestão da companhia pela falta de um critério de aferição do desempenho dos administradores, que sirva para orientar a gestão social, e pela multiplicidade de interesses a atender. A subordinação dos interesses dos acionistas aos interesses de um conjunto indefinido de *stakeholders* poderia solapar o propósito do próprio sistema econômico de livre mercado em função do achatamento da autonomia privada promovida por essa corrente ideológica”. Ibid., p. 86.

<sup>140</sup> CLARK, 1986, op. cit., p. 678.

contrário. Sistemas de proteção aos interesses extra-societários até podem não funcionar às mil maravilhosas, no entanto eles existem e devem ser observados<sup>141</sup>. Como veremos logo adiante, mecanismos legais mais eficientes para a proteção das classes afetadas estão situados fora do Direito Societário<sup>142</sup>.

Segundo aponta Munhoz, os defensores da teoria do *nexus of contracts* parecem fornecer uma orientação bastante lógica e prática, sobretudo indicando critérios mais claros em prol da solução dessa problemática da acomodação dos diversos interesses em conflito (interesses dos acionistas x interesses das outras classes afetadas). Relata o professor da USP que, para os adeptos dessa concepção:

a melhor orientação seria a de buscar meios para transformar os interesses externos em linguagem que possa ser compreendida em termos de interesses internos, como, por exemplo, com a concessão de incentivos fiscais para empresas menos poluidoras. Nesse caso, o interesse externo – defesa do meio ambiente — seria alcançado pela companhia, sem que esta deixasse de perseguir, em primeira linha, a produção de lucros (...)<sup>143</sup>.

Da mesma forma, os interesses de empregados já estariam traduzidos (e protegidos), pela legislação trabalhista e previdenciária; os dos consumidores, pelo Código de Defesa do Consumidor, pela legislação concorrencial e pelas leis referentes à propriedade industrial; os dos credores<sup>144</sup> e os dos fornecedores, pela legislação comercial em geral (contratual, falimentar e de recuperação de empresas, etc.); os da comunidade, pelas leis ambientais; os do governo, pelas leis tributárias, e assim por diante<sup>145</sup>, de modo que não haveria necessidade de internalizá-los para o seio da sociedade<sup>146</sup>. A não-internalização, portanto, contribuiria para a simplificação de tal problemática.

---

<sup>141</sup> CLARK, 1986, op. cit., p. 678.

<sup>142</sup> HANSMANN; KRAAKMAN, 2000, op. cit., p. 10.

<sup>143</sup> MUNHOZ, 2002, op. cit., p. 44.

<sup>144</sup> Os credores encontram-se em uma posição especial, pois não há dúvida de que o Direito Societário os protege em alguns aspectos. Nesse sentido, basta lembrar as regras referentes à desconsideração da personalidade jurídica, à correta capitalização da sociedade e à própria proteção do capital social, os limites à distribuição de dividendos e daí por diante. Mas, de qualquer forma, o alcance dessas normas é limitado, eis que não leva os credores a participar da gestão da companhia, somente os protege da possibilidade de os acionistas utilizarem a tecnologia societária oportunisticamente. HANSMANN; KRAAKMAN, loc. cit.

<sup>145</sup> CLARK, 1986, op. cit., p. 31-32.

<sup>146</sup> HANSMANN; KRAAKMAN, loc. cit.

#### 2.4.1.4 O momento da satisfação dos interesses dos acionistas e das classes que gravitam em torno da companhia

Há ainda um forte argumento econômico em prol do *shareholder-oriented model*, qual seja, o de que o atendimento do interesse de trabalhadores (salários), credores (créditos) e da comunidade (tributos), por exemplo, ocorre em um momento anterior ao dos sócios (lucros), razão pela qual aqueles já estão salvaguardados pelo sistema legal.

Digamos que um grupo de pessoas decida se reunir em sociedade para a exploração da atividade de fabricação de um determinado bem de consumo. Os sócios investem uma quantia considerável de seus recursos pessoais. Entretanto, terão retorno sobre esse capital aportado na atividade empresarial somente em um momento posterior, quando, porém, os empregados já estão recebendo os seus salários; os credores, os juros contratados e o Ente Público, os tributos que lhes são devidos. Sendo assim, são meramente residuais as pretensões da classe de sócios, enquanto que as pretensões das demais classes são fixas<sup>147</sup>. Além disso, o retorno sobre o capital investido não é garantido, pois este só se dá ao ser alcançado o ponto de equilíbrio do negócio — antes disso, nenhuma remuneração caberá aos sócios pelo investimento realizado.

Por isso, há um forte argumento do ponto de vista econômico para que o controle da atividade empresarial resida na esfera daqueles para os quais os ganhos são residuais, isto é, aqueles cujo proveito somente se verifica no momento em que todas as outras obrigações fixas já estão sendo satisfeitas. Os sócios, nesse sentido, terão

---

<sup>147</sup> As expressões *fixed claims* (pretensões fixas) e *residual claims* (pretensões residuais) são utilizadas pela doutrina norte-americana para designar os ganhos obtidos pelas diversas classes inseridas no contexto das sociedades anônimas. Empregados e credores da sociedade estão entre aqueles que possuem *pretensões fixas*, isto é, não-atreladas à *performance* de lucros da empresa (pelo menos não essencialmente), pois antes de qualquer resultado ser distribuído aos sócios, suas pretensões (salários e juros) deverão ser atendidas. Os sócios, por sua vez, são os que possuem *pretensões residuais*, visto que, como já foi dito, só receberão dividendos quando e se os *fixed claimants* receberem o que, por direito, lhes cabe. Cf. a esse respeito MACEDO, 2004, op. cit., p. 21-22.

todo o incentivo para monitorar a *performance* dos participantes, controlando a eventual desídia dos funcionários, o desperdício de insumos e outros fatores causadores de ineficiência<sup>148</sup>, já que só receberão a remuneração por aquilo que investiram quando e se a operação for lucrativa<sup>149</sup>.

#### 2.4.1.5 Convergência dos interesses dos acionistas e das classes que gravitam em torno da companhia em uma perspectiva de longo prazo

Em uma perspectiva de longo prazo, uma empresa forte e que maximiza a riqueza dos seus acionistas acaba gerando bem-estar em rede, beneficiando todas as classes que em torno dela gravitam. Como observa Munhoz, o “interesse de longo prazo dos sócios”, que seria a “duradoura prosperidade e rentabilidade da sociedade”<sup>150</sup>, aproxima-se bastante do interesse das outras classes envolvidas na atividade empresarial. Assim, uma indústria fabricante de peças automotivas bem sucedida, por exemplo, além gerar empregos (o que por si só já é benéfico para o

---

<sup>148</sup> Neste contexto específico, estamos nos referindo à *eficiência produtiva*, conceito atrelado à idéia da produção de bens e serviços pelo menor custo possível, pelo qual uma unidade produtiva opera no nível mais próximo possível do seu rendimento máximo (isto é, quanto menor o custo de produção, mais eficiente é a empresa). Convém observar, entretanto, que a noção de eficiência, fundamental para a ciência econômica e com especial aplicação jurídica em política *antitruste*, como referem Mário Luiz Possas, Jorge Fagundes e João Luiz Pondé, comporta acepções muito diferentes. Nesse sentido, é importante referir a existência de outros “tipos” de eficiência conforme o ângulo pelo qual analisamos a atividade empresarial. Assim, *eficiência distributiva* refere-se a uma equitativa distribuição dos resultados da empresa entre os participantes da atividade (sócios, empregados, credores, fornecedores, consumidores), de forma que todos recebam parcela compatível com a sua contribuição (em relação aos lucros, salários, juros, preço, produtos). Por esse critério, seria eficiente a empresa que distribui, equitativamente, os resultados da atividade. Por sua vez, *eficiência alocativa* é critério indicativo da oferta de bens e serviços em relação à demanda, o que indica se os recursos estão empregados para a produção daquilo que os consumidores realmente querem ou necessitam. Diz respeito, fundamentalmente, à escolha daquilo que será produzido. Nesse sentido, uma empresa que produz pranchas de surfe na Finlândia com o objetivo de vendê-las para o público consumidor daquele país provavelmente é ineficiente do ponto de vista da alocação de recursos, pois os mesmos seriam melhor empregados em outra atividade (quiçá na produção de Artigos para esportes de inverno), pois, como os recursos são limitados, eles devem ser empregados naquilo que produza os melhores resultados possíveis. POSSAS, Mário Luiz; FAGUNDES, Jorge; PONDÉ, João Luiz. **Política antitruste: um enfoque schumpeteriano**. Disponível em: <[http://www.ie.ufrj.br/grc/docs/politica\\_antitruste\\_um\\_enfoque\\_schumpeteriano.doc](http://www.ie.ufrj.br/grc/docs/politica_antitruste_um_enfoque_schumpeteriano.doc)>. Acesso em: 19 fev. 2008.

<sup>149</sup> CLARK, 1986, op. cit., p. 389.

<sup>150</sup> MUNHOZ, 2002, op. cit., p. 45.

próprio trabalhador e para a comunidade em que atua a empresa), irá preocupar-se em dar boas condições de trabalho e salários adequados aos seus funcionários, porque sabe que assim serão mais produtivos. Além disso, ela adquire insumos de seus fornecedores e preocupa-se em produzir bens de boa qualidade, satisfazendo os seus consumidores. Quando desenvolve a sua atividade (pagando salários, adquirindo insumos, contratando crédito com instituições financeiras ou com investidores, e produzindo bens), paga tributos, os quais, em tese, revertem em benefício para a comunidade, que pode dispor de educação, saúde e segurança. A empresa também precisa de uma boa imagem no mercado, então a tendência é que se preocupe com o meio ambiente<sup>151</sup>, amenizando o custo social da atividade industrial<sup>152</sup>, o que por vezes

---

<sup>151</sup> Na realidade, para os adeptos da teoria monista acerca do interesse social, ações em prol do bem público são benéficas para a companhia a longo prazo. O típico monista não acredita que todas e quaisquer ações socialmente responsáveis conduzem a lucros a longo prazo, mas que essas ações, em alguma medida, eventualmente criam um clima ou uma cultura nos quais a companhia pode melhor operar. Essas ações consistem em pequenas contribuições para instituições de caridade, investimentos moderados em áreas urbanas degradadas, empregos oferecidos para minorias ou pessoas portadoras de necessidades especiais, etc. CLARK, 1986, op. cit., p. 681-684.

<sup>152</sup> Como observa Haroldo Verçosa, o desenvolvimento de atividade empresarial pode gerar efeitos colaterais de diversas ordens para a sociedade, sendo a poluição um dos mais notórios — esse é, pois, o custo social da empresa. VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de Direito Comercial**. v. 1. São Paulo: Malheiros, 2006a. p. 174. Em Economia, estes efeitos colaterais são chamados de externalidades. Para Otávio Yazbek, “externalidade é todo efeito externo, positivo ou negativo, de uma relação produtiva, ou seja, tudo o que afeta não apenas aqueles que estavam naquela relação engajados mas também terceiros. Na presença de externalidades há, assim, prejuízos ou benefícios fora do processo regular de mercado. Ora, o modelo mais tradicional presume que os custos de produção de um determinado bem e os benefícios decorrentes de sua venda cabem ao produtor ou ao vendedor, enquanto que os custos para a aquisição do bem cabem ao seu comprador — esses são os limites da relação de mercado. Não obstante, determinadas relações geram custos ou benefícios que transcendem tais limites, afetando outros que não o vendedor e comprador originais sem que, para esses novos custos, se tenha estabelecido preços — a sua circulação é, assim, externa ao mercado. Os custos gerados para terceiros são chamados de externalidades (...)”. YAZBEK, Otávio. **Regulação do mercado financeiro e de capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. p. 47. Como ensina Fábio Nusdeo, as externalidades podem ser vistas como efeitos parasitas da atividade empresarial, um dos grandes calcanhares de Aquiles do sistema de mercado, pois alguns fatores escassos passam a ser utilizados gratuitamente, já que o mercado, por limitações institucionais, não consegue imputar um preço para isto. “Imagine-se uma lavanderia que estenda a roupa lavada em um gramado a fim de secá-la ao sol. Após algum tempo, uma usina metalúrgica instala-se nas vizinhanças e de sua chaminé é expelida fumaça preta, bojada de partículas de fuligem que se depositarão sobre a roupa estendida. Haverá aí um custo adicional para a lavanderia, imposto pela usina. Ou, o que dá na mesma, ela lhe transferiu um custo que seria seu, pois ela é a responsável pela combustão imperfeita de onde provém a fuligem. Logo, a lavanderia passou a ter um custo a mais: o de reenxaguar a roupa ou construir um abrigo para ela. Tentará repassar aquele custo adicional aos seus clientes. Em caso positivo, estes arcarão, no fim das contas, com o custo da usina ao pagarem mais caro pela roupa lavada. Caso não haja a possibilidade de transferência de custos (em virtude da concorrência de outra lavanderia inune à fuligem), ela arcará com o excesso de custo e possivelmente perderá o incentivo de ampliar os seus serviços. Ainda na primeira hipótese, a da possibilidade de repasse, os usuários poderão reduzir a frequência da lavagem da roupa. Em ambos os casos, a comunidade talvez acabe ficando com roupas menos limpas do que desejaria, antes de surgir o

---

custo parasita gerado pela usina. O exemplo pode ser levado adiante. A fumaça preta, certamente, afetará as vias respiratórias dos moradores locais — clientes ou não da lavanderia — os quais terão custos adicionais com a compra de remédios, consultas médicas ou temporadas para a mudança de ar”. NUSDEO, Fábio. **Curso de Economia** – introdução ao Direito Econômico. 5. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2008. p. 153-154. Entretanto, como observam Paul Krugman e Robin Wells, todos sabemos que a poluição é uma coisa ruim, mas também temos noção de que ela é, quase sempre, um efeito colateral de uma atividade que nos proporciona coisas boas ou mesmo melhoram o nível de vida das pessoas. Os rios são poluídos pelos fertilizantes que correm com a chuva das fazendas que cultivam nossos alimentos e o ar recebe poluição de usinas elétricas que abastecem nossas cidades com energia elétrica. A questão então está em identificar qual é o nível de poluição aceitável, pois, mesmo os ambientalistas mais convictos sabem que não se pode eliminá-la por completo, visto que ela é consequência inexorável da produção de bens e de serviços úteis para a Humanidade. Assim, uma vez identificado o nível aceitável de poluição, é preciso a intervenção governamental, porque os que se beneficiam da poluição, como os proprietários de usinas elétricas, não têm, em princípio, qualquer incentivo de ordem econômica para reduzir o efeito colateral imposto aos outros. Em outras palavras, ao emitir uma quantidade maior de dióxido de enxofre, uma usina elétrica economiza o custo do carvão de baixo teor de enxofre ou o custo de instalar equipamentos de controle de poluição, opções sempre dispendiosas. Essa assimetria entre quem colhe os frutos e quem paga a conta faz com que, em uma Economia de mercado sem intervenção governamental que proteja o meio ambiente, o empresário tenha todo o incentivo para produzir com o custo mais baixo possível, mesmo que isso signifique um aumento significativo no nível de poluição. A referida preocupação com a “boa imagem no mercado”, que muitas vezes faz com que as empresas implementem normas de ambientais para obter determinadas certificações, como a ISO 14001 (conseqüentemente muitas das empresas que negociam com a “empresa preocupada” também deverão ser certificadas), funciona como uma maneira de internalizar as externalidades, dando uma solução privada para os efeitos colaterais. Entretanto, sabe-se que os custos de transação podem impedir com que o setor privado implemente, por si só, todas as medidas necessárias para atenuar os efeitos negativos da empresa, restando as soluções governamentais como última medida possível (podem ser elas o estabelecimento de padrões ambientais, a cobrança de impostos sobre emissões poluentes e a utilização de licenças de poluição comercializáveis). KRUGMAN, Paul; WELLS, Robin. **Introdução à Economia**. Trad. de Helga Hoffmann. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. p. 395-403. Deve-se destacar que existem outras formas de internalização dos efeitos da atividade empresarial. Como observa Fábio Nusdeo, “em alguns países estruturaram-se esquemas tributários destinados a transferir recursos dos fabricantes de cigarros para centros hospitalares onde se internam os vitimados pelo tabaco (...). A legislação ambiental em países mais avançados como Estados Unidos, Alemanha, nações escandinavas e outros, tem como princípio cobrar uma tarifa pelo uso do meio ambiente. (...) É o princípio do poluidor-pagador, exemplo típico do processo de internalização de custos sociais. NUSDEO, 2008, op. cit., p. 160. A internalização seria, então, a forma mais eficiente de “cobrar” pelo custo social da atividade empresarial. Só que, para tanto, é necessário um arcabouço legislativo que torne isso possível, pois o empresário, por natureza um agente maximizador de resultados, sempre tentará reduzir o seu custo, mantendo externamente tantos fatores de elevação do custo empresarial quanto puder. Essa é uma tendência inversa do que ocorre com as externalidades positivas, para as quais os empresários sempre tentarão obter uma compensação, seja ela do governo, mediante subsídios como redução de impostos, fornecimento gratuito de serviços públicos, etc. Ibid., p. 156. Sempre é bom lembrar que, assim como custos, há benefícios transferidos incompensadamente a terceiros, ou seja, externalidades ou efeitos externos positivos. Exemplifica Nusdeo: “uma fábrica instalada em uma região de baixo nível de instrução da comunidade poderá promover programas de capacitação de Recursos Humanos. Além de preparar os seus operários para as tarefas a ela necessárias, referida fábrica estará contribuindo para a melhora do nível geral de conhecimentos daquela cidade, pois os trabalhadores mais preparados poderão se tornar vereadores, coordenadores de programas municipais ou mesmo ir trabalhar que venham ali se instalar posteriormente, beneficiando-se, eles e a comunidade, do investimento em instrução realizado pela primeira. No campo agrícola um exemplo muito citado é o do apiário instalado próximo a um pomar cujas flores as abelhas sugam o néctar que lhes melhorará a produção. Cita-se ainda o plantio de uma floresta, a qual, como é sabido, traz uma série de benefícios de caráter ambiental por regularizar a umidade e regime de chuvas, melhorar o ar e o clima de maneira geral. Claramente esses benefícios não são apropriáveis pelos donos do pomar ou da floresta e ficam

se dá, inclusive, pela implementação de normas ambientais de certificação, como a ISO 14001<sup>153</sup>. Empresas prósperas e fortes, por fim, geram benefícios em cadeia e auxiliam no desenvolvimento econômico e social da nação<sup>154</sup>. Em suma, há, portanto, uma simbiose bastante grande entre o interesse de longo prazo dos sócios (duradoura prosperidade e rentabilidade) e o dos empregados, fornecedores, consumidores, credores, comunidade em que atua e da nação.

Contudo, outras situações ainda precisam ser suscitadas para que possamos nos posicionar quanto ao interesse que deve prevalecer quando há situações de conflito. Vale referir que o *shareholder-oriented model* parece, em um primeiro momento, sempre conduzir o intérprete por um caminho seguro quando da análise de qual interesse deve prevalecer nas diversas situações que se apresentam, o que não é bem verdade, sobretudo se considerarmos um eventual conflito entre interesses de curto prazo dos sócios *versus* o interesse das outras classes que gravitam em torno da companhia — esse seria, pois, um primeiro caso a ser avaliado.

A divergência que ocorre quando da venda dos principais ativos da companhia para a sua posterior liquidação por um concorrente é um exemplo desse tipo de conflito. Em um caso como esse, o interesse de controladores e o dos empregados estão tão distantes, que a Lei das S.A. chega a proibir tal prática expressamente:

“são modalidades de exercício abusivo de poder: b) promover a liquidação de companhia próspera, ou a transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia, com o fim de obter, para si ou para outrem, vantagem indevida, em prejuízo dos demais acionistas, dos que trabalham na empresa ou dos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia”<sup>155</sup>.

A questão diabólica, aqui, é definir o que é uma empresa próspera. Clark

---

com o dono do apiário no primeiro caso (benefícios externos) ou com as comunidades vizinhas da massa florestal do segundo caso (benefícios sociais). *Ibid.*, p. 156.

<sup>153</sup> É interessante a observação de que existem empresas que têm a política de preferencialmente contratar com fornecedores com certificação ambiental.

<sup>154</sup> Mesmo que todos esses benefícios em cadeia não sejam o objetivo imediato dos sócios da empresa — que, em primeiro lugar, buscam a maximização do seu lucro.

<sup>155</sup> Art. 117. “O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder. §1º São modalidades de exercício abusivo de poder: b) promover a liquidação de companhia próspera, ou a transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia, com o fim de obter, para si ou para outrem, vantagem indevida, em prejuízo dos demais acionistas, dos que trabalham na empresa ou dos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia”.

observa que o melhor árbitro para decidir isso é o próprio controlador, afinal de contas, não há nenhum incentivo para que esse agente desperdice dinheiro com a aniquilação de um negócio próspero<sup>156 157 158</sup>. De mais a mais, fábricas e negócios só são fechados quando são deficitários ou se houver no mercado outras empresas economicamente mais eficientes. Em uma ou em outra hipótese, o dinheiro flui na direção do agente mais eficiente, o que, de qualquer modo, seria bom para a Economia. Além disso, no mais das vezes, se as fábricas ou os negócios, efetivamente, “valerem a pena”, mesmo vendidos, eles estarão em melhores condições do que estariam se ainda estivessem sob o comando do antigo controlador. Como observam Frank Easterbrook e Daniel Fischel:

se o segmento vendido é utilizado como forma de pagamento do débito que financiou uma tomada hostil, não há nenhum problema, pois negócios não desaparecem quando vendidos. Inclusive, freqüentemente, esses negócios são melhor aproveitados por outros administradores e em outras estruturas. Às vezes, pode haver conglomeração em excesso, assim como de menos. A venda dos ativos que freqüentemente segue uma tomada de controle de uma companhia-alvo numa situação em que essa está envolvida em tantos negócios que um ou alguns deles não são tão bem administrados pode ser bastante positiva. Nesse sentido, a “desconglomeração” pode ser uma fonte de substancial melhora na produtividade. Se assim não fosse, por qual razão os adquirentes desses negócios pagariam bem por eles? (tradução livre)<sup>159</sup>

Entretanto, se a companhia é efetivamente próspera e o único objeto daquele que adquire o seu controle é a liquidação daquela para se livrar de um concorrente<sup>160</sup>, parece difícil sustentar-se a legitimidade do interesse do novo acionista controlador em face dos interesses dos grupos afetados, sobretudo quando a própria Lei das S.A., em dispositivo de evidente inclinação institucionalista, classifica como modalidade de abuso de poder a liquidação de companhia próspera. Da mesma forma, pela regra citada

<sup>156</sup> CLARK, 1986, op. cit., p. 539.

<sup>157</sup> Em oposição, Munhoz parece não ter dúvida de que o interesse prevalecente é o extra-societário (empregados). Nesse sentido, MUNHOZ, 2002, op. cit., p. 45.

<sup>158</sup> Como veremos adiante, muitos sustentam que a liquidação da empresa, ainda que em prejuízo dos trabalhadores, é aceitável.

<sup>159</sup> EASTERBROOK, Frank H.; FISCHEL, Daniel R. **The economic structure of corporate law**. Cambridge: Harvard University Press, 1996. p. 177.

<sup>160</sup> Famoso é o caso do cartel formado nos anos 30 por GM, Firestone, Standard Oil, Mack Truck, entre outras companhias, que tinha como objetivo a aquisição de empresas de bonde, para a sua posterior liquidação, o que faria com que as cidades necessitassem dos carros, pneus, gasolina e ônibus dessas empresas. Com esse intuito, foram adquiridas mais de 100 (cem) empresas de bonde por todo os Estados Unidos, o que mudou radicalmente a relação dos americanos com os meios de transporte nas grandes cidades.



acima, parece impossível a aquisição de uma companhia para o seu posterior desmantelamento, mesmo quando essa possua um valor de liquidação maior do que seu *going concern value*. Entretanto, sempre haverá quem sustente a legitimidade desse tipo de operação<sup>161</sup>.

Cabe agora um questionamento: como fica essa situação no caso de um conflito entre interesse de longo prazo dos sócios com o interesse dos empregados, por exemplo? Considerando-se o interesse de longo prazo acima descrito (duradoura prosperidade e rentabilidade da sociedade), é perfeitamente compreensível que o controlador daquela indústria de autopeças, em determinado momento, possa querer substituir funcionários do “chão de fábrica” por sistemas de automação industrial, reduzindo os gastos com mão-de-obra. Talvez o investimento em automação possibilite o corte de mil postos de trabalho, reduzindo consideráveis custos de produção e devolvendo a competitividade à empresa no acirrado mercado de fornecedores de autopeças para montadores, por hipótese, em um mercado dominado por empresas chinesas. Em uma análise bastante direta, em um primeiro momento, ganham os sócios, perdem os empregados demitidos. Seria, aceitável, então, fazer prevalecer o interesse dos empregados demitidos nesse caso? Parece evidente que não, sob pena de se prejudicar a prosperidade e a rentabilidade da sociedade, subvertendo os pilares do sistema econômico vigente e, a longo prazo, pondo em risco o emprego de todos os trabalhadores da empresa.

Com efeito, como o modelo vigente está pautado pela livre iniciativa e pela livre concorrência, parece claro que a manutenção da empresa em uma situação de pouca competitividade acabaria por tirá-la do mercado (considerando-se o fato de as empresas chinesas possuírem custos de produção mais baixos), possivelmente ocasionando a demissão de todos os empregados.

O fundamento, entretanto, não está na manutenção dos empregos restantes, mas sim na própria base do sistema econômico. Como observa Munhoz, a produção de

---

<sup>161</sup> Ver nesse sentido, CLARK, 1986, op. cit., p. 539.

lucros está na base do sistema, determinando todas as decisões acerca da empresa (decisões dos investidores, credores, fornecedores etc.)<sup>162</sup>. Assim sendo, uma prevalência dos interesses extra-societários em detrimento da prosperidade e da rentabilidade do negócio desvirtuaria esse fundamento lógico da economia de mercado<sup>163</sup>.

Além do mais, isso acabaria por eliminar o incentivo para que os empreendedores explorem a atividade empresarial por meio do veículo societário “S/A” — ou qualquer outro que não garanta ao controlador da sociedade a livre disposição sobre os meios de produção —, o que prejudicaria a própria criação de riqueza, a qual é proporcionada de forma ímpar por esse tipo societário.

Em última análise, internalizar os anseios dos grupos afetados pela atividade social é esforço contrário ao próprio sistema sobre o qual está calcada toda a Economia mundial. Como refere Munhoz, “a verdade é que a forma como o sistema econômico está atualmente organizado impõe limites à consideração dos interesses extra-societários (...)”<sup>164</sup>. Essa é, pois, uma observação bastante singela, porém absolutamente realista. Para o bem ou para o mal — é forçoso reconhecer —, é assim que a Economia de mercado governa nossas vidas.

A solução para tutelar os interesses externos que prejudicam a lógica do interesse de longo prazo dos sócios (duradoura prosperidade e rentabilidade da sociedade) só pode ser, assim, deixada a cargo de leis próprias (como leis de meio ambiente, trabalhistas, de seguridade social, etc.)<sup>165</sup>. O bom senso faz-nos crer que a internalização destes interesses parece apenas contribuir para a insegurança jurídica, sem que haja um incremento real na condição de empregados e da comunidade, por exemplo. Muito pelo contrário, a contrapartida para a internalização de interesses extra-

---

<sup>162</sup> MUNHOZ, 2002, op. cit., p. 46.

<sup>163</sup> Até porque, como observa Paula Forgioni, “a racionalidade do agente econômico e a busca da eficiência do sistema são fatores de que o direito comercial necessita (e sempre necessitou) para assegurar o funcionamento adequado do mercado e a sua preservação”. FORGIONI, Paula A. **Contrato de distribuição**. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2008a. p. 513.

<sup>164</sup> MUNHOZ, 2002, op. cit., p. 46.

<sup>165</sup> Ibid., p. 48-49.

societários parece apenas dar ao Judiciário uma margem de discricionariedade e uma possibilidade de intromissão nos assuntos internos da empresa absolutamente dispensável e pouco recomendável do ponto de vista econômico.

Não que a utilidade econômica (no sentido aqui empregado de eficiência econômica) seja o único valor a ser perseguido pelo Direito, pois, certamente, o Bem Social também o é<sup>166</sup>. Todavia, sem dúvida, parece ser uma melhor idéia deixar esses valores a cargo de leis próprias, as quais podem tutelar esses interesses de forma mais clara e eficiente<sup>167</sup>. É melhor deixar que a legislação societária se ocupe de questões como o conflito de interesses entre controladores e minoritários, entre administradores e a própria companhia, e daí por diante<sup>168</sup>. Parece-nos, por fim, que a mera enunciação de princípios da Lei das S.A. — tão criticada por alguns — não seja assim tão nociva. Se cada espécie normativa cumpre um papel no ordenamento jurídico, sendo aceitável que a própria constituição enuncie normas de caráter meramente programático (pois, por razões óbvias, é conveniente que o texto constitucional não adentre os meandros de todas as matérias), pode perfeitamente a Lei das S.A. enunciar princípios de ordem social (que digam respeito aos interesses de empregados, consumidores, credores, da comunidade, etc.), deixando a cargo de leis próprias a sua efetiva tutela.

Na realidade, os Artigos 116, § único, 117, §1º, “b”, e 154 da Lei das S.A. (que visam proteger os interesses trabalhadores, a comunidade e as exigências do bem público e da função social da empresa) estão ali erigidos não para elevar esses interesses a um patamar em que eles passam a competir (e até a se sobressair) com o interesse patrimonial dos sócios — certamente, não parece ser esse o caso. A mensagem que passa esses dispositivos, ao nosso ver, é que não se pode perseguir o lucro a qualquer custo, a ponto de haver desrespeito a direitos e a garantias dos

---

<sup>166</sup> Para uma análise da Teoria dos Valores, ver: REALE, Miguel. **Filosofia do Direito**. 20. ed. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 175-279.

<sup>167</sup> Essa seria, inclusive, uma forma de harmonizar tais valores, pois, como observa Miguel Reale, “há uma tensão entre os valores do indivíduo e os valores da sociedade, donde a necessidade permanente de composição entre esses grupos de fatores, de maneira que venha a ser reconhecido o que toca ao todo e o que cabe ao indivíduo em uma ordenação progressivamente capaz de harmonizar as duas forças”. *Ibid.*, p. 278.

<sup>168</sup> Robert Clark observa que, tradicionalmente, a legislação societária e do mercado de capitais são criadas para regular apenas as relações entre acionistas e administradores. CLARK, 1986, *op. cit.*, p. 30.

*stakeholders* (direitos e garantias estas estabelecidas por leis específicas — trabalhistas, fiscais ambientais, etc.). Como refere Luiz Gastão Paes de Barros Leães,

(...) por interesse social ou interesse da companhia, deve-se entender o interesse comum dos sócios, que não colida com o interesse geral da coletividade, mas com ele se harmonize. Só assim pensando é que podemos é que podemos entender (...) o mandamento contigo no Art. 116, parágrafo único, da Lei 6.404 (...) <sup>169</sup>.

Portanto, o interesse social “será sempre o dos sócios, mas o administrador não pode, para alcançá-lo, fraudar a Receita Federal, enganar credores, nem ignorar os direitos trabalhistas”<sup>170</sup> — é o que nos parece<sup>171</sup>. Sobre isso, enfática é, pois, a opinião de Bulgarelli, com a qual, em essência, não conseguimos discordar:

(...) as sociedade anônimas, como as demais sociedades comerciais, constituem-se para buscar o lucro. E, se aqueles que, contribuindo para isso, como acionistas, correndo o risco da aplicação dos seus capitais, buscam obter vantagens, fazendo o seu capital render, exigem receber parte de tais lucros, não se trata de nada despropositado. Nem se diga, como alguns desatinados, que a finalidade da companhia é fazer os navios cruzarem o Reno, o que ficaria muito bem numa empresa socialista ou estatal, nunca numa sociedade privada.

<sup>169</sup> BARROS LEÃES, Luiz Gastão Paes de. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**. v. 2. São Paulo: Saraiva, 1980. p. 248.

<sup>170</sup> MARTINS COSTA, 2006, op. cit., p. 89.

<sup>171</sup> Sobre a harmonização dos princípios do fim lucrativo, da livre iniciativa e da função social da empresa, ver a dissertação de Fernando Szterling sobre a função social da empresa no Direito Societário, na qual o autor identifica a função social da empresa como um verdadeiro princípio daquele Direito, que cumpre (assim como os outros princípios) função integrativa, interpretativa e normogênica. Assim, ao definir a função social como princípio jurídico, o autor identifica possíveis conflitos com outros princípios de Direito Societário, especialmente os princípios do fim lucrativo e o da livre iniciativa, salientando a importância do primeiro (função social), porém o referido autor sustenta que não deve a interpretação ser conduzida ao extremo de subordinar completamente a gestão da empresa aos interesses extra-societários (empregados, consumidores, comunidade, etc.). Além disso, sustenta não haver qualquer garantia de que um sistema embasado nessa concepção de função social seja mais eficiente do que o próprio livre mercado, já que existe o sério risco de ele conduzir a uma alocação ineficiente de recursos. Nesse sentido, refere também que a própria riqueza cobiçada (pelos grupos extra-societários) não estaria disponível se a maximização do lucro, o objetivo essencial do negócio, fosse abandonada. Sustenta também não haver critério adequado para estabelecer quais dos interesses extra-societários deveria ser atendido, nem sequer qual tipo de benefício seria almejado (ex: maiores salários aos trabalhadores ou redução de preços aos consumidores). Conclui, por fim, (i) que o princípio da função social da empresa não pode ser aplicado de modo a proporcionar benefícios inferiores aos custos causados à empresa, pois, de outro modo, a alocação de recursos seria ineficiente e não conduziria a um aumento do bem-estar social, que é a finalidade da mesma; (ii) que, entretanto, a função social prevalece nas hipóteses em que o empresário queira dar à empresa um uso frontalmente contrário àquele que lhe foi designado pelo legislador; (iii) que a função social da empresa, do modo como está reconhecido na Constituição Federal e nas leis societárias, constitui princípio jurídico vago e essencialmente programático; (iv) que, se as empresas, hoje, apresentam desempenho social insatisfatório, é porque o arcabouço institucional não fornece a elas os incentivos adequados; e (v) que, como as empresas são organizações sociais que buscam o lucro, a legislação deveria traduzir a função social a elas inerente em linguagem inteligível para as mesmas. SZTERLING, Fernando. **A função social da empresa no Direito Societário**. Dissertação (Mestrado em Direito). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.

(...). Dizer que um grupo capitalista se satisfaria e estaria realizado tão-só por possuir uma empresa sólida, produzindo em favor da humanidade, seria desconsiderar toda a problemática do capitalismo, atribuindo-lhe objetivos socialistas ou socializantes, ou o que é pior, adentrar no terreno do sonho e da fantasia, o que muito a propósito tem servido, não raro, de justificativa para muitas conclusões irreais<sup>172</sup>.

Robert Clark, autor que assumidamente reconhece alguns pontos fracos na tese contratualista<sup>173</sup>, resume bem as maiores dificuldades no caso de uma possível adoção das teorias institucionalistas (chamadas por ele de idealismo extremado), problemas esses bem maiores dos que são encontrados na teoria do *strict profit maximization*:

O idealismo extremado, se ele um dia for efetivamente aceito e adotado, simplesmente propagaria as falhas básicas dos governos — confusão de objetivos e consumo desnecessário de energia no conflito entre os grupos que gravitam em torno da companhia —, enquanto destrói a principal virtude destas, sua capacidade de atingir objetivos pré-determinados de forma eficiente<sup>174</sup>.

Por essas e por outras razões, Henry Hansmann, da Universidade de Yale, e Reinier Kraakman, da Universidade de Harvard, no conhecido ensaio *The end of history for corporate law*, salientam o sucesso do *shareholder-oriented model* e o alto grau de uniformidade e consenso alcançado pelo Direito Societário em torno desse modelo<sup>175</sup>, feito esse comemorado pelos autores<sup>176</sup>. Tal consenso gira em torno dos 4 (quatro) aspectos fundamentais da teoria: (i) os administradores das companhias devem agir

<sup>172</sup> BULGARELLI, Waldirio. **Regime jurídico da proteção às minorias**. Rio de Janeiro: Renovar, 1988. p. 70-74.

<sup>173</sup> A bem da verdade, é importante observar que o autor norte-americano não faz menção aos termos *contratualismo* e *institucionalismo*. Emprega, sim, as expressões “*dualism*” (*the norm of strict profit maximization*) e “*hight idealism*” (*interest group accomodation and the public interest as residual goals*), assim como o faz com o termo “*corporation proper role*” para designar o interesse social. CLARK, 1986, op. cit., p. 677-703.

<sup>174</sup> Tradução livre. Ibid., p. 702.

<sup>175</sup> Apesar disso, é interessante observar a coexistência de algumas normas societárias com clara influência no *stakeholder-oriented model*, mesmo nos sistemas impregnados pelo *shareholder-oriented model*, como a que permite que a Administração de uma companhia visada por uma oferta hostil leve em consideração os interesses das classes que gravitam em torno da companhia, para a adoção de táticas de defesa que as protejam — essas normas podem ser encontradas nos chamados *constituency statutes*, que novamente serão referidos mais adiante nesse trabalho. HANSMANN; KRAAKMAN, 2000, op. cit., p. 8. Entretanto, essas normas parecem estar fadadas pela retórica e pela vagueza que são típicas dos modelos alternativos ao *shareholder-oriented model*. Na realidade, como observa Clark, leis que estabelecem objetivos múltiplos, vagos e desordenados em grau de importância são fruto da falta de consenso com relação às tarefas que cabem ao setor público e aquelas que cabem ao setor privado, quais dentre as que pertencem ao setor público podem ser externalizadas para o setor privado e a forma como se faz e como se monitora isso. Em suma, a falta de consenso cria leis ineficientes e meramente programáticas. CLARK, 1986, op. cit., p. 696-703. Como, então, esperar que o setor privado resolva esse problema? É a pergunta que não quer calar...

<sup>176</sup> HANSMANN; KRAAKMAN, 2000, op. cit., p. 1 ss.

exclusivamente no interesse econômico dos acionistas<sup>177</sup>; (ii) incluem-se aí os acionistas minoritários, que devem ser fortemente protegidos pela legislação societária; (iii) a principal medida de maximização do bem-estar dos acionistas é a maximização do valor de venda de suas ações; (iv) os outros grupos que gravitam em torno da companhia devem ser protegidos por um sistema externo (leis trabalhistas, ambientais, etc.).

Essa convergência em torno do *shareholder-oriented model* deve-se, basicamente, às deficiências apresentadas pelos outros modelos (*manager-oriented model*, *labor-oriented model*, *state-oriented model* e *stakeholder-oriented model*)<sup>178</sup> e às virtudes do primeiro, tais como o incentivo à adoção de boas práticas de governança corporativa, a quebra dos blocos de controle, o estímulo à criação de mecanismos de proteção aos minoritários, a difusão da propriedade acionária, a maior participação de investidores institucionais nos negócios da companhia, o avanço das empresas mais eficientes (inclusive pela maior facilidade de, rapidamente, abandonar negócios ineficientes), um maior acesso ao capital de baixo custo (especialmente o capital de risco aplicado nas ofertas públicas e nas *start-ups*), enfim, a ascensão da classe dos acionistas<sup>179</sup>.

É óbvio que se podem apontar falhas na teoria do *shareholder-oriented model*. Seus detratores são, inclusive, numerosos e persuasivos. Não resta dúvida de que muitos porão a culpa da atual crise da Economia mundial no modelo societário norte-americano e inglês, que, segundo os seus críticos, espalhou-se mundo afora e criou as raízes do problema. Entretanto, é forçoso reconhecer que esse é o modelo que melhor se coaduna com a Economia de mercado em que vivemos e, na falta de um modelo de interesse social mais adequado, esse é o que temos de melhor. Prova cabal disso é o consenso referido por Hansmann e Kraakman em torno *shareholder-oriented model*, o qual se difundiu, inexoravelmente, nos últimos 100 anos de História, em uma verdadeira

---

<sup>177</sup> Sobretudo os interesses econômicos de longo prazo.

<sup>178</sup> Para uma síntese das deficiências de cada um desses modelos, cf. HANSMANN; KRAAKMAN, 2000, *op. cit.*, p. 3-9.

<sup>179</sup> Nesse sentido, ver: *ibid.*, p. 11-27.

marcha rumo ao consenso, apesar das pequenas diferenças e variações do modelo, ocasionadas pelas divergências institucionais e históricas dos diversos lugares nos quais ele se assentou.

Vale lembrar o inegável o incremento médio nas condições de vida da população mundial nesses últimos 100 anos, apesar das deficiências e das falhas do sistema, das quais todos estamos cientes. Isso nos faz crer na adequação do modelo societário vigente ao sistema econômico.

### 3 OS DEVERES FIDUCIÁRIOS DE ADMINISTRADORES E CONTROLADORES

Outro ponto a nos fornecer importantes subsídios para a análise da conduta de administradores e de controladores em contexto de oferta hostil e de cujo exame, ainda que não exaustivo, não poderíamos nos furtar, é o dos deveres atribuídos a esses sujeitos<sup>180</sup>.

#### 3.1 Da *fides* romana ao *trust* inglês: as possíveis raízes e o desenvolvimento dos deveres fiduciários de administradores e de controladores de S.A.

Os deveres atribuídos aos administradores e aos controladores são chamados de fiduciários, visto que eles advêm daquilo que se convencionou chamar de *relação de fidúcia*, isto é, uma relação baseada na confiança. A *fidúcia*, por sua vez, é uma derivação do nome da deusa romana *Fides*, tida, como refere Véra Fradera, como a protetora dos acordos negociais, representante da fé jurada e protetora dos segredos, e cujo culto transmite a idéia de que a palavra dada, no sentido de compromisso assumido, seria a base da sociedade romana<sup>181</sup>.

---

<sup>180</sup> “Nos sistemas societários, em geral, é o administrador que tem os seus deveres qualificados como fiduciários. (...). Ocorre que, em função da realidade societária (...), o controlador é o administrador por excelência do patrimônio alheio. Em especial no Direito brasileiro, em que, além de determinar o seu destino último, também o administra na prática. É natural, portanto, que a lei cerque o exercício de funções de deveres fiduciários”. SALOMÃO FILHO, 2006a, op. cit., p. 170. No mesmo sentido, Robert Clark observa: “conselheiros, diretores, e, em algumas situações, acionistas controladores, possuem para com a companhia, e, em algumas situações, para com outros acionistas e investidores, um dever fiduciário de lealdade” (tradução livre). CLARK, 1986, op. cit., p. 141. Carlos Klein Zanini também refere que: “(...) a imposição de tais deveres unicamente aos administradores, inicialmente defendida pela doutrina, logo mostrou-se injustificadamente restrita e limitada, passando-se a estender a aplicação destes deveres também aos acionistas majoritários, principalmente nas sociedades anônimas de capital fechado, onde revelou-se mais acentuada a ingerência dos titulares do capital na Administração da companhia”. ZANINI, Carlos Klein. A doutrina dos “fiduciary duties” no Direito norte-americano e a tutela das sociedades e acionistas minoritários frente aos administradores das sociedades anônimas. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, Nova Série, n. 109, p. 140, jan./ mar. 1998.

<sup>181</sup> FRADERA, Véra Maria Jacob de. A boa-fé objetiva: uma noção comum no Direito alemão, brasileiro e japonês de contrato. In: ÁVILA, Humberto (org.). **Fundamentos do Estado de Direito**: estudos em homenagem ao Professor Almiro do Couto e Silva. São Paulo: Malheiros, 2005. p. 366.



Apesar da evidente dificuldade de se estudar um fenômeno surgido em tempos tão longínquos<sup>182</sup>, pensamos ser proveitoso, para os objetivos do presente trabalho, o estudo, ainda que breve, das raízes dos deveres fiduciários, como forma de melhor compreendermos o seu significado e o seu alcance. Nesse desiderato, muito nos auxilia a pesquisa de Menezes Cordeiro, que nos traz uma larga síntese daquilo que foi pesquisado acerca da *fides* pelos juristas europeus.

Em atenção ao estudo desse jurista português, depreendemos que a noção de boa-fé no Direito provém do mundo romano<sup>183</sup> e que a *fides* romana revela-se por vários meios, pelo culto à deusa *Fides*, passando pela noção de garantia existente em certos negócios, podendo incluir, igualmente, a noção de dever ético — estas correspondem, respectivamente, à *fides-sacra*, *fides-facto* e *fide-ética*<sup>184</sup>.

Para o que nos interessa no presente estudo, porém, a mais importante no presente momento, nos parece, é a noção de *fides* dirigida ao setor das relações de clientela<sup>185</sup>. Esta instituição possui origem nos primórdios da organização romana e deita raízes na estratificação social então existente, baseada na distinção entre patrícios, clientes e plebeus<sup>186</sup>.

---

<sup>182</sup> Como observa Menezes Cordeiro, professor da Universidade de Coimbra, se o estudo do jurista historiador acerca de certos institutos romanos carece de boa dose de segurança em face à falta de documentação histórica e da impossibilidade de se reconstruir o ambiente sociocultural de forma precisa, no que se refere à *fides*, as dificuldades são ainda maiores, fazendo com que muito do esforço do pesquisado seja especulativo. MENEZES CORDEIRO, António Manuel da Rocha. **Da boa-fé no Direito Civil**. Coimbra: Livraria Almedina, 2001. p. 53-54.

<sup>183</sup> Há registro da boa-fé na Lei das XII Tábuas, apesar de a sua origem possa estar em um ponto ainda mais recuado no tempo, talvez anterior à própria fundação da cidade. MARTINS-COSTA, Judith H. **A boa-fé no Direito Privado**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2000. p. 111.

<sup>184</sup> MENEZES CORDEIRO, 2001, op. cit., p. 55-56.

<sup>185</sup> Menezes Cordeiro relaciona o instituto da clientela à *fides-facto*, a qual seria despida de conotações religiosas ou morais. Ibid., p. 55.

<sup>186</sup> Descreve Judith Martins-Costa, com base em Eugene Petit, que, junto a cada família patrícia estava organizado um certo número de pessoas sob a proteção do *paterfamilias*, o chefe, que era o seu patrão. O instituto da clientela cria entre patrão e clientes direitos e deveres: o patrão deve a seus clientes socorro e assistência, assume a sua defesa perante a Justiça e lhes concede, gratuitamente, terras, para que possam produzir e retirar o seu sustento. Em contrapartida, o cliente deve ao patrão respeito e abnegação. Deve assistir à sua pessoa, seguindo-o na guerra, deve pagar o seu resgate, em caso de cativo, pagar suas multas, se condenado, e dotar a sua filha, se necessário. MARTINS-COSTA, 2000, op. cit., p. 112.

Essas relações de clientela implicavam a existência de deveres de lealdade e de obediência por parte do *cliens* em troca de proteção que lhe era dada pelo cidadão<sup>187</sup>. Era uma relação entre pessoas juridicamente desiguais — o cidadão livre (patrício) e o cliente — dominada pela *fides*. Tal relação compreendia tanto o *poder* do patrão (poder de direção) como o *dever* do *cliens* (dever de obediência), os quais resultavam de uma *promessa de proteção*<sup>188</sup>.

Parece-nos viável que a origem substancial da relação de fidúcia entre controlador (e administrador) e minoritário (ou simplesmente acionista) possa ter relação com o instituto da clientela do Direito Romano, sobretudo porque esta apresentava traços marcantes de sujeição ao poder<sup>189</sup>. Neste sentido, o controlador, assim como o patrício, possui o poder de direção, contraposto pelo dever de proteção. O minoritário, por sua vez, assim como o cliente, possui o dever de obediência (no Direito Societário, não um dever de obediência cego, mas sim uma situação fática de que entrega o seu patrimônio para ser gerido pelo controlador).

Na relação de clientela, a *fides* apresenta-se como o núcleo das relações internas de uma coletividade<sup>190</sup>. São as chamadas relações *intrasubjetivas*, nas quais a *fides* apresenta a função de autolimitação e de intento protetivo<sup>191</sup>. Assim também nos parece estar informada a relação entre controlador e minoritário (ou administrador e acionista).

Para além disso, voltando ao estudo de Menezes Cordeiro, podemos observar a *fides* sob vários prismas, significando garantia, empenho, promessa, confiança, lealdade e credibilidade<sup>192</sup>. Conseqüentemente, em determinado momento, a *fides* passou a ser observada como qualidade da pessoa, implicando um *sentido de dever*,

---

<sup>187</sup> MARTINS-COSTA, 2000, op. cit., p. 112.

<sup>188</sup> MARTINS-COSTA, loc. cit.

<sup>189</sup> Sobre a *fides-poder*, cf. MENEZES CORDEIRO, 2001, op. cit., p. 60-61.

<sup>190</sup> MARTINS-COSTA, 2000, op. cit., p. 114.

<sup>191</sup> MARTINS-COSTA, loc. cit.

<sup>192</sup> MENEZES CORDEIRO, 2001, op. cit., p. 55, nota de rodapé n. 11.

ainda quando não recebida pelo Direito<sup>193</sup>. Era a qualidade fundamental do homem romano<sup>194</sup>, que auxilia os demais na medida do possível e não prejudica a ninguém<sup>195</sup>. A deusa *Fides*, nesse contexto, inspirava o ideal e teria a função de protetora dos acordos e da lealdade<sup>196</sup>. Como observa Menezes Cordeiro, merece referência a hipótese de Wieacker, que reconhecia “na base da fides, uma adstrição de comportamento, inicialmente não-jurídica, que se tornou primeiro mágica, então religiosa, finalmente moral”<sup>197 198</sup>.

Além das relações de clientela, a *fides* romana demonstra-se útil para se investigar as origens dos deveres fiduciários de administradores e de controladores de S.A. na sua noção (ou faceta) de garantia existente em certos negócios praticados em Roma — como já se referiu aqui, a fidúcia é instituto criado pelo Direito Romano. Como observa Claude Witz, não era um ato jurídico independente, mas, na verdade, um pacto anexo a uma transmissão de propriedade (*pactum fiduciae*), por meio do qual o fiduciário se obrigava a restituir a coisa ao fiduciante quando alcançado um determinado tempo ou uma determinada condição<sup>199</sup>.

Como refere Cristoph Fabian,

nas primeiras formas de fidúcia romana, historicamente antes do século III a.C., o fiduciante não era juridicamente protegido. Não existia para o fiduciante uma ação de reaver o bem fiduciário quando o fiduciário não queria devolver a coisa. O fiduciante podia apenas ter a confiança de que o fiduciário agisse conforme a

<sup>193</sup> MENEZES CORDEIRO, 2001, op. cit., p. 56.

<sup>194</sup> Ibid., p. 55-56.

<sup>195</sup> FRADERA, 2005, op. cit., p. 366.

<sup>196</sup> Como observa Menezes Cordeiro, o culto da deusa *Fides* teria sido antecedido do culto de *Dius Fidius*, que Wissowa deriva de funções anteriormente atribuídas a Júpiter, como protetor dos acordos e da lealdade. MENEZES CORDEIRO, 2001, op. cit., p. 56, nota de rodapé n. 17.

<sup>197</sup> Ibid., p. 58.

<sup>198</sup> Véra Fradera, em pesquisa acerca da boa-fé objetiva no Direito alemão, brasileiro e japonês, relata situação análoga: na primitiva sociedade nipônica, “(...) desenvolveu-se (...) um conjunto de regras, originadas da conveniência e da moral, reguladoras, em todas as circunstâncias da vida, da conduta a ser seguida pelos indivíduos nas suas relações com os demais. Estas regras são denominadas *giri*, as quais substituem o Direito e, segundo alguns juristas nipônicos, a própria moral. Para um japonês, o fato de não respeitar um dos *giri*, no qual ele está implicado, representa uma vergonha, situação descrita pela expressão ‘perda da face’. Este código de honra, puramente costumeiro, tornou inútil, até época assaz recente, a intervenção do Direito e de seus mecanismos”. FRADERA, loc. cit.

<sup>199</sup> WITZ, Claude. **La fiducie en Droit Prive français**. Paris: Economica, 1981. p. 1-2.

estipulação<sup>200</sup>.

Como observa Witz, a garantia repousava unicamente sob a *fides* deste, na confiança da palavra dada<sup>201</sup>. Para esse segundo autor, em uma época em que a palavra dada sob a garantia de fidelidade era respeitada da mesma forma que um contrato civil, a falta de proteção jurídica não era um inconveniente significativo<sup>202</sup>.

Refere, ainda, Cristoph Fabian que

No Direito Romano, a fidúcia teve vários campos de aplicação. Em primeiro lugar ela serviu como meio de garantia real para obrigações". (...). A princípio, o devedor era privado da posse, mas, a partir da época clássica, ele também podia ficar com a posse sobre a coisa: o credor fiduciário podia ficar com a coisa a título precário ou alugá-la ao seu devedor (...). Mais tarde a "fidúcia também serviu como forma de mandato: o fiduciário recebeu o bem junto com a ordem de entregá-lo a um terceiro<sup>203</sup>.

O negócio fiduciário prestava-se também para o escopo de gestão. Assim, nos dias de hoje, o instituto marca presença em negócios relacionados à aplicação no

<sup>200</sup> FABIAN, Cristoph. **Fidúcia** – uma análise dos negócios fiduciários a partir de suas relações externas. Tese (Doutorado em Direito). Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2005, p. 20-22.

<sup>201</sup> WITZ, 1981, op. cit., p. 22.

<sup>202</sup> Entretanto, posteriormente, uma mudança produzida nos costumes determinou que os juristas procurassem um meio para sancionar, eficazmente, um pacto que era cada vez mais violado. WITZ, loc. cit. O processo romano clássico, todavia, era dominado pelo formalismo, segundo o qual todo o direito estava concentrado em ações com fórmulas típicas, não havendo, em um primeiro momento, espaço para a proteção judicial decorrente da violação do pacto fiduciário. MARTINS-COSTA, 2000, op. cit., p. 118-119. Surge, então, os *bonae fidei iudicium* (juízos de boa-fé), consubstanciados em um procedimento especial (*opertet ex fides bona*), pelo qual, não havendo respaldo para a pretensão na *lex*, a mesma era baseada na *fides*. O juiz sentenciava, então, conforme os ditames da boa-fé, não-apegado ao texto legal, mas conforme o espírito do acordo. *Ibid.*, p. 120-121. Por meio desse procedimento especial, podia o juiz decidir de acordo com as circunstâncias do caso concreto, observando não apenas o fato central apresentado pela parte mas todas as circunstâncias vinculadas ao litígio — era, pois, a boa-fé em sentido objetivo, expurgada de uma conotação meramente moral. Em determinado momento, surge o termo *fides bona* nos textos jurídicos com um sentido técnico-jurídico, querendo significar a imagem de um juiz decidindo um litígio sem o apego ao formalismo habitual, tendo em vista a intenção das partes no caso concreto. Estava feita a transição da idéia primitiva de *fides* para uma expressão técnica, que trazia a conotação de confiança, garantia, etc. (*fides*) juntamente com a noção de algo positivo (*bona*), a qual sensibilizava imediatamente o leigo. MENEZES CORDEIRO, 2001, op. cit., p. 101. A partir daí a conotação de *fides bona* no campo dos negócios jurídicos assume, especialmente no período clássico, a natureza de norma de comportamento no tráfico negocial. MARTINS-COSTA, 2000, op. cit., p. 120-121. Para Menezes Cordeiro, norma jurídica objetiva de comportamento honesto e correto, do homem respeitador da lealdade e dos costumes do tráfico. MENEZES CORDEIRO, 2005, op. cit., p. 105. Daí para diante, iniciando no período imperial, a boa-fé ingressa no campo dos direitos reais, transmudando seu significado, passando à noção de intenção ou de estado de ignorância do beneficiário do usucapião, por exemplo. MARTINS-COSTA, 2000, op. cit., p. 123.

<sup>203</sup> FABIAN, 2005, op. cit., p. 20-22.

mercado de capitais, como ocorre com os fundos de investimento. Nesse caso específico, como a gestora do fundo não obtém a propriedade, talvez não se possa falar em relação fiduciária propriamente dita, ao menos na forma mais pura do instituto<sup>204</sup>.

Outra situação que foge à forma pura do negócio fiduciário é a do agente fiduciário dos debenturistas, cuja função é mediar a relação entre a sociedade e seus credores, “velando de modo permanente pelos interesses da comunhão de debenturistas”<sup>205</sup>.

Do mesmo modo, no que concerne à relação entre acionistas e administradores da companhia, diz-se que estes possuem deveres fiduciários para com aqueles não por se tratar de uma relação de fidúcia pura, pela qual há transferência de propriedade, mas sim, para se ressaltar uma especial relação de confiança entre eles. Essa, pois, seria a razão de ser da utilização do termo fiduciário no Art. 66 da Lei S.A.<sup>206</sup>.

Por seu turno, o *trust* inglês, que também deita raízes na fidúcia romana e adentrou na Grã-Bretanha por meio da conquista normanda de 1066, possui desenvolvimento semelhante com o do negócio fiduciário. Com efeito, de uma relação desprovida de proteção jurídica no início, baseada simplesmente na confiança e na sanção moral, evoluiu de modo a exercer influência sobre todo o sistema jurídico da *common law*, inclusive no Direito Societário, em que serviu para influenciar os parâmetros do regime jurídico aplicável aos controladores e aos administradores das companhias, chegando ao ponto culminante em que a própria jurisprudência relativa aos *trusts*, especialmente no que se refere aos deveres fiduciários dos *trustees*, passou

---

<sup>204</sup> FABIAN, 2005, op. cit., p. 109.

<sup>205</sup> Ibid., p. 119-120.

<sup>206</sup> Assim é o entendimento de Egberto Lacerda Teixeira e Alexandre Tavares Guerreiro, que acreditam ser essa a intenção do legislador concernente à relação entre agente fiduciário dos debenturistas e a comunhão deles propriamente dita. TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, Alexandre Tavares. **Das sociedades anônimas no Direito brasileiro**. v. 1. São Paulo: Livraria e Editora José Bushatsky, 1979. p. 368.

a ser, de certa forma, aplicável às sociedades anônimas<sup>207</sup>.

A relação *trustee*-beneficiário é tão rigorosa que possui como efeitos a imposição de dever de lealdade e de lisura aos *trustees* muito além da simples honestidade comercial de uma relação não-fiduciária, derivada, por exemplo, de um contrato de compra e venda ou locação<sup>208</sup>. Daí a origem também de outras regras, como a proibição de ganhos oriundos do exercício do cargo de *trustee* (exceto os ganhos específicos da remuneração pelo exercício de sua função), a proteção do patrimônio do beneficiário por meio da propositura de ações cabíveis, a boa administração dos bens a ele confiados (em um verdadeiro dever de diligência parametrado pelo cuidado do homem médio prudente) e as que se relacionam à confidencialidade. Naquela está, enfim, a origem dos deveres genéricos de cuidado e de lealdade atribuídos aos administradores e controladores de S.A. — muito mais fortes do que a simples honestidade.

Aliás, como ressalta Eduardo Salomão Neto, um *trustee* é obrigado a algo mais do que a moral: não apenas à honestidade mas também ao escrúpulo exigido pela honra mais sensível — é esse, pois, o padrão de conduta dele exigido<sup>209</sup>. A influência do instituto inglês é tamanha que Eduardo Salomão Neto sustenta ser aplicável os princípios relativos ao *trust* para a interpretação das normas da Lei das S.A., opinião compartilhada por Calixto Salomão Filho, quando atenta para o fato de que são exatamente esses princípios a moldar o instituto dos deveres fiduciários no Direito Societário<sup>210 211</sup>.

---

<sup>207</sup> SALOMÃO NETO, Eduardo. **O trust e o Direito brasileiro**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1996. p. 101.

<sup>208</sup> *Ibid.*, p. 37.

<sup>209</sup> *Ibid.*, p. 43.

<sup>210</sup> SALOMÃO FILHO, 2006a, *op. cit.*, p. 168.

<sup>211</sup> Deve-se observar, entretanto, que a doutrina estrangeira encontra diferenças substanciais entre o padrão de conduta de um *trustee* e o padrão de conduta de um administrador de sociedade anônima. Como observam Easterbrook e Fischel, essas diferenças entre os padrões de conduta residem essencialmente na natureza diversa do interesse daqueles cujo patrimônio é gerido (interesse dos beneficiários do *trust* e interesse dos acionistas). EASTERBROOK, Frank H.; FISCHEL, Daniel R. **The economic structure of corporate law**. Cambridge: Harvard University Press, 1996. p. 92. Robert Hamilton salienta que dos *trustees* é esperada a preservação e a manutenção dos ativos sob a sua responsabilidade. Dos administradores de sociedade anônima, por sua vez, é esperado, e inclusive

Nesse ponto, é importante referir que, assim como os princípios relativos ao *trust* são aplicáveis para a interpretação das normas da Lei das S.A., o princípio da boa-fé objetiva do Código Civil também parece ser<sup>212</sup>. Isso se dá por argumentos de, ao menos, três ordens: em primeiro lugar, como sustenta Karl Larenz, a boa-fé é princípio supremo do Direito das relações obrigacionais, de modo que todas as demais normas não de medir-se por ele<sup>213</sup>. Em segundo, porque, como refere Judith Martins-Costa, o Código Civil é o eixo central de todo o Direito Privado, de modo que as suas disposições informam todo o sistema, inclusive o microssistema do anonimato<sup>214</sup>, e sobretudo porque os dispositivos referentes à boa-fé objetiva estão alocados na parte geral do Código Civil. Por fim, mas não menos importante, o *trust* inglês e a boa-fé objetiva possuem raízes comuns assentes na *fides romana*<sup>215</sup> e, se o instituto do Direito anglo-saxônico é apto a influenciar a interpretação da Lei das S.A., como assevera Eduardo Salomão Neto, a boa-fé objetiva também pode fazê-lo. De mais a mais, como refere L. Gower, entre os princípios gerais que informam a relação administrador-companhia está a *bona fides*<sup>216</sup>.

Sendo assim, é absolutamente possível imaginar a boa-fé objetiva, operando todas as suas funções nas relações entre sócios e entre esses e os administradores da companhia. Operaria o dito princípio, ao permitir uma melhor aplicação das regras da Lei das S.A. e dos dispositivos estatutários (Art. 113 do CC), ao servir de *kanon* hábil

---

encorajada, a assunção de riscos em prol da maximização dos ativos dos acionistas, algo bem mais arrojado daquilo que se espera do *trustee*. HAMILTON, Robert W. **The law of corporations**. 5. ed. Saint Paul: West Group, 2000. p. 444-445. Assim, não há absoluta identificação entre administrador e *trustee*, pois a condução dos negócios da sociedade muitas vezes envolve a adoção de condutas arrojadas que não são admitidas na gestão do *trust*. PARENTE, Flávia. **O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 28.

<sup>212</sup> Nesse sentido, a observação de Judith Martins-Costa: “observa-se, dessa maneira, a possibilidade de atuação da boa-fé posta nos Arts. 113, 187 e 422 do Código Civil com força expansiva e integrativa das disciplinas legais, corporativas e administrativas no Direito Societário em geral, em especial, no Direito dos Valores Mobiliários. MARTINS-COSTA, Judith H. **Boa-fé objetiva e responsabilidade dos administradores**. Inédito.

<sup>213</sup> LARENZ, Karl. **Derecho de Obligaciones**. t. 1. Trad. de Jaime Santos Briz. Madrid: Editorial Revista de Derecho Privado, 1958. p. 145-146.

<sup>214</sup> MARTINS-COSTA, Judith H.; BRANCO, Gerson. **Diretrizes teóricas do novo Código Civil brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 115 ss.

<sup>215</sup> Disso não há dúvida, tanto é que Menezes Cordeiro aponta que “a *fides bona* teria revestido, no período clássico, a natureza de norma jurídica objectiva de comportamento honesto e correcto” à semelhança do que ocorre com a nossa boa-fé objetiva. MENEZES CORDEIRO, 2001, op. cit., p. 105.

<sup>216</sup> GOWER, L. C. B. **The principles of modern company law**. London: Stevens & Sons, 1969. p. 520.

para o preenchimento de lacunas (Art. 113 do CC), ao criar e reforçar deveres (Art. 422 do CC)<sup>217</sup>, assim como ao limitar direitos (Art. 187 do CC)<sup>218</sup>.

Não seria exagero dizer que é no contrato de sociedade que a boa-fé opera em nível máximo<sup>219</sup>. Nesse sentido, veja-se a observação de Comparato sobre o cuidado e sobre a diligência:

(...) A *affectio societatis* é, portanto, não um elemento exclusivo do contrato de sociedade, distinguindo-o dos demais contratos, mas um critério interpretativo dos direitos e responsabilidades dos sócios entre si, em vista do interesse comum. Quer isto significar que a sociedade não é a única relação jurídica marcada por esse estado de ânimo continuativo, mas que ele comanda, na sociedade, uma exacerbação do cuidado e diligência próprios de um contrato *bonae fidei* (...) <sup>220</sup>.

Em especial, o sócio que descumpra disposição estatutária (pois a relação convencional é mais pessoal e concreta que a submissão a normas estatutárias), como é o caso de acordos de acionistas numa sociedade anônima, pratica falta particularmente grave sob o aspecto da ótica societária: ele se põe em contradição com sua anterior estipulação ou declaração de vontade, revelando-se pessoa pouco confiável enquanto *sócio* (*venire contra factum proprium*)<sup>221</sup>.

Há, assim, dois elementos componentes da *affectio* ou *bona fides societatis*, representativos do duplo aspecto dessa relação: a

<sup>217</sup> Segundo Judith Martins-Costa, pode a boa-fé objetiva, inclusive, maximizar o dever de lealdade e ampliar o dever de diligência. MARTINS-COSTA, Judith H. **Boa-fé objetiva e responsabilidade dos administradores**. Inédito.

<sup>218</sup> Para a análise da boa-fé objetiva e suas funções, pode-se indicar como estudos fundamentais os já citados: LARENZ, 1958, op. cit.; COUTO E SILVA, 1997, op. cit.; MENEZES CORDEIRO, 2001, op. cit.; MARTINS-COSTA, 2000, op. cit.; FRADERA, 2005, op. cit.

<sup>219</sup> Nesse sentido, Clóvis do Couto e Silva, para quem os deveres derivados da boa-fé ordenam-se em graus de intensidade, dependendo da categoria dos atos jurídicos em questão: “nos negócios jurídicos bilaterais, o interesse, conferido a cada participante da relação jurídica (*mea res agitur*) encontra sua fronteira nos interesses do outro figurante, dignos de serem protegidos. O princípio da boa-fé opera, aqui, significativamente, como mandamento de consideração. Quando o vínculo se dirige a uma atividade em proveito de terceiro (gestão de negócios, negócios fiduciários), o dever de levar em conta o interesse da outra parte (*tua res agitur*) é conteúdo do dever do gestor ou do fiduciário. Nas relações jurídicas em que a cooperação se mostra em sua plenitude (*nostra res agitur*), como nas de sociedade, em parte nas de trabalho e, principalmente, na comunidade familiar, cuida-se de algo mais do que a mera consideração, pois existe dever de aplicação à tarefa suprapessoal, e exige-se disposição ao trabalho conjunto e a sacrifícios relacionados com o fim comum”. COUTO E SILVA, Clóvis Veríssimo do. **A obrigação como processo**. Rio de Janeiro: Editora Fundação Getúlio Vargas, 2007. p. 34.

<sup>220</sup> COMPARATO, Fábio Konder. Restrições à circulação de ações em companhia fechada: “*nova et vetera*”. **Revista de Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, Nova Série, ano 28, n. 36, p. 69, out. / dez. 1979.

<sup>221</sup> COMPARATO, loc. cit.



fidelidade e a confiança. A fidelidade é o escrupuloso respeito à palavra dada e ao entendimento recíproco que presidiu à constituição da sociedade, ainda que o quadro social se haja alterado, mesmo completamente. Por outro lado, a confiança é também um dever do sócio para com os demais, dever de tratá-los não como contrapartes, num contrato bilateral em que cada qual persegue interesses individuais, mas como colaboradores na realização de um interesse comum<sup>222</sup>.

### 3.2 A função dos deveres fiduciários dos administradores

A principal função dos administradores é explorar a atividade prevista no objeto social, buscando, dentro desse limite preestabelecido, atingir os objetivos da sociedade, quais sejam, a obtenção de lucro e a sua posterior distribuição para os acionistas — isso é o que há de mais básico em termos de Direito Societário.

Como na exploração da atividade social os administradores se depararam com um número variado de contingências sem que exista uma forma de agir predeterminada para cada uma dessas situações no contrato social<sup>223</sup>, é desejável que se atribua aos gestores uma certa margem de discricionariedade para que possam agir no melhor interesse da sociedade<sup>224</sup>. É dentro dessa zona cinzenta que a atividade dos administradores vai se desenvolver, uma zona em que o julgamento sobre qual o meio mais adequado de agir está alocado na esfera decisória do gestor.

<sup>222</sup> COMPARATO, 1979, op. cit., p. 69-70.

<sup>223</sup> Como refere Mariana Pargendler, em um mundo de custos de transação positivos e de racionalidade limitada — nosso mundo —, as partes não conseguem redigir contratos completos, de modo que especifiquem uma solução para cada situação posta (tradução livre). PARGENDLER, Mariana. **Modes of gap filling: good faith and fiduciary duties reconsidered**. Tulane Law Review, v. 82, 2008. Disponível em SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=1008400>, p. 04>. Acesso em 11 out. 2008. Há limitações no processo de contratação, por isso os deveres fiduciários (assim como a boa-fé em outro contexto) operam como ferramentas aptas a consertar essas limitações. Ibid., p. 11. Até porque se os contratos pudessem ser escritos de forma suficientemente detalhada, não haveria a necessidade de “deveres fiduciários”. EASTERBROOK; FISCHER, 1996, op. cit., p. 90.

<sup>224</sup> “Toda a atuação dos administradores deve ser dirigida a um determinado fim — o interesse social —, motivo pelo qual se pode dizer que a atividade dos administradores é vinculada. No entanto, os administradores podem escolher de forma discricionária os meios adequados para atingir tal objetivo”, PARENTE, 2005, op. cit., p. 110.

É justamente nesse ponto que se destaca o caráter fiduciário da função dos administradores de sociedades<sup>225</sup>, cuja atuação não possui um conteúdo totalmente determinado, podendo-se esperar apenas que trabalhem duro e honestamente na busca pela maximização da riqueza de seus fiduciários<sup>226 227</sup>. Aí é que entram os deveres fiduciários, como balizadores do comportamento da Administração da companhia, ou, como simplesmente refere Mariana Pargendler, como ferramentas aptas a preencher as lacunas deixadas em aberto pelo contrato — no caso, o contrato social<sup>228</sup>.

Como observam Easterbrook e Fischel, o contrato social faz dos administradores agentes dos acionistas, porém não especifica com exatidão os deveres dos agentes; portanto, para fazer desse ajuste algo palatável, é que Administração deve prestar, de forma diligente e leal, os seus serviços à sociedade<sup>229</sup>.

Isto porque, quando uma pessoa exerce alguma função que afeta o bem-estar de outra, é possível que ocorram divergências de interesse<sup>230</sup>. Esse potencial conflito de interesses pode ser controlado de várias maneiras: uma delas é a elaboração de contratos sociais altamente detalhados e complexos, de modo a dar pouca margem de discricionariedade aos administradores<sup>231</sup>.

Entretanto, essa solução não é economicamente desejável, visto que engessa em demasia a atuação do gestor. Com efeito, regras que estabelecem deveres

---

<sup>225</sup> PARENTE, 2005, op. cit., p. 3.

<sup>226</sup> EASTERBROOK; FISCHEL, 1996, op. cit., p. 91.

<sup>227</sup> Seriam os administradores de sociedade, na realidade, quase *trustees*. PARENTE, 2005, op. cit., p. 29.

<sup>228</sup> PARGENDLER, 2008, op. cit., p. 6.

<sup>229</sup> EASTERBROOK; FISCHEL, loc. cit.

<sup>230</sup> Um administrador de uma indústria à procura de um terreno para construir uma fábrica pode ter o incentivo adverso de colocar-se na outra ponta da negociação, como proprietário de um terreno, tentando vender este pelo preço mais alto possível, quando, na realidade, como gestor da empresa interessada no imóvel, deveria buscar pagar o preço mais baixo possível.

<sup>231</sup> *Ibid.*, p. 92.

fiduciários são uma solução mais eficiente<sup>232 233</sup>.

Essa foi a opção do legislador ao elaborar a Lei das S.A., de acordo com Flávia Parente, pois estabeleceu *standards* de comportamento, fórmulas largas e genéricas, aptas a balizar o comportamento dos administradores em todas as situações postas, indicando qual é o modelo ou a combinação de comportamentos considerados corretos e perfeitos<sup>234</sup>.

Esse padrão comportamental — não exatamente o do homem médio, como mais tarde veremos — revela

uma idéia comum de racionalidade, lealdade, ou justiça, envolvendo, de certa forma, um julgamento moral sobre determinado comportamento. Por tais motivos, devem tais padrões de conduta encontrar uma aplicação variável conforme o tempo, o lugar e as circunstâncias, devendo ser empregados conforme as peculiaridades de cada caso<sup>235</sup>.

E, justamente por não possuírem um conteúdo fechado, esses padrões comportamentais são perfeitos para regular a atuação dos administradores de sociedade anônima.

Assim, sem mais delongas, observemos os múltiplos deveres atribuídos aos administradores<sup>236</sup>.

### 3.3 Dos vários deveres atribuídos aos administradores e aos controladores

Como foi acima referido, os deveres atribuídos aos administradores e aos controladores podem fornecer importantes subsídios para a análise da conduta destes

---

<sup>232</sup> EASTERBROOK; FISCHER, 1996, op. cit.

<sup>233</sup> A boa-fé e os deveres fiduciários são ferramentas para se lidar com o problema dos contratos incompletos (tradução livre). PARGENDLER, 2008, op. cit., p. 2.

<sup>234</sup> PARENTE, 2005, op. cit., p. 34.

<sup>235</sup> PARENTE, loc cit.

<sup>236</sup> E, como veremos, tais deveres também podem ser atribuídos aos controladores, ainda que com alguns temperamentos.

sujeitos em contexto de oferta hostil<sup>237</sup>. De fato, como gestores do patrimônio alheio, administradores e controladores possuem uma série de deveres para com aqueles cujo patrimônio é gerido — típicos de uma relação de fidúcia<sup>238</sup>. Esses deveres existem para impedir (ou ao menos para tentar impedir) que o fiduciário tire vantagem de sua posição em detrimento daqueles que nele depositam confiança<sup>239 240</sup>.

A confiança, por sua vez, é um dos mais importantes fundamentos materiais da boa-fé objetiva<sup>241</sup>, sendo esta um princípio informador de todo o Direito Privado<sup>242</sup>,

<sup>237</sup> Como observam Harry Henn e John Alexander, os deveres fiduciários são atribuídos de forma ampla tanto aos diretores e aos membros do Conselho de Administração como também, em algumas situações, ao acionista controlador. HENN, Harry G.; ALEXANDER, John R. **Laws of corporations and other business enterprises**. 3. ed. St. Paul: West Group, 1983. p. 611.

<sup>238</sup> Ibid., p. 612.

<sup>239</sup> Em teoria econômica, a situação em questão é típica de *agency problem*. Uma *agency relationship* é uma situação em que uma pessoa (*principal*) contrata uma outra (*agent*), para agir em seu interesse, delegando poderes de decisão a esta. POSNER, Richard. **Economic analysis of Law**. 6. ed. New York: Aspen Publishers, 2003. p. 114. A relação *principal-agent* e os problemas advindos dessa relação — os *agency problems* — são típicos dos laços existentes entre acionistas de uma sociedade e os administradores nomeados para defender os seus interesses e os interesses da companhia. YAZBEK, 2007, op. cit., p. 43-44. Quais são as conseqüências disso? Como o *agent* ocupa uma especial posição, pois age com mais informações do que dispõe o *principal*, essa situação lhe impõe um dever de extrema boa-fé e não somente o dever contratual de padrão de boa-fé ordinária. Deve ele agir como se estivesse agindo para si próprio, isto é, na persecução dos melhores interesses do *principal*. Deve o *agent*, por conseguinte, abster-se de agir em interesse próprio em situações de conflito com os interesses do *principal*. A essa situação conflituosa é dado o nome de *agency problem*. POSNER, 2003, op. cit., p. 114. Essa problemática relação analisada pela teoria econômica sofre profunda intervenção do Direito, que busca, através de regras próprias, cercar o administrador de deveres e de responsabilidades a fim de enquadrá-lo em um regime jurídico que enfraqueça o risco moral (*moral hazard*, como chamam os economistas), isto é, o risco de que o administrador faça uso de uma posição privilegiada para obter vantagens indevidas às custas da confiança nele depositada em uma típica relação de fidúcia.

<sup>240</sup> “Assim, administrar constitui um poder-dever, que reflete o caráter fiduciário do cargo de administrador, já que este é responsável pela gestão do negócio social em nome dos acionistas”. PARENTE, 2005, op. cit., p. 88.

<sup>241</sup> SILVA, Jorge Cesa Ferreira da. **A boa-fé e a violação positiva do contrato**. São Paulo: Renovar, 2007. p. 48. Ainda, segundo o citado autor, “a confiança é um dos elementos mais importantes da boa-fé objetiva. Assim, “a noção de boa-fé objetiva é informada por um núcleo valorativo, dentro do qual se visualizam a lealdade, honestidade e a confiança”. Ibid., p. 37. Sobre a importância da confiança nas relações contratuais, cf. também: FORGIONI, Paula A. Interpretação dos negócios empresariais. In: FERNANDES, Wanderley (coord.). **Fundamentos e princípios dos contratos empresariais**. São Paulo: Saraiva, 2007. p. 77-155, em especial p. 86-91, 95-97 e 126-136 e Id., 2008a, op. cit., p. 551-559.

<sup>242</sup> Como observa Judith H. Martins-Costa, os dispositivos referentes à boa-fé objetiva do Código Civil são plenamente aplicáveis ao microsistema da Lei n. 6.404/76. Assim o é, pois o Código, como eixo central de todo o Direito Privado, influencia a Lei das S.A., a qual não é estanque, mas permeável à sua influência. Não resta dúvida, portanto, de que os deveres impostos aos administradores e aos controladores na referida Lei são expandidos pelo sistema da boa-fé do Código Civil. É no contrato societário, inclusive, que a boa-fé opera em nível máximo. MARTINS-COSTA, Judith H. **Sociedades anônimas: deveres dos administradores**. Palestra proferida no dia 03 de março de 2008. Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRGS. Curso de Especialização em Direito Empresarial. Assim, a boa-

inclusive das relações administrador-acionistas e controlador-minoritário.

A venda de um terreno de propriedade do controlador (ou mesmo de um dos administradores) para que nele a companhia construa uma nova planta industrial consiste em uma situação bastante ilustrativa, porquanto enseja um potencial conflito de interesses<sup>243</sup> (interesse do controlador como proprietário de um bem em negociação *versus* interesse da companhia por ele controlada); assim, o proprietário-controlador, cuja influência decisória na companhia é obviamente muito grande (se não absoluta), talvez se sinta inclinado a contratar com a companhia em condições de favorecimento pessoal<sup>244</sup>.

Do mesmo modo, casos como esse acima descrito são muito comuns em ambientes de oferta hostil, nos quais, por exemplo, um controlador pode querer resistir (inclusive às custas da saúde financeira da companhia) a uma tomada de controle por interesse próprio (de manter-se “senhor da empresa”), ainda que em detrimento da própria companhia e de seus minoritários (para os quais a proposta pode ser bastante

---

fé objetiva, como norma de comportamento, impõe aos administradores e controladores uma longa lista de deveres, como os elencados por Judith Martins-Costa: dever de cuidado, de providência e de segurança; deveres de aviso e de esclarecimento; deveres de informação; dever de prestar contas; deveres de colaboração e de cooperação; deveres de proteção e de cuidado com a pessoa e o patrimônio da contraparte (na relação societária não exatamente uma contraparte); deveres de omissão e de segredo. Id., 2000, p. 439. Esses deveres guardam íntima relação com os deveres impostos aos administradores e aos controladores das companhias, como se pode observar na seqüência do presente trabalho.

<sup>243</sup> Conflito de interesses, como a expressão já faz sugerir, é toda situação em que se contrapõem os interesses da companhia, de um lado, e de acionista ou de administrador, de outro. Pode acontecer, por exemplo, da Companhia A estar estudando uma fusão com a Companhia B, sua concorrente, cujo controlador também é seu acionista minoritário. Neste caso, há um potencial conflito de interesses, pois é natural que aquele acionista não seja absolutamente imparcial na hora de exprimir a sua vontade. Neste caso, nada mais correto, então, do que a Lei das S.A. exigir a abstenção desse acionista na deliberação sobre a fusão. Com esse escopo, a Lei das S.A. contém normas sobre *conflito de interesses*, mais especificamente falando, dispõe sobre situações em que o interesse pessoal do acionista ou do administrador pode não convergir exatamente com aquilo que seria o melhor para a companhia (interesse pessoal v. interesse da companhia).

<sup>244</sup> O Art. 117, §1º, alínea “f”, indica ser modalidade de abuso de poder “contratar com a companhia, diretamente ou através de outrem, ou da sociedade na qual tenha interesse, em condições de favorecimento ou não-eqüitativas”. No mesmo sentido, o Art. 156 proíbe o administrador de intervir “em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores, cumprindo-lhe científicá-los do seu impedimento e fazer consignar, em ata de reunião do Conselho de Administração ou da diretoria, a natureza e extensão do seu interesse”.

vantajosa)<sup>245</sup>.

Justamente para evitar que situações como esta resultem em prejuízo para a companhia (e obviamente para os outros sujeitos interessados), é que a Lei das S.A. atribui deveres de duas ordens aos administradores e aos controladores.

Existem, de um lado, regras específicas, prescrevendo determinados comportamentos a serem observados pelos administradores. Esses comportamentos, positivos ou negativos, são aferíveis aprioristicamente pela simples leitura do texto da lei e dizem respeito a situações específicas, como a regra que diz que a diretoria deve fazer elaborar as demonstrações financeiras da companhia ao fim de cada exercício social (Art. 176 da Lei das S.A.)<sup>246</sup>, ou a que os manda providenciar a publicação dos documentos relativos à constituição da companhia bem como a certidão do arquivamento destes nos 30 (trinta) dias subseqüentes ao mesmo em órgão oficial do local da sede da sociedade (Art. 98 da Lei das S.A.)<sup>247</sup>. Além do comportamento esperado do administrador ser facilmente aferível do texto da lei, a transgressão dessas regras também o é, como o caso do disposto no Artigo 134, §1º, da Lei das S.A.<sup>248</sup>,

<sup>245</sup> Os deveres impostos aos controladores e aos administradores tutelam diretamente a companhia (pois é ela quem, diretamente, experimenta o dano causado por aquele que desatende o dever cuja observância lhe é exigida). Mas é possível, também, que os danos atinjam, indiretamente, outras pessoas relacionadas à companhia, como minoritários e terceiros que com ela se relacionam. Um administrador que leva a empresa gerida à falência por atos infringentes aos deveres a ele atribuídos não só prejudica a companhia e seus acionistas mas também empregados, credores, fornecedores e consumidores, por exemplo. Cf. nesse sentido ZANINI, 1998, op. cit., p. 138-139. Passa-se, portanto, a um duplo alargamento: dos sujeitos aos quais são atribuídos os deveres, passando da esfera exclusiva dos administradores, para alcançar a dos controladores e, quiçá, de minoritários, na hipótese de abuso da minoria (ver: *ibid.*, p. 141) assim como uma extensão dos tutelados: da companhia (diretamente protegidos), até os acionistas e demais pessoas afetadas pela atividade desenvolvida pela empresa (indiretamente protegidos).

<sup>246</sup> “Art. 176. Ao fim de cada exercício social, a diretoria fará elaborar, com base na escrituração mercantil da companhia, as seguintes demonstrações financeiras, que deverão exprimir com clareza a situação do patrimônio da companhia e as mutações ocorridas no exercício: I - balanço patrimonial; II - demonstração dos lucros ou prejuízos acumulados; III - demonstração do resultado do exercício; e IV - demonstração das origens e aplicações de recursos”.

<sup>247</sup> “Art. 98. Arquivados os documentos relativos à constituição da companhia, os seus administradores providenciarão, nos 30 (trinta) dias subseqüentes, a publicação deles, bem como a de certidão do arquivamento, em órgão oficial do local de sua sede”.

<sup>248</sup> “Art. 134. Instalada a assembléia geral, proceder-se-á, se requerida por qualquer acionista, à leitura dos documentos referidos no Artigo 133 e do parecer do Conselho Fiscal, se houver, os quais serão submetidos pela mesa à discussão e votação. § 1º Os administradores da companhia, ou ao menos um deles, e o auditor independente, se houver, deverão estar presentes à assembléia para atender a

que requer a presença de ao menos um dos administradores da companhia na assembléia geral ordinária, para prestar eventuais esclarecimentos aos acionistas. Neste caso, não se fazendo presente nenhum dos administradores na assembléia, configurada está a infração<sup>249</sup>.

Por outro lado, existem deveres genéricos atribuídos aos administradores<sup>250</sup>, verdadeiras fórmulas largas, denominadas padrões de conduta ou *standards* comportamentais, que conferem ao intérprete e aplicador da lei uma mobilidade hermenêutica<sup>251</sup>. Esses deveres, especialmente os deveres de diligência e de lealdade (por razões que veremos mais adiante), constituem verdadeiras cláusulas gerais, que permitem sujeitar inúmeras situações a uma consequência jurídica, sem que haja a necessidade de prevê-las antecipadamente<sup>252</sup>. Por isso, a opção por pautas móveis de comportamento como técnica legislativa, apresenta inegáveis vantagens em certas situações, inclusive quando da tentativa de aferição da legalidade de certa conduta de administradores em contexto de oferta hostil, pela simples razão de que é impossível prever, antecipadamente, toda sorte de técnicas de defesa empregadas por eles nestas situações ou mesmo se a situação fática permite ou não fazer uso dessas medidas<sup>253</sup>.

Ainda com relação aos deveres genéricos, é preciso salientar o fato de que não há uma unidade na doutrina relativamente à sua classificação. Não cabe aqui deslindarmos tal questão em profundidade, bastando, para o propósito do presente trabalho, referirmos que esses *standards* de comportamento são classificados, no mais

---

pedidos de esclarecimentos de acionistas, mas os administradores não poderão votar, como acionistas ou procuradores, os documentos referidos neste Artigo”.

<sup>249</sup> MARTINS COSTA, 2006, op. cit., p. 59

<sup>250</sup> Aos controladores também são atribuídos deveres genéricos da mesma ordem, como o caso do Art. 116 da Lei das S.A.: “O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender”.

<sup>251</sup> Ibid., p. 60.

<sup>252</sup> Nesse sentido, cf. PARENTE, 2005, op. cit., p. 34-35.

<sup>253</sup> Nesse mesmo sentido, corrobora Luiz Felipe Duarte Martins Costa: “O legislador procedeu muito bem ao eleger essa técnica legislativa, uma vez que administrar uma sociedade significa apreciar, em cada momento, qual é a melhor forma de atuação para seus interesses, o que não admite juízos apriorísticos. Por certo, não há uma regra geral que fixe, de maneira concreta, a forma de atuar do administrador frente à ampla gama de situações que podem surgir no curso da vida empresarial (salvo no cumprimento dos deveres específicos já mencionados), que não admitem enumeração ou predeterminação (...)”. MARTINS COSTA, 2006, op. cit., p. 59-60.

das vezes, em três espécies principais: os (i) deveres de diligência, (ii) de lealdade e de (iii) obediência<sup>254</sup>.

Todos os outros deveres, estes de caráter mais específico, são decorrentes daqueles. É o caso do dever de informar, por exemplo, intimamente ligado ao dever de lealdade. A respeito disso, a motivação do legislador em exigir do administrador a revelação da sua posição acionária na companhia quando da investidura no cargo e de suas eventuais modificações (Artigo 157 *caput* e §1º da Lei das S.A.)<sup>255</sup> reside na idéia de evitar especiais vantagens oriundas da posição ocupada na Administração da companhia, diminuindo-se, desta maneira, o risco de ser priorizado o interesse pessoal em detrimento do interesse social<sup>256</sup>, corolário do dever de lealdade.

No que concerne à aplicação desses deveres genéricos de conduta, é importantíssimo levar em conta algumas peculiaridades do caso concreto, já que a extensão das obrigações para com a companhia, assim como da respectiva responsabilidade dos administradores, pode variar de acordo com os órgãos em que atuam<sup>257</sup>, de acordo com as suas respectivas atribuições, além das características

---

<sup>254</sup> HENN; ALEXANDER, 1983, op. cit., p. 612.

<sup>255</sup> Art. 157. "O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular". Além disso, a pedido de acionistas que representem ao menos 5% do capital social, o administrador é obrigado a revelar em assembléia geral ordinária: Art. 157, §1º, c) "o número dos valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior". b) "as opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior".

<sup>256</sup> MARTINS COSTA, 2006, op. cit., p. 61.

<sup>257</sup> Como refere Luiz Felipe Duarte Martins Costa, "desde já adiante-se que os deveres dos administradores aplicam-se a todos eles indistintamente, seja o órgão colegiado (Conselho de Administração), seja precipuamente singular (diretoria), o que não implica que essa individualização na aplicação dos deveres modifique a natureza das atribuições traçadas pela lei, ao repartir os poderes-funções entre os diferentes órgãos que compõem a estrutura administrativa da sociedade anônima. Explique-se melhor. Os membros do Conselho de Administração não têm poderes individuais no cumprimento de quaisquer atribuições orgânicas, sejam elas deliberativas, sejam fiscalizatórias, sejam propriamente administrativas, já que as resoluções desse órgão, sempre, devem ser tomadas de forma colegiada. As prerrogativas inerentes ao exercício do cargo encontram essa limitação da natureza do órgão que ocupam. (...) Dessa forma, os conselheiros devem, individualmente, cumprir os deveres que a lei prescreve, sempre com respeito à forma colegiada que caracteriza o Conselho de Administração. Não se pode confundir, pois a imputação individual dos deveres dos conselheiros com as atribuições colegiadas que a lei prescreve ao órgão. Os deveres recaem sobre os ocupantes do órgão; as atribuições, ao órgão como um todo. Entretanto, isso não significa que os conselheiros sempre ficam



inerentes à própria companhia, como a área em que atua, o porte do negócio (número de acionistas, empregados, fornecedores, credores, etc.), a sua situação econômica e financeira, a relevância da empresa para a comunidade, o impacto ambiental da atividade, bem como do momento da tomada de decisão, possivelmente influenciado pelo tempo e pelas informações disponíveis para avaliação, sem esquecer de eventuais pressões do mercado ou da matriz e daí afora<sup>258</sup>.

Contudo, voltando especial atenção aos deveres genéricos (diligência, lealdade e obediência), faz-se importante referirmos alguns de seus principais desdobramentos, a fim de que possamos ter mais subsídios, para, mais tarde, avaliar a conduta de administradores e de controladores em contexto de oferta hostil.

### 3.3.1 Dever de diligência

O dever de diligência, uma das matrizes comportamentais daquilo que se espera do administrador de uma companhia, possui vários desdobramentos, os quais, muitas vezes, sequer são mencionados pela doutrina nacional, que os trata apenas genericamente. Outras vezes, sobretudo quando se fala da doutrina norte-americana, recebem atenção especial, sendo tratados nos cursos de *corporate law* separadamente e de forma bastante minuciosa, fruto da extensa experiência jurisprudencial estadunidense relativa à matéria, experiência essa que precede, inclusive, à positivação

---

reféns da maioria na consecução de suas atividades e respondem mesmo que tenham cumprido com seus deveres legais e estatutários. Para evitar possível responsabilização, resta-lhes, dentro de sua independência funcional, se valerem dos mecanismos de isenção de responsabilidade previstos no Art. 158, §1º da Lei n. 6.404/76 (...)" MARTINS COSTA, 2006, op. cit., p. 62-63. Nesse mesmo sentido, ver HENN; ALEXANDER, 1983, op. cit., p. 611.

<sup>258</sup> Henn e Alexander salientam que, ao aplicar o dever de diligência, por exemplo, as Cortes temperam as suas decisões, sempre observando as características específicas do caso concreto, ao levar em consideração se o administrador desempenha as suas atribuições em tempo integral ou parcialmente, se o mesmo é remunerado pelo exercício da sua atividade, se a distância da sua residência é responsável em certa medida pela sua ausência no dia a dia do negócio, se o administrador possui ou não conhecimentos e experiência naquela área específica em que atua a companhia, se sua saúde ou a condição mental podem ter influenciado de certa forma na sua maneira de atuar, etc. Ibid., p. 623.

desses deveres pela legislação estadual e federal<sup>259</sup>.

Independentemente da sua classificação, o importante é que saibamos no que consistem e, que, de uma forma ou de outra, todos os desdobramentos acabam remetendo ao conceito primário do dever de diligência (ou de cuidado – *duty of care* - como é designado pela doutrina norte-americana<sup>260</sup>), qual seja, a idéia de gestão competente e zelosa. Nesse sentido, podemos identificar vários “subdeveres” oriundos do dever de diligência, entre eles os deveres (i) de bem administrar, (ii) de informar-se, (iii) de fiscalizar e (iv) de investigar.

### 3.3.1.1 Dever de bem administrar

O dever de bem administrar talvez seja o mais básico de todos, porque, se a companhia tem por objetivo final o lucro, qualquer que seja a atividade exercida<sup>261</sup>, a gestão competente do negócio há de estar na base daquilo que é esperado do gestor<sup>262</sup>. Tanto é assim que a Lei das S.A. considera o controlador responsável pelos

<sup>259</sup> HENN; ALEXANDER, 1983, op. cit., p. 611.

<sup>260</sup> No Direito norte-americano, a principal fonte dos deveres fiduciários tem origem na jurisprudência, que define as obrigações fundamentais na complexa relação companhia-administrador. Para além disso, a legislação dos vários Estados norte-americanos traz positivados os deveres básicos (diligência, lealdade e obediência), sendo que a grande maioria dessas leis estaduais foram criadas com base no *Business Model Corporation Act - MBCA*, lei modelo sobre sociedades anônimas da *American Bar Association* (nascida dos trabalhos de seu Comitê de Legislação Societária da Seção de Direito Empresarial e revisada pela última vez no ano de 2002). Ademais, é possível encontrar certos deveres na legislação federal, como no *Securities and Exchange Act* de 1934, que estatui regras com relação ao uso de informação privilegiada — *insider trading*, por exemplo. HAMILTON, 2000, op. cit., p. 446-447, 612 ss. Outras fontes, porém sem força legal e vinculante, são o *Corporate Director's Guidebook* da *American Bar Association* (baseado no MBCA, cuja função é auxiliar os administradores de companhias no cumprimento de seus deveres e no entendimento dos modernos princípios de governança corporativa) e o *Principles of Corporate Governance: analysis and recommendations* do *American Law Institute* (cuja função alvo é o auxílio aos tribunais, legisladores e companhias na compreensão sobre os deveres dos administradores). PARENTE, 2005, op. cit., p. 88.

<sup>261</sup> Art. 2º: “Pode ser objeto da companhia qualquer empresa de fim lucrativo (...)”.

<sup>262</sup> O gestor, na persecução desse objetivo, deve atuar dentro do objeto social (*act intra vires*), o que, para alguns, consiste inclusive em um dever fiduciário próprio (“dever de agir dentro do objeto”), com previsão legislativa nos Arts. 154 (“O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem (...)” e 158, II, respondendo, “civilmente, pelos prejuízos que causar, quando proceder: com violação da lei ou do estatuto”. Como o objeto social tem previsão estatutária (reclamando inclusive

danos ocasionados pela eleição de administrador tecnicamente inapto para o cargo<sup>263 264</sup>.

Sobre isso, muitos chegam a identificar um dever autônomo, chamado *dever de qualificar-se* para o exercício do cargo. Com efeito, se, por um lado, a Lei das S.A. não exige que o gestor da companhia possua uma formação técnica específica, por outro, já foi consagrada pela jurisprudência norte-americana a obrigação de se adquirir conhecimentos mínimos e elementares a respeito dos negócios quando se aceita um cargo de Administração<sup>265</sup>. Falta de experiência e ausência de competência específica não podem ser tidas como escusas válidas no cumprimento do dever de bem administrar<sup>266</sup>. Se alguém que não possui tais predicados é convidado a participar da gestão de uma companhia, das duas uma: ou adquire os conhecimentos mínimos necessários ao desempenho da função, ou não aceita o convite<sup>267</sup>.

Entretanto, o *dever de bem administrar* a companhia não se refere apenas à competência do gestor mas também à diligência, consubstanciada em um padrão de comportamento (*standard*), modelo no qual todo administrador deve se enquadrar, a fim de agir, na condução da sociedade, da mesma forma como uma pessoa prudente razoavelmente agiria em circunstâncias similares<sup>268</sup>. Tal dever nos remete à velha noção de comportamento esperado do homem ativo e probo na administração de seus

---

*quorum* qualificado para sua alteração (Art. 136, VI) e dando ao acionista dissidente o direito de retirada (Art. 137)), configurada estaria a previsão legal desta espécie de dever fiduciário. Cf. neste sentido ZANINI, 1998, op. cit., p. 138-139.

<sup>263</sup> Art. 117, *caput*. "O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder". §1º: "São modalidades de abuso de poder: d) eleger administrador ou fiscal que se sabe inapto, moral ou tecnicamente".

<sup>264</sup> Henn e Alexander também salientam a responsabilidade dos membros do Conselho de Administração pela escolha dos diretores. HENN; ALEXANDER, 1983, op. cit., p. 621.

<sup>265</sup> PARENTE, 2005, op. cit., p. 103-104.

<sup>266</sup> PARENTE, loc. cit.

<sup>267</sup> *Ibid.*, p. 103.

<sup>268</sup> CLARK, 1986, op. cit., 123.

próprios negócios<sup>269 270</sup>.

Claro que não se espera que o administrador seja demasiadamente zeloso a ponto de perder boas oportunidades comerciais por excessivo receio ou por aversão ao risco. Sem sombra de dúvida, o modelo de gestor não é o mesmo padrão encontrado no simples pai de família, caracterizado por uma maior passividade e prudência<sup>271</sup>. Como bem observa Luís André de Moura Azevedo, o padrão “pressupõe a comparação da conduta do administrador com o comportamento hipotético de outro administrador profissional frente a uma situação análoga (...)”<sup>272</sup>.

Espera-se do administrador audácia e agressividade em doses que garantam o bom desenvolvimento dos negócios da companhia<sup>273</sup>. Como observa Robert Hamilton, administradores devem ser encorajados a assumir maiores riscos na condução dos negócios quando eles acreditam estar agindo no melhor interesse da companhia<sup>274</sup>.

O modelo, portanto, sofre variações da mesma forma como difere o referencial para a análise da conduta dos gestores, pois deles são esperadas atitudes condizentes

---

<sup>269</sup> Art. 153. “O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na Administração dos seus próprios negócios”. Igual noção de padrão de comportamento é encontrada no Direito norte-americano. FERBER, 2002, op. cit., p. 67.

<sup>270</sup> Para uma análise crítica do padrão do *homem ativo e probo* e sua inadequação como medida para o administrador profissional, cf. PARENTE, 2005, op. cit., p. 41 ss.

<sup>271</sup> MARTINS COSTA, 2006, op. cit., p. 66-67.

<sup>272</sup> MOURA AZEVEDO, 2009, op. cit., p. 98.

<sup>273</sup> Além disso, vale referir a observação de Carlos Klein Zanini, segundo o qual essa noção de homem ativo e probo na administração de seus próprios negócios (a qual serve de parâmetro para a análise da conduta de administradores) não corresponderia exatamente à realidade do moderno gestor das grandes empresas. Com efeito, esse administrador, que auferia rendimentos na ordem dos milhões de reais por ano, cada vez mais se afasta da figura do homem médio. Mais parece um super-homem, pois ganha super-salários, recebe super-benefícios, etc. Este homem seria tudo, menos um homem-médio. Então, o que esperar desse homem? Sem dúvida, muito mais do que se espera do simples homem médio. ZANINI, Carlos Klein. **A boa-fé objetiva e os deveres fiduciários de administradores de S.A.** Palestra proferida no dia 07 de maio de 2008. Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRGS. Curso de Especialização em Direito Empresarial. Para uma análise crítica mais detalhada acerca do padrão do *homem ativo e probo* e sua inadequação como medida para o administrador profissional, cf. PARENTE, 2005, op. cit., p. 41 ss.

<sup>274</sup> HAMILTON, 2000, op. cit., p. 448.

com o ramo de negócios a que se dedica a companhia<sup>275</sup>. Todavia, é importante referir que esse comportamento audacioso não se coaduna com atitudes de imprudência ou de negligência, as quais, certamente, podem levar à responsabilização dos mesmos<sup>276</sup>.

### 3.3.1.2 Dever de informar-se

Em primeiro lugar, como já foi referido, imprudência e atitudes temerárias não se confundem com audácia ou com tino negocial aguçado. Neste sentido, para tomar decisões de forma consciente, o gestor deve estar sempre altamente envolvido em todos os aspectos dos negócios da companhia<sup>277</sup>. Deve participar ativamente das reuniões para as quais é convocado e, quando necessário, ele próprio deve convocar as reuniões, além de se fazer presente no dia a dia companhia<sup>278</sup>.

Quando não for possível estar em todas as ocasiões nas quais talvez fosse importante a sua participação — por absoluta falta de tempo devido ao gigantesco tamanho a que chegam as macroempresas ou mesmo por falta de capacidade técnica específica para compreender determinada particularidade do negócio pela complexidade dos detalhes técnicos envolvidos na atuação de uma companhia farmacêutica ou petroquímica, por exemplo —, deve o gestor valer-se de auxiliares, como gerentes que a ele se reportem e de técnicos especializados, como engenheiros, auditores, consultores e advogados<sup>279</sup>.

---

<sup>275</sup> Da mesma forma, o referencial varia se comparados os deveres do gestor de companhia em relação ao *trustee*. Dos administradores de companhia é esperado e, inclusive, encorajado, o envolvimento da empresa em empreendimentos de risco a fim de maximizar o resultado dos acionistas. Diferentemente, o dever do *trustee* está mais voltado à manutenção e à preservação dos ativos sob seu controle. HAMILTON, 2000, op. cit., p. 444-445.

<sup>276</sup> Como exemplo de atitudes imprudentes que não se confundem com a audácia normal e saudável esperada de um gestor de companhia, basta lembrar as recentes perdas bilionárias de empresas tradicionais como Aracruz, Sadia e Votorantim, cujos administradores apostaram contra o Real, por meio de complexos contratos cambiais que nada protegiam a companhia contra a variação cambial, mas simplesmente traziam a possibilidade de lucro fácil ante a tendência de valorização deste frente ao dólar.

<sup>277</sup> FERBER, 2002, op. cit., p. 68.

<sup>278</sup> Ibid., p. 67.

<sup>279</sup> Ibid., p. 68.

É esperado que o gestor esteja familiarizado, em linhas gerais, com os números da companhia<sup>280</sup>, com a sua contabilidade e com os aspectos legais relacionados aos negócios da mesma<sup>281</sup>.

Deve também conhecer em profundidade os atos constitutivos e as suas posteriores alterações, porque assim saberá os aspectos mais básicos do funcionamento da companhia, isto é, os limites do objeto social, os poderes de cada órgão, etc.<sup>282</sup>.

Ao receber relatórios e estudos elaborados por profissionais da empresa ou por auditores ou consultores externos, o gestor tem a obrigação de fazer o “dever de casa”, tomando conhecimento das informações ali contidas e analisando os dados importantes<sup>283</sup>.

Toda a tomada de decisão deve ser precedida de uma busca por informações suficientes para fornecer ao gestor os dados necessários que lhe possibilite avaliar os riscos e os benefícios envolvidos na operação (dever de informar-se)<sup>284</sup>. É claro que o grau de importância acerca da decisão a ser tomada e todas as circunstâncias do caso concreto é que vão demonstrar qual é o nível de diligência necessário para cada uma delas. Contudo, de qualquer maneira, todos os gestores devem estar ricamente informados sobre os aspectos gerais dos negócios da companhia, além de, é claro, conhecer em profundidade as áreas sob o seu comando (comercial, financeira, industrial, logística, *marketing*, recursos humanos, jurídica, etc.). É seu dever o empenho em busca das informações que sejam necessárias para a sua competente atuação.

A respeito disso, pessoas que assumem cargos apenas para emprestar o seu prestígio à empresa e que não se familiarizam com os negócios da mesma, tampouco

---

<sup>280</sup> FERBER, 2002, op. cit., p. 68.

<sup>281</sup> HENN; ALEXANDER, 1983, op. cit., p. 622.

<sup>282</sup> PARENTE, 2005, op. cit., p. 114.

<sup>283</sup> Ibid., p. 116.

<sup>284</sup> FERBER, 2002, op. cit., p. 67.

assumem as responsabilidades inerentes ao cargo, incorrem no risco de serem consideradas responsáveis por eventuais danos causados à companhia por sua passividade e negligência<sup>285</sup>. Espera-se do administrador diligente, quando impossibilitado de levar a cabo tamanha responsabilidade por absoluta falta de tempo, que ele simplesmente renuncie ao cargo para evitar causar dano à sociedade<sup>286</sup>.

Em se tratando do dever de informar-se aplicado ao contexto de oferta hostil, o *leading case* é o *Smith v. Van Gorkom*<sup>287</sup>, julgado pela Suprema Corte de Delaware em 1985. Nesse caso, Jerome Van Gorkom, CEO e Presidente do Conselho da Trans Union, recomendou à assembléia dos acionistas a aprovação de uma proposta de fusão com a Marmon de Jay Pritzker. O valor estabelecido pelas ações da Trans Union foi de US\$ 55,00, algo acima do preço de mercado pelas mesmas. Entretanto, não houve nenhum estudo para se avaliar se o preço pago estava de acordo com o valor intrínseco da companhia por ação; ainda, nenhum banco de investimento foi consultado; além disso, nenhuma consultoria foi contratada. Ainda assim e apesar de não ter sido objeto de apresentação ou discussão a metodologia pela qual se chegou ao valor das ações da Trans Union, a assembléia aprovou a operação baseada na recomendação de Van Gorkom. No julgamento do caso, a Suprema Corte considerou que os conselheiros foram grosseiramente negligentes, porque rapidamente aprovaram e recomendaram uma operação sem que uma análise mais cuidadosa do valor intrínseco da companhia fosse levada a cabo. Conseqüentemente, o Conselho de Administração violou o dever de diligência, especialmente no que concerne ao dever de informar-se, não podendo ser protegido pela *business judgment rule*.

### 3.3.1.3 Dever de fiscalizar (vigiar)

Um outro desdobramento do dever de diligência é o de *fiscalizar*, também

---

<sup>285</sup> HENN; ALEXANDER, 1983, op. cit., p. 621.

<sup>286</sup> Ibid., p. 622.

<sup>287</sup> *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985).

chamado de *dever de vigiar*, sem dúvida importantíssimo para o bom andamento dos negócios sociais. Consiste, pois, na obrigação que o gestor possui de fiscalizar e de controlar as atividades desenvolvidas por seus subordinados diretos ou indiretos.

Assim, além da necessidade de se contratar funcionários capacitados tecnicamente (sejam eles diretores contratados pelo Conselho de Administração ou gerentes contratados pela diretoria), consiste o dever de fiscalizar em verdadeira obrigação de vigilância exercida sobre aqueles que trabalham sob a supervisão do gestor. Nesse sentido, cumpre importante destaque o papel de fiscalização do Conselho de Administração sobre a diretoria, por exemplo<sup>288</sup>.

#### 3.3.1.4 Dever de investigar

Por seu turno, o dever de investigar consiste em uma derivação potencializada dos deveres de informar-se e de fiscalizar, porque, além de impor ao gestor a obrigação de buscar informações sobre a marcha dos negócios da companhia em seus mais variados aspectos, de apurar a veracidade das informações disponíveis e de fiscalizar seus subordinados, obriga-o a uma atitude altamente pró-ativa, de verdadeira inquirição dos fatos e das circunstâncias quando estas apontam para possíveis irregularidades ou para potenciais riscos para a companhia<sup>289</sup>. Como refere Luiz Felipe Duarte Martins Costa, esta é a “faceta investigativa do dever de diligência”<sup>290</sup>.

Assim, se há indícios de que um funcionário está desfalcando a companhia, cumpre ao administrador investigar essa situação<sup>291</sup>. Além disso, é válida a iniciativa de buscar ajuda de auditores, de consultores e de outros profissionais especializados para

---

<sup>288</sup> MARTINS COSTA, 2006, op. cit., p. 77.

<sup>289</sup> Ibid., p. 75.

<sup>290</sup> Ibid., p. 76.

<sup>291</sup> FERBER, 2002, op. cit., p. 67.



detectar irregularidades e solucioná-las o mais rápido possível<sup>292</sup>.

### 3.3.1.5 Dever de administrar com sucesso?

Cumpre, nesse ponto, indagarmos se ao gestor é imposto um *dever de administrar com sucesso* a companhia. Já dissemos que o dever de bem administrar talvez seja um dos mais básicos dos desdobramentos do dever de diligência. Todavia, traduzir o dever de administrar com competência em uma espécie de obrigação de resultado, pela qual fica o gestor obrigado a administrar a companhia sempre com sucesso, parece-nos algo demasiado.

Com efeito, é pacífico na doutrina que a atividade administrativa é obrigação de meio<sup>293</sup>. Não se espera, pois, que o administrador seja infalível e, nesse sentido, tome todas as decisões certas. Assim, a possibilidade de equívoco é inerente à atividade empresarial, não sendo razoável esperar que o administrador seja infalível<sup>294</sup>. O que se espera, e isso sim é próprio da atividade de gestão, é que o administrador se cerque de todos os dados necessários para uma tomada de decisão consciente, mitigando, assim, o risco de erro. O que pode variar é o grau de reflexão necessária para cada decisão, visto que, por óbvio, entre a contratação de alguns funcionários para o “chão de fábrica” de uma indústria e uma fusão de bilhões de dólares existe uma diferença bastante considerável na avaliação a ser feita.

Assim sendo, tomadas todas as medidas cabíveis para uma decisão consciente, nada pode se alegar no que diz respeito à violação do dever de diligência. Nem a eventual falência da empresa, por si só, acarreta a responsabilização dos gestores, pois o risco e a má sorte são igualmente inerentes ao exercício da atividade empresarial.

---

<sup>292</sup> FERBER, 2002, op. cit, p. 67.

<sup>293</sup> PARENTE, 2005, op. cit., p. 49.

<sup>294</sup> FERBER, loc. cit.

### 3.3.1.5.1 A *business judgement rule*

Questão interessante reside no *business judgement rule*, princípio erigido pela jurisprudência norte-americana, pelo qual um tribunal se recusa a analisar uma decisão relativa à gestão da companhia, exceto se houver fortes indícios de que os administradores violaram os deveres de diligência<sup>295</sup> ou os de lealdade. Deste modo, se a decisão foi tomada de forma consciente, com base em informações adequadas, e de boa-fé, o conteúdo da decisão (mérito) não pode ser revisto, mesmo que ela não tenha produzido bons resultados.

Em outras palavras, os tribunais não desafiam as decisões negociais dos administradores quando estes cumprem com os seus deveres, atuando de boa-fé, com a diligência com que agiria uma pessoa comum prudente na mesma situação e crendo, de forma razoável, que estão agindo no melhor interesse da companhia.

O fundamento para essa regra, afirmam alguns, reside no fato de que os juízes não possuem formação específica na área empresarial, o que pode fazer com que as suas decisões sejam completamente afastadas da realidade e, conseqüentemente, equivocadas. Além disso, os tribunais apenas teriam uma visão míope do caso concreto, visto que é muito difícil transpor para os processos judiciais todos os fatos que podem influir em uma tomada de decisão empresarial. Ainda, uma avaliação posterior da decisão pode ser entorpecida pelo fato de que aquele que a analisa já conhece o resultado da mesma.

---

<sup>295</sup> Em sua dissertação de Mestrado, Marcelo Vieira Von Adamek, com base em pesquisa realizada por Estelle Scholastique, traz interessante apanhado de decisões equivocadas de gestores e que violaram, no caso concreto, o dever de diligência, entre elas: a conclusão de negociações com perdas, quer seja devido à concessão de descontos muito expressivos, quer seja à conclusão de contratos em geral desfavoráveis, a ausência de estudos de mercado, o recurso a procedimentos de financiamento inadequados, as despesas desmedidas em relação às possibilidades da sociedade, os investimentos não-produtivos em material ou mão-de-obra (não-qualificada ou desnecessária), colocação de uma diretoria-geral inadequada, a aceitação de encomendas demasiadas para a capacidade da empresa (que levam a sociedade a pagar perdas e danos pesados por inexecução) e a negociação de financiamentos bancários baseados em balanços excessivamente otimistas. VON ADAMEK, Marcelo Vieira. **Responsabilidade civil dos administradores de S/A**. Dissertação. (Mestrado em Direito). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006. p. 120.

Ademais, como observa Flávia Parente, a regra visa

evitar que os tribunais e os próprios sócios substituam os administradores em seu mister. Vale dizer, o juízo de oportunidade e conveniência de uma decisão empresarial não pode ser exercido por juízes ou por quaisquer outras pessoas — trata-se de prerrogativa exclusiva dos administradores, que, em razão da sua experiência e do acesso que têm a informações, estão mais habilitados do que os juízes e os próprios acionistas a tomar quaisquer decisões referentes à companhia. (...) <sup>296</sup>.

Para além disso, ao nosso ver, irrefutável é o fato já referido de que o risco é inerente à atividade empresarial e que é praticamente impossível tomar decisões totalmente seguras no mundo dos negócios — sem sombra de dúvida, muitas decisões são arriscadas e controvertidas. Portanto, a Administração deve poder tomar decisões sem o medo de ser processada por um “erro honesto”.

Sobre isso, Flávia Parente lembra que

a *business judgment rule* tem por finalidade oferecer ampla proteção às decisões de negócios bens informadas, constituindo uma espécie de ‘porto seguro’ para os administradores, que devem ser encorajados não apenas a assumir cargos de Administração como também a correr determinados riscos que são inerentes à gestão empresarial <sup>297</sup>.

A *business judgement rule* sinaliza para o fato de que seria injusto esperar da Administração decisões perfeitas todo o tempo. Como refere Marcelo Vieira Von Adamek em nota de rodapé citando Pedro Caetano Nunes,

é economicamente desejável a tomada de decisões arriscadas, sendo que um sistema em que fosse exercido um apertado controle judicial *ex post* das decisões empresariais inibiria os administradores de tomarem decisões arriscadas. É preferível incentivar os administradores a tomarem decisões arriscadas, exigindo, no entanto, que se informem devidamente antes de o fazerem <sup>298</sup>.

É com base no *business judgement rule* que as Cortes norte-americanas têm tradicionalmente absolvido administradores por adorem táticas de defesa contra ofertas hostis, mesmo quando essas produzem, eventualmente, efeitos negativos para os acionistas. Com efeito, quando da adoção de uma medida defensiva, se a Administração honestamente acreditava que estava agindo no melhor interesse da

<sup>296</sup> PARENTE, 2005, op. cit., p. 72.

<sup>297</sup> Ibid., p. 71-72.

<sup>298</sup> VON ADAMEK, 2006, op. cit., p. 120.

companhia e a decisão foi tomada com respeito ao dever de diligência<sup>299</sup>, não há porque temer uma responsabilização — assim decidiu a Suprema Corte de Delaware em *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co*<sup>300</sup>.

### 3.3.2 Dever de lealdade

Daqueles que governam a sociedade não se espera apenas competência e zelo. Além disso, é absolutamente fundamental que controlador e administrador sejam leais à companhia<sup>301</sup>. Não se trata de mero enunciado genérico acerca de expectativa de probidade e de lealdade, porém de verdadeiras normas cogentes, lastradas pela boa-fé, tais como as dos Artigos 117, 155, 156, da Lei das S.A., destinadas, por exemplo, a impedir a utilização de oportunidades comerciais e a obtenção de benefícios de quaisquer ordem, advindos da posição em que se encontram<sup>302</sup>. Além disso, o rol dos

<sup>299</sup> Deve-se ainda observar que, em Delaware, constata-se a redução do nível de diligência exigível dos administradores, que estarão protegidos pela *business judgement rule* desde que não se verifique grave negligência (*gross negligência*). PARENTE, 2005, op. cit., p. 78. Além disso, é interessante referir que, a partir do caso *Van Gorkom*, muitos Estados norte-americanos, incluindo Delaware, criaram leis, permitindo que fossem incluídos nos contratos sociais dispositivos que protegem os administradores da responsabilidade por danos patrimoniais decorrentes da violação do dever de diligência. Ibid., p. 84.

<sup>300</sup> *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985).

<sup>301</sup> A lealdade está no núcleo valorativo da boa-fé, assim como a confiança e a honestidade. Segundo Jorge Cesa Ferreira da Silva, “a noção de boa-fé objetiva é informada por um núcleo valorativo, dentro do qual se visualizam a lealdade, honestidade e a confiança” (...). SILVA, 2007, op. cit., p. 48.

<sup>302</sup> Art. 155. “O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado: I – usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo; II – omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia; III – adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir”. Art. 156. “É vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores, cumprindo-lhe cientificá-los do seu impedimento e fazer consignar em ata de reunião do Conselho de Administração ou da diretoria, a natureza e extensão do seu interesse. §1º Ainda que observado o disposto neste Artigo, o administrador somente pode contratar com a companhia em condições razoáveis ou eqüitativas, idênticas às que prevalecem no mercado ou em que a companhia contrataria com terceiros. §2º. o negócio contratado com infração do disposto no §1º é anulável, e o administrador interessado será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que dele tiver auferido”. Especificamente com relação ao controlador, está disposto no Art. 117, §1º: “São modalidades de exercício abusivo de poder”: f) “contratar com a companhia, diretamente ou através de outrem, ou da sociedade na qual tenha interesse, em condições de favorecimento ou não-eqüitativas”. Além disso, prevê o Art. 116, § único, deveres e responsabilidades do controlador “para com os demais acionistas da

Artigos 117 e 155 (relativos à responsabilidade do controlador por atos praticados com excesso de poder e ao dever de lealdade do administrador que impõe a proibição de certos atos) afigura-se como meramente exemplificativo, possuindo, na realidade, verdadeiro caráter de cláusula geral do dever de lealdade, de modo que estes dispositivos estariam plenamente aptos a balizar o comportamento de controladores e de administradores em contextos de oferta hostil.

Com efeito, como gestores do patrimônio alheio, controladores e administradores possuem uma série de deveres para com aqueles cujo patrimônio é gerido — típicos de uma relação de fidúcia — os quais têm por escopo impedir (ou ao menos tentar impedir) que o fiduciário tire vantagem de sua posição em detrimento daqueles que nele depositam confiança. Como bem salienta Paulo Fernando Campos Salles de Toledo, os administradores “*devem servir a companhia, e não servir-se dela*”<sup>303</sup>.

Portanto, quando um controlador ou um administrador faz uso dos fundos sociais com o intuito de manter o controle da sociedade, tirando, assim, dos demais acionistas a oportunidade de venderem as suas ações com lucro, aqueles podem estar usurpando um direito que lhes pertencia e violando o dever de lealdade. Estariam, talvez, a servir-se da companhia e não a servi-la.

As demais situações relativas ao dever de lealdade, inclusive às respectivas ao conflito de interesses, porque guardam relação direta com a problemática da análise da conduta dos administradores e dos controladores em contexto de oferta hostil, serão por nós visitadas na seqüência.

No entanto, achamos por bem estabelecer um corte na matéria tratada na presente dissertação ao fim da disciplina dos deveres dos administradores e dos

---

empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender”.

<sup>303</sup> “(...) o administrador deve servir com lealdade à companhia. Deve, portanto, ser fiel aos interesses e à finalidade da empresa, honrando os compromissos assumidos. Deve servir à companhia, e não servir-se dela”. SALLES DE TOLEDO, Paulo Fernando Campos. **O Conselho de Administração na sociedade anônima**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999. p. 58.

controladores, de modo a fixar um limite para o presente trabalho antes do estudo referente à responsabilidade de administradores e de controladores, naturalmente subsequente à análise daqueles. Assim o fizemos, pois, se o objetivo da presente dissertação é proceder a uma análise da conduta daqueles sujeitos, as consequências dessa conduta (a sua análise mais aprofundada) alargaria demasiadamente o conteúdo da mesma, o qual, por si só, já é bastante amplo.

De um modo geral, a previsão dos deveres de lealdade guarda relação com a existência de potenciais conflitos de interesses entre os detentores do poder de gestão e a companhia ou aqueles cujo patrimônio é gerido. Como observa Luiz Felipe Duarte Marins Costa, “os amplos poderes e atribuições de que dispõem os administradores para perseguirem o interesse social têm, como inafastável risco, a possibilidade de os mesmos serem utilizados também de forma contrária a esse interesse”<sup>304</sup>. É que a natureza humana, muitas vezes, pode fazer com que aquele que detém o poder fique inclinado a beneficiar-se às custas daqueles que nele confiam — e assim o é em vários campos da vida em sociedade.

Ciente disso, o legislador previu uma série de situações específicas em que controladores e administradores devem abster-se de certas condutas ou mesmo estabeleceu obrigações positivas a esses sujeitos a fim de evitar o prejuízo ao interesse social, consistindo em desdobramentos do dever de lealdade. Com relação aos administradores, são eles: i) o dever de não usurpar de oportunidades da companhia; ii) o dever de aproveitar as oportunidades surgidas no curso das atividades sociais; iii) o dever de não concorrer com a companhia; iv) o dever de não atuar em conflito de interesses; v) o dever de manter reserva sobre os negócios da companhia; além de uma série de obrigações relacionadas ao dever de informar (também um desdobramento do dever de lealdade), como: vi) o combate ao uso de informação privilegiada (*insider trading*); vii) o dever de sigilo; viii) o dever de informar (divulgar).

---

<sup>304</sup> MARTINS COSTA, 2006, op. cit., p. 93.

### 3.3.2.1 Dever de não usurpar oportunidades da companhia

Com relação ao dever de não usurpar oportunidades da companhia (Art. 155, I, da Lei das S.A.), bastante ilustrativo é o caso *Guth v. Loft Inc.*, pelo qual a companhia processou o seu ex-presidente, Charles Guth, por ter-lhe usurpado oportunidade comercial. O caso consiste, resumidamente, no seguinte: a Loft Inc. produzia refrigerantes com o uso de xarope fornecido pela Coca-Cola. Algum tempo depois, devido aos altos preços praticados pela Coca-Cola, passou a adquirir a matéria-prima da Pepsi-Cola, que, entretanto, veio a enfrentar sérias dificuldades financeiras. Aproveitando-se da oportunidade, Charles Guth adquiriu o controle da Pepsi e passou ele próprio a fornecer xarope de refrigerante para a Loft Inc. Entretanto, acreditando que a oportunidade de comprar a Pepsi era sua e que o seu então presidente tinha o dever de dar-lhe a chance de aquisição em primeiro lugar, a Loft Inc. processou-o, tendo a Corte de Delaware acatado o pedido por considerar que aquela era uma oportunidade comercial da companhia e não de Charles Guth, que teve que devolver a Loft os lucros auferidos com a operação<sup>305</sup>.

Nesse exato contexto a Lei das S.A. prevê que:

O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo (Art. 155, I, da Lei das S.A.)<sup>306</sup>.

Em outras palavras, aplica-se o velho dizer: “dai a César o que é de César”; em linguagem societária, “dai a companhia, pelo melhor preço possível, o que pertence à companhia”<sup>307</sup>.

---

<sup>305</sup> Para uma análise mais profunda do referido dever de não usurpar oportunidade da companhia, cf. HENN; ALEXANDER, 1983, op. cit., p. 637 ss.

<sup>306</sup> O inciso III do Art. 155 também se encaixa na situação: “III - adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir”. É a clássica situação, tão referida pelos manuais de Direito Societário, segundo a qual o administrador, sabendo da necessidade de a companhia adquirir um terreno específico para a construção de uma nova planta industrial, adquire-o antecipadamente para, então, revendê-lo com lucro à companhia.

<sup>307</sup> HAMILTON, 2000, op. cit., p. 478.

### 3.3.2.2 Dever de aproveitar as oportunidades surgidas no curso das atividades

Contudo, não cabe apenas ao administrador abster-se de usurpar oportunidades comerciais da companhia: cumpre-lhe também o dever de aproveitar as oportunidades que surjam durante o curso das atividades sociais. Essa modalidade está muito próxima do dever de diligência, porque o gestor zeloso jamais deixa passar um bom negócio para a companhia, ao menos não antes de avaliá-lo cuidadosamente. A conexão com o dever de lealdade dá-se, porém, no ponto em que a oportunidade perdida deixa de ser um desleixo do administrador para se tornar um ato de má-fé, a fim de favorecer uma companhia concorrente, por exemplo. É o caso do inciso II do Artigo 155 da Lei das S.A.:

O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado II - omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia.

Além disso, o dever de aproveitar as oportunidades talvez possa ser tratado por um outro ângulo, ou seja, daquele que precisa evitar um negócio para que possa concretizar um outro considerado mais vantajoso. Com efeito, quando os administradores julgam estar diante de uma boa oportunidade, pode ser que, para aproveitá-la, seja preciso descartar outras menos atraentes. Em alguns casos, talvez seja preciso, inclusive, defender-se dessas outras, notadamente quando há alguém tentando forçar a aprovação de um negócio que automaticamente exclui aquele que é tido como o mais benéfico — foi o que aconteceu em *Paramount Communication, Inc. v. Time, Inc.*<sup>308</sup> No caso em questão, julgado pela Suprema Corte de Delaware em 1990, a Administração da Time viu-se obrigada a fazer uso de várias táticas de defesa para impedir que a Paramount tomasse o seu controle, já que esse era considerado um mau negócio para os acionistas a longo prazo (apesar de um substancial ganho a curto prazo). Na ótica da Administração, os acionistas ganhariam muito mais com uma combinação amigável entre a sua companhia e a Warner, negócio esse que já vinha

---

<sup>308</sup> *Paramount Communication, Inc. v. Time, Inc.*, 571 A.2d 1140 (Del. 1990).



sendo estruturado há algum tempo e que estava em estágio inicial de implementação quando do lançamento da oferta da Paramount.

A Paramount alegou que os administradores violaram os seus deveres fiduciários, porque não retiraram as defesas armadas contra a oferta de tomada de controle, dificultando o acesso dos acionistas ao prêmio da oferta. Por outro lado, a Time alegou que a combinação dos seus negócios com o da Warner seria uma operação muito mais vantajosa a longo prazo; ao revés, a oferta da Paramount traria apenas um lucro efêmero. A Suprema Corte de Delaware, aplicando a *business judgement rule*, ficou ao lado da Time, sustentando que é da Administração o dever de gerir a companhia, por isso ela está autorizada, inclusive, a dizer não a uma oferta de tomada de controle desde que possa demonstrar, razoavelmente, estar agindo de boa-fé, diligentemente e no melhor interesse dos acionistas.

### 3.3.2.3 Dever de não concorrer com a companhia

Além de não roubar as oportunidades comerciais da companhia e de aproveitar aquelas que surgem no curso do desenvolvimento das atividades, cabe ao administrador também não concorrer com ela. Com efeito, consequência lógica do dever de lealdade, essa vedação está configurada no dever de não concorrer e funda-se na idéia de que o acesso irrestrito do administrador a um manancial de informações fundamentais do negócio por ele gerido pode consistir em uma situação potencialmente perigosa, sobretudo pelo fato de que pode usá-las para beneficiar os seus negócios ou os de uma outra sociedade na qual tenha particular interesse. Sendo assim, inadmissível é a situação em que o gestor concorre de qualquer forma com a companhia cuja direção lhe é confiada<sup>309</sup>.

---

<sup>309</sup> Para uma análise mais profunda do referido dever de não concorrer com a companhia, cf. HENN; ALEXANDER, 1983, op. cit., p. 628 ss.

### 3.3.2.4 Dever de não atuar em conflito de interesses com a companhia

Por seu turno, o dever de não-atuação em conflito de interesses com a companhia (Art. 156 da Lei das S.A.) constitui assunto da mais alta relevância quando do estudo do dever de lealdade<sup>310</sup>, sendo também um dos temas basilares na análise da conduta dos administradores em contexto de oferta hostil.

Em primeiro lugar, o Artigo 147, §3º, I e II, da Lei das S.A., estabelece, de antemão e em capítulo não-específico sobre o conflito de interesses, que o membro do Conselho de Administração, salvo dispensa da assembléia geral, não pode ser eleito para o cargo, caso (I) ocupe cargos em sociedades que possam ser consideradas concorrentes no mercado, em especial em conselhos consultivos, de administração ou fiscal; ou (II) tenha interesse conflitante com a sociedade<sup>311</sup>.

Uma vez instalado na gestão da companhia, é proibido ao administrador participar de operações na qual possa haver conflito entre o seu interesse pessoal e o interesse da companhia (Art. 156 da Lei das S.A.)<sup>312</sup>. Não há, como se denota da leitura do dispositivo em questão, qualquer proibição de que a companhia contrate com o gestor ou com a empresa da qual ela participa, havendo ressalva apenas quanto à participação desse gestor na formação da vontade social, seja representando-a como

---

<sup>310</sup> É relevante, aqui, a observação de Paulo de Toledo: “A primeira observação, de ordem formal, a ser feita é a de que, neste dispositivo, o legislador apartou-se da técnica que estava adotando e, ao invés de tratar de um novo dever, versou sobre uma proibição. Ora, as vedações correspondem sempre, na seção que está sendo examinada da Lei das S.A., a certos deveres, e tendem a fazer com que sejam cumpridos. Desse modo, a vedação contida no Artigo referente ao conflito de interesses também corresponde a certo dever. O legislador não se preocupou em explicar qual é, mas a colocação da norma, e, principalmente, seu conteúdo, levam à conclusão de que a vedação de conduta aqui regulada relaciona-se ao dever de lealdade. A assertiva reforça o que foi dito acerca do posicionamento da norma relativa ao *insider trading*, situada, como agora se percebe, entre as disposições referentes ao dever de lealdade”. SALLES DE TOLEDO, 1999, op. cit., p. 61.

<sup>311</sup> Art. 147. § 3º “O conselheiro deve ter reputação ilibada, não podendo ser eleito, salvo dispensa da assembléia geral, aquele que: I - ocupar cargos em sociedades que possam ser consideradas concorrentes no mercado, em especial, em conselhos consultivos, de administração ou fiscal; e II - tiver interesse conflitante com a sociedade”.

<sup>312</sup> Art. 156. “É vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores, cumprindo-lhe cientificá-los do seu impedimento e fazer consignar, em ata de reunião do Conselho de Administração ou da diretoria, a natureza e extensão do seu interesse”.

diretor seja participando da deliberação como conselheiro, por exemplo.

Cumpra ao administrador impedido (que não intervirá no negócio<sup>313</sup>), no entanto, cientificar os demais gestores de seu impedimento e fazer consignar em ata da reunião do Conselho de Administração ou da diretoria a natureza e a extensão do seu impedimento (Art. 156 da Lei das S.A.). Se ainda assim a companhia deseja contratar com o administrador (ou com a sociedade da qual ele faz parte), deve fazer isso em condições razoáveis ou equitativas, idênticas às de mercado (§1º do Art. 156 da Lei das S.A.), sendo anulável o negócio fora destas condições e restituíveis as vantagens auferidas (§2º do Art. 156 da Lei das S.A.). Deste modo, observa-se que a lei não proíbe o negócio, porém o cerca de condições especiais para garantir a probidade da operação (lealdade).

É necessário ressaltar agora que o dever de não atuar em conflito de interesses possui uma especial relevância para a análise da conduta da Administração da companhia quando da adoção de táticas de defesa. Como as ofertas hostis de tomada de controle quase sempre representam risco de perda de poder, essas situações apresentam a possibilidade de atuação em conflito de interesses sempre que alguma medida for adotada com o intuito de frustrar a tomada de controle e garantir a perpetuação da Administração<sup>314</sup>.

A verificação de conflito de interesses pode, inclusive, levar ao afastamento da *business judgement rule* e ocasionar a inversão do ônus da prova, fazendo com que a Administração tenha o dever de provar que determinada medida foi adotada no que se considerava ser o melhor interesse da companhia — assim decidiu a Suprema Corte de Delaware em *Cheff v. Mathes*, por exemplo<sup>315</sup>.

---

<sup>313</sup> Não pode intervir, deliberar, tampouco opinar, sugerir ou, sob qualquer forma, influenciar a deliberação dos órgãos da companhia. Refira-se também que há conflito quando o administrador está indiretamente interessado na operação, como na hipótese em que participem desta pessoas ligadas ao gestor. MARTINS COSTA, 2006, op. cit., p. 102.

<sup>314</sup> O'KELLEY, Charles R. T.; THOMPSON, Robert B. **Corporations and other business associations**. 5. ed. New York: Aspen Publishers, 2006. p. 757.

<sup>315</sup> *Cheff v. Mathes* 199 A.2d 548 (Del. Ch. 1964).

### 3.3.3 Os deveres relacionados à informação como desdobramentos do dever de lealdade

Analisando os deveres relacionados à informação, pode-se observar uma íntima relação entre estes e o dever de lealdade. Senão vejamos:

#### 3.3.3.1 Dever de manter reserva sobre os negócios da companhia (dever de sigilo)

O dever de manter reserva sobre os negócios da companhia consiste em um primeiro passo em direção aos deveres relacionados à informação. Nesse ponto, talvez seja preciso lembrar que os deveres relacionados à informação têm relação íntima com o dever de lealdade. Em outras palavras, nada mais são do que derivações do mesmo, pois visam impor retidão e integridade à atuação dos gestores, que têm acesso a um cabedal de informações relevantes da vida empresarial, impedindo-os (ou ao menos tentando impedir) de cometer atos de deslealdade. É espécie do gênero *dever de sigilo*, do qual também é espécie o *dever de não divulgar informação privilegiada*.

Assim, quando a lei fixa que o administrador deve manter reserva sobre os negócios da companhia (Artigo 155 da Lei das S.A.)<sup>316</sup>, está a dizer que o gestor deve ser reservado e discreto com relação às informações as quais tem acesso no curso do desenvolvimento das atividades da empresa<sup>317</sup>. Como refere Luiz Felipe Duarte Martins Costa, o administrador, no exercício de suas funções, possui livre acesso à contabilidade, aos contratos, aos planos estratégicos, aos segredos industriais, entre eles as invenções, as patentes, os descobrimentos científicos, os desenhos, os modelos industriais, as técnicas de produção, além de informações referentes às

---

<sup>316</sup> Art. 155. “O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios (...)”.

<sup>317</sup> As informações relevantes e sigilosas (referentes ao *insider trading*) terão tratamento próprio e constituirão dever específico para os administradores o qual será visto mais adiante.

estratégias de venda, a planos financeiros, à relação de clientes e fornecedores e a todo um manancial de informações sigilosas, todas de grande valor para os concorrentes<sup>318</sup>. Deve o gestor, portanto, abster-se de prejudicar a companhia, revelando essas informações<sup>319</sup>.

### 3.3.3.2 Dever de não divulgar informação privilegiada (dever de sigilo)

Na esteira da análise dos deveres relativos à informação, vejamos agora os deveres de não divulgar e de não utilizar informação privilegiada. Já dissemos algumas vezes no curso do presente trabalho que os deveres relativos à informação são conseqüência lógica do dever de lealdade. Sobre isso, a Lei das S.A. trata dos deveres e das responsabilidades dos administradores no Capítulo XII, Seção IV (Artigos 153 a 160). Todavia, por técnica legislativa, separou os dispositivos relativos ao *dever de lealdade* (Artigos 155 e 156) daquele que se refere ao *dever de informar* (Artigo 157). Apesar disso, prevê regras relativas ao *deveres de não informar (dever de sigilo)* e de *não usar utilizar informação privilegiada*, mais especificamente aquelas relativas ao mercado de capitais, juntamente com o *dever de lealdade*, o que colabora, em certa medida, para atrapalhar a compreensão do intérprete.

A respeito disso, se formos observar os parágrafos 1º ao 4º do Artigo 155, identificaremos que eles cuidam do combate ao *insider trading*, prática estritamente

---

<sup>318</sup> MARTINS COSTA, 2006, op. cit., p. 108.

<sup>319</sup> Um desdobramento interessante do *dever de sigilo* consiste na obrigação que o gestor tem de certificar-se de que certas informações sigilosas, mesmo quando reveladas, por força de certas situações, a terceiros, permaneçam secretas para o público em geral. É o caso, por exemplo, das informações passadas a um advogado ou a uma empresa de consultoria, das informações técnicas entregues a um parceiro comercial (como as necessárias no caso da formação de uma *joint venture*) ou as informações repassadas a um fornecedor, que precisará ter acesso aos dados técnicos de um produto para fabricar e para fornecer alguns dos componentes que nele serão utilizados. Nesses casos, o gestor encarregado do intercâmbio de informações está obrigado a tomar todas as precauções necessárias para manter a informação em segredo, seja pela celebração de acordo de confidencialidade com o parceiro, por meio de cláusula contratual ou por qualquer outro meio hábil. Note-se, entretanto, que esse dever está muito mais relacionado ao dever de diligência, aproximando-se com o dever de lealdade apenas se houver malícia na divulgação da informação.

ligada à probidade administrativa, daí a razão de tratá-los conjuntamente com o dever de lealdade — mais especificamente, o §1º manda o administrador guardar sigilo sobre a informação relevante ainda não-divulgada, enquanto que o §4º veda a utilização da mesma<sup>320</sup>.

O *insider trading* (ou o uso de informação privilegiada) é a utilização de informação relevante e sigilosa por pessoa que, por força do seu exercício profissional ou por relação com a empresa, está “por dentro” dos negócios da companhia.

Sobre isso, são quatro os elementos que caracterizam a prática de *insider trading*. Em primeiro lugar, a informação utilizada deve ser *relevante*, o que equivale a dizer que deve ser vista à luz do fato relevante descrito no Artigo 2º da Instrução CVM 358. É, portanto, em linhas gerais, toda e qualquer decisão do controlador, deliberação da assembléia geral ou dos órgãos de Administração da companhia aberta (ou qualquer outro fato de caráter político-administrativo, técnico, comercial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios), que possa influir, de modo ponderável, na cotação dos seus valores mobiliários e na decisão dos investidores de comprar, de vender ou de manter esses títulos. São exemplos de fatos relevantes aqueles relacionados às seguintes situações: a mudança no controle da companhia; o fechamento de capital; a incorporação, a fusão ou a cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas a esta; a renegociação de dívidas; a alteração de direitos e de vantagens dos valores mobiliários de sua emissão; a divulgação de lucro ou de prejuízo; o início, a retomada ou a paralisação da fabricação de produto ou da prestação de serviço; a descoberta, a mudança ou o desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia; a modificação de projeções divulgadas pela companhia, o pedido de recuperação judicial ou extrajudicial; a propositura de ação judicial que possa vir a afetar a situação econômico-financeira da companhia, entre outras.

---

<sup>320</sup> Art. 155, §1º. “Cumprido, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para o mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários”. Art. 155, §4º. “É vedada a utilização de informação relevante ainda não-divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários”.

Contudo, não basta que a informação seja relevante, é necessário também que ela seja sigilosa (segundo elemento), caracterizada como tal, o simples fato de ainda não ter sido divulgada ao mercado. Sendo relevante e sigilosa, é conseqüentemente uma informação privilegiada.

O terceiro elemento é o uso dessa informação privilegiada para a negociação com as ações da companhia. Nesse desiderato, o sujeito pode objetivar tanto o lucro como evitar o prejuízo. Tanto um como o outro podem caracterizar a conduta como *insider trading*.

Por fim, o quarto elemento é a utilização dessa informação por alguém que está “por dentro” dos negócios da companhia — é o chamado *insider*. Nesse perfil, estão compreendidos os controladores, os administradores, sejam eles diretores ou membros do Conselho de Administração, os subordinados a esses e terceiros de sua confiança<sup>321</sup>, os membros do Conselho Fiscal, os membros de órgãos técnicos e consultivos, como o Conselho Consultivo, Conselho Editorial, o Comitê de Auditoria, entre outros, e as demais pessoas que possam ter acesso a esse tipo de informação, tais como advogados, auditores, analistas, consultores e, de uma maneira geral, parentes, amigos e outros relacionamentos de todas essas figuras até aqui citadas<sup>322</sup>.

É necessário destacar agora que o dever de não divulgar informação privilegiada possui uma relação direta com as ofertas públicas, visto que o próprio lançamento de uma operação como essa consiste em uma informação privilegiada, portanto capaz de

---

<sup>321</sup> “Além do dever fundamental de evitar o vazamento a pessoas que não teriam acesso às informações relevantes, cabe ao administrador zelar para que todas as pessoas que, por dever profissional ou relação com a empresa, tenham esse acesso guardem, por sua vez, o sigilo sobre essas mesmas informações, evitando de sua parte o fenômeno do vazamento (*leakage*)”, cf. CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**, v. 3. 2. ed. rev. São Paulo: Saraiva, 1998b. p. 266. No mesmo sentido, remetemos a SALLES DE TOLEDO, 1999, op. cit., p. 61.

<sup>322</sup> “(...) em salutar medida, a Lei n. 10.303/01 acrescentou o §4º ao Art. 155 e ampliou o rol das pessoas vedadas a negociar, de tal forma que qualquer um que tenha acesso à informação relevante pode ser agente da *insider trading*. Destaquem-se os chamados *market insiders*, isto é, aqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, como auditores independentes, advogados, analistas de valores mobiliários, intermediários financeiros, consultores e integrantes do sistema de distribuição, que, muitas vezes, acessam a informação privilegiada antes de sua divulgação. Incluem-se aqui os chamados *tippees*, isto é, pessoas que recebem a “dica” da informação privilegiada”, cf. MARTINS COSTA, 2006, op. cit., p. 125.

alterar a cotação dos valores mobiliários tanto da ofertante como da companhia-alvo. Nesse sentido, o Art. 260 da Lei das S.A.<sup>323</sup> prevê o dever de sigilo atribuído ao ofertante, à instituição financeira intermediária e à própria CVM.

Esse dever de sigilo tem, pois, por objetivo evitar o surgimento de condições artificiais de demanda e de oferta dos valores mobiliários envolvidos na operação bem como prevenir a tomada de manobras defensivas de administradores da companhia-alvo, no sentido de frustrar o sucesso da transação, para que possam manter as suas posições.

#### 3.3.3.3 Dever de não utilizar informação privilegiada (combate ao *insider trading*)

Além do dever de não divulgar informação privilegiada, cabe ao insider, obviamente, não utilizar essa informação em proveito próprio. É interessante referir que no recente caso de tentativa de tomada hostil da Perdigão pela Sabia houve a utilização de informação privilegiada por parte de um executivo da ofertante, que negociou ADRs no mercado norte-americano com o intuito de obter benefícios de ordem financeira com a operação que ainda estava para ser lançada, situação que foi descoberta pela SEC, a qual puniu exemplarmente o tal executivo.

#### 3.3.3.4 Dever de informar (divulgar)

Outro importante dever relativo à informação é o próprio *dever de informar (duty of disclosure)*. Diz respeito, em essência, ao dever que o administrador e o controlador

---

<sup>323</sup> Art. 260. “Até a publicação da oferta, o ofertante, a instituição financeira intermediária e a Comissão de Valores Mobiliários devem manter sigilo sobre a oferta projetada, respondendo o infrator pelos danos que causar”.



têm de informar a sua posição acionária e suas eventuais modificações<sup>324 325</sup>, bem como a obrigação de os administradores divulgarem os benefícios ou as vantagens eventualmente recebidos<sup>326</sup>. Além disso, cabe à companhia o dever de informar as condições dos contratos de trabalho de diretores e de empregados de alto nível<sup>327</sup> e fatos relevantes em geral<sup>328</sup>.

Algumas dessas situações têm especial importância em contexto de oferta hostil, visto que se torna mais fácil para o mercado monitorar os movimentos dos agentes envolvidos nessas operações e, se for o caso, responsabilizá-los por abuso de poder ou por desrespeito a outros deveres específicos dos administradores.

Além disso, em *Smith v. Van Gorkom*<sup>329</sup>, a Suprema Corte de Delaware considerou como uma quebra do dever de informar o fato de o Conselho de Administração da Trans Union não ter divulgado aos acionistas reunidos em assembléia

---

<sup>324</sup> Art. 157. “O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular”. Além disso, a pedido de acionistas que representem ao menos 5% do capital social, o administrador é obrigado a revelar em assembléia geral ordinária: Art. 157, §1º, c) “o número dos valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior”. b) “as opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior”.

<sup>325</sup> Art. 116 A. “O acionista controlador da companhia aberta e os acionistas, ou grupo de acionistas, que elegerem membro do Conselho de Administração ou membro do Conselho Fiscal, deverão informar imediatamente as modificações em sua posição acionária na companhia à Comissão de Valores Mobiliários e às Bolsas de Valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão à companhia estejam admitidos à negociação, nas condições e na forma determinadas pela Comissão de Valores Mobiliários”. 157, §6º. “Os administradores da companhia aberta deverão informar imediatamente, nos termos e na forma determinados pela Comissão de Valores Mobiliários, a esta e às Bolsas de Valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, as modificações em suas posições acionárias na companhia”.

<sup>326</sup> A pedido de acionistas que representem ao menos 5% do capital social, o administrador é obrigado a revelar em assembléia geral ordinária: Art. 157, §1º, c) “os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do grupo”.

<sup>327</sup> Art. 157, §1º, d). A pedido de acionistas que representem ao menos 5% do capital social, o administrador é obrigado a revelar em assembléia geral ordinária: “as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível”.

<sup>328</sup> Art. 157, §1º, e) A pedido de acionistas que representem ao menos 5% do capital social, o administrador é obrigado a revelar em assembléia geral ordinária: “quaisquer dos atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia”.

<sup>329</sup> *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985).

todos os dados relativos a operação de fusão com a Marmon, a qual resultou em prejuízo para a companhia<sup>330</sup>.

Outra faceta do dever de informar relativo às ofertas hostis diz respeito ao dever do próprio ofertante e da instituição financeira garantidora da liquidação da operação de informarem aos destinatários da oferta sobre as condições da mesma, sendo responsáveis também pela exatidão das informações prestadas. Esse dever de informar visa dar aos acionistas as condições necessárias para uma tomada de decisão consciente bem como dar conhecimento da oferta ao mercado.

Entretanto, esse dever de informar também possui um reflexo muito importante na esfera da Administração da companhia-alvo, a qual possui, a nosso ver, o dever inequívoco de posicionar-se sobre a oferta lançada, não por obrigação legal — a qual infelizmente não existe explicitamente em nosso ordenamento —, mas pela obrigação primária de proteger os acionistas e a própria companhia de uma eventual proposta inadequada.

Sobre isso, já se posicionou Modesto Carvalhosa em um tempo em que o *boom* de ofertas hostis ainda nem se havia iniciado nos Estados Unidos e quando naquele país ainda nem havia essa obrigação legal:

quanto aos administradores da companhia visada, cabem-lhe diversos deveres, no tocante aos interesses da própria companhia e de seus acionistas. O primeiro deles deveria ser o de manifestar-se a respeito da própria oferta. Ocorre que a lei brasileira nada determinou especificamente. Não obstante, se os administradores julgarem de seu dever alertar os acionistas quanto às deficiências ou mesmo irregularidades da proposta ou, ainda, sob o aspecto empresarial, com relação à inoportunidade ou inconveniência do negócio, deverão indeclinavelmente fazê-lo, com fundamento no dever de não se omitirem na proteção dos direitos da companhia<sup>331</sup>.

---

<sup>330</sup> Nesse sentido, convém referir que é obrigatória a aprovação (ou no mínimo a ratificação) da aquisição hostil por parte da assembleia geral (extraordinária) da companhia ofertante (Art. 256). O fundamento para a aprovação é a proteção dos acionistas da ofertante eventualmente prejudicados por uma aquisição por preço exorbitante. Note-se, entretanto, que nos casos de aquisições de controle de menor repercussão não há a necessidade de aprovação (ou ratificação). Cf. MOURA AZEVEDO, 2009, op. cit.

<sup>331</sup> CARVALHOSA, Modesto. **Oferta pública de aquisição de ações**. Dissertação (concurso para o provimento do cargo de Professor Titular de Direito Comercial). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 1978. p. 36.

E conclui:

Nada impede, por outro lado, que os administradores da companhia visada, concordando com a proposta, publicamente a recomendem aos seus acionistas. Em ambos os casos, a recomendação deve ser jurídica e economicamente fundamentada, ao apontar os méritos e deméritos da proposta e da companhia ofertante e a situação da sociedade visada<sup>332</sup>.

### 3.3.4 Dever de obediência

Por fim, tratemos do dever de obediência e, dentro deste, a sua especialização, o *dever de agir dentro do objeto social (duty of act intra vires)*. De um modo geral, é cediço que o administrador (assim como o controlador) não pode exceder os limites que o estatuto e a lei lhe impõe.

Com relação ao objeto social, o gestor possui um campo de atuação limitado, dentro do qual deve exercer a atividade prevista no estatuto social. Esse campo de atuação pode ser exíguo ou bastante largo, porém, de qualquer forma, deve estar descrito de forma clara e precisa, justamente para que os sócios saibam quais são as regras do jogo e que possam, de antemão, prever o risco ao qual o seu investimento está exposto.

Pois bem, o gestor, na persecução do fim social (lucro), deve atuar estritamente dentro do objeto social (*act intra vires*), o que encontra expressa previsão legislativa na Lei das S.A.<sup>333</sup>, sendo igualmente vedada tal atuação no Direito norte-americano<sup>334</sup>.

Esse elemento de delimitação da atividade exercida pela companhia e, conseqüentemente, pelo gestor, oferece importante ferramenta quando da análise de

<sup>332</sup> CARVALHOSA, 1978, op. cit., p. 250-251.

<sup>333</sup> Art. 154 “O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem (...)” e 158, II, respondendo, “civilmente, pelos prejuízos que causar, quando proceder: com violação da lei ou do estatuto”. Como o objeto social tem previsão estatutária (reclamando inclusive *quorum* qualificado para sua alteração (Art. 136, VI) e dá ao acionista dissidente o direito de retirada (Art. 137), configurada estaria a previsão legal desta espécie de dever fiduciário. Cf. neste sentido ZANINI, 1998, op. cit., p. 138-139.

<sup>334</sup> HENN; ALEXANDER, 1983, op. cit., p. 620.

determinadas condutas eventualmente empreendidas na defesa contra ofertas hostis, visto que o objeto social será sempre um parâmetro útil para se verificar a legitimidade da atuação administrativa ou mesmo do controlador da companhia. Desta forma, a realização de atos ou de atividades completamente estranhos ao objeto social pode denunciar, de antemão, uma conduta transgressora por parte daqueles que se encarregam da defesa da companhia. Exemplificativamente falando, uma companhia de transporte de passageiros por via terrestre pode querer impedir uma oferta hostil com a aquisição de uma empresa de transporte aéreo, levando em consideração que a ofertante é companhia estrangeira e que enfrentará problemas regulatórios para operar nesse setor. Todavia, se o transporte aéreo não estiver previsto no estatuto e se este, por qualquer motivo, não puder ser alargado, os defensores estarão incorrendo em conduta denominada da *ultra vires*, pela qual poderão ser responsabilizados.

Em *Moran v. Household International, Inc.*<sup>335</sup>, um dos principais pontos atacados pelos apelantes era o de que a Administração da Household tinha excedido manifestamente os seus poderes ao adotar um *rights plan* — espécie de tática de defesa que examinaremos mais adiante. A Suprema Corte de Delaware, no entanto, entendeu como válida a adoção da medida.

#### 3.4. Aplicação dos deveres fiduciários aos controladores

Como observa Calixto Salomão Filho, devido à realidade brasileira, na qual são os controladores os administradores por excelência do patrimônio alheio<sup>336</sup>, é natural que a lei lhes atribua os mesmos deveres fiduciários<sup>337</sup>. Os Artigos 116, 117 e 115, analisados nesta ordem, fornecem um quadro geral daquilo que é esperado dos controladores.

---

<sup>335</sup> *Moran v. Household International* 500 A.2d 1346 (Del. 1985)

<sup>336</sup> SALOMÃO FILHO, 2006a, op. cit., p. 170.

<sup>337</sup> Nesse mesmo sentido, referiu Eduardo Salomão Neto: "(...) o curso natural seguido pela jurisprudência norte-americana foi aplicar também ao controlador as regras impositivas de deveres fiduciários derivadas do *trust*". SALOMÃO NETO, 1966, op. cit., p. 103.

O Artigo 116 funciona como uma cláusula geral ao estabelecer que o controlador deve usar o poder conferido pela lei de dirigir os rumos da companhia para fazê-la realizar seu objeto (conseqüentemente produzindo lucros e os distribuindo). Nesse desiderato, cumpre a sua função social quando respeita os direitos dos minoritários, dos trabalhadores e da comunidade em que atua, contribuindo para o desenvolvimento do país, ao aumentar o bem-estar geral.

Por sua vez, o Artigo 117 estabelece que o controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder e oferece uma lista, não exaustiva<sup>338</sup>, de hipóteses em que este sujeito abusa da sua condição, causando danos indenizáveis. Trata o referido dispositivo da orientação da companhia para fim estranho ao objeto social (alínea a), do favorecimento de outra sociedade em prejuízo dos minoritários (também alínea a), da liquidação da companhia próspera (alínea b), da alteração societária, da emissão de valores mobiliários ou da adoção de políticas ou decisões que não tenham por fim o interesse da companhia (alínea c – dispositivo aplicável em muitos casos de adoção de táticas de defesa), da eleição de administrador ou de fiscal inapto, moral ou tecnicamente (também alínea c), da indução do administrador a perpetrar ilegalidade ou a descumprir os seus deveres (alínea e), da contratação com a companhia em condição de favorecimento, entre outras.

Todavia, como o rol de condutas é exemplificativo e como ao controlador seria possível imputar os mesmos deveres atribuídos aos administradores, Calixto Salomão Filho sustenta ser possível proibi-lo de votar no interesse próprio nas deliberações em que possa dela se beneficiar — assim como o administrador é impedido de formar a vontade da sociedade quando possui interesses contrapostos aos dela<sup>339</sup>. Na mesma medida, é-lhe proibido usurpar oportunidade comercial da companhia, por exemplo.

---

<sup>338</sup> De acordo com Calixto Salomão Filho, “o especial poder a ele conferido (ao controlador), deve estar sujeito a deveres muito amplos, não sujeitos à enumeração exaustiva. Isso é decorrência direta da cláusula geral do Art. 116, que, ao falar em respeitar e atender fielmente os interesses dos acionistas minoritários, dos trabalhadores e da comunidade, transforma o controlador em portador de deveres fiduciários amplos em relação a todas essas categorias”. SALOMÃO FILHO, 2006a, op. cit., p. 171.

<sup>339</sup> A base para tal posição estaria no §1º do Art. 115 da Lei das S.A.: “O acionista não poderá votar nas deliberações (...), nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou que tiver interesse conflitante com o da companhia”.

Acrescente-se a isso a disposição do Artigo 115, que considera abusivo o voto que traga vantagens ao controlador e que cause prejuízo ao interesse da companhia; tem-se, então, um apanhado geral dos deveres do controlador.

De mais a mais, os deveres fiduciários atribuídos aos administradores e aos controladores são estudados de maneira conjunta pela doutrina norte-americana, porque, como observa Robert Hamilton, os poderes conferidos a esses sujeitos são similares e estão consubstanciados na faculdade de controlar e de administrar diretamente da empresa<sup>340</sup>.

### 3.5 Responsabilidade de controladores e de administradores

Seria, porém, absolutamente inócuo atribuir uma série de deveres a controladores e a administradores se eles não estivessem enquadrados em um esquema de responsabilidade apto a penalizá-los quando da violação daqueles.

Sobre isso, o Artigo 115 da Lei das S.A. prevê que o acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia, sendo considerado abusivo o voto exercido com o fim de obter vantagem, para si ou para outrem, a qual não faz jus e que resulte, ou potencialmente possa resultar, em prejuízo para a companhia ou para os outros acionistas. Igualmente, abusivo é o voto exercido com a pretensão específica de causar dano à companhia e aos outros acionistas.

Como salienta o §3º do mesmo dispositivo, o voto é direito do acionista, o qual responde, portanto, pelo exercício abusivo deste direito (direito de voto)<sup>341</sup>. Essa responsabilidade decorre, também, da conjugação dos Artigos 186, 187 e 927 do Código Civil. A respeito disso, têm-se os referidos dispositivos: “aquele que (...) violar

---

<sup>340</sup> HAMILTON, 2000, op. cit., p. 444.

<sup>341</sup> §3º “o acionista responde pelos danos causados pelo exercício abusivo do direito de voto, ainda que seu voto não haja prevalecido”.

direito e causar dano a outrem (...) comete ato ilícito” (Art. 186). “Comete ato ilícito o titular de um direito que, ao exercê-lo, excede manifestamente os limites impostos pelo ser fim econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes” (Art.187). “Aquele que, por ato ilícito, causar dano a outrem, é obrigado a repará-lo” (Art. 927).

Na seqüência, a Lei das S.A. impõe especificamente ao controlador o dever de usar o poder que lhe é conferido como fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir a sua função social (Art. 116)<sup>342</sup>; além disso, a referida Lei classifica uma série de condutas como exercício abusivo de poder, pelos quais responde civilmente pelos prejuízos que causar (Art. 117).

Da mesma forma, respondem os administradores pelos prejuízos que causarem à companhia (Art. 158). Se essa responsabilidade é subjetiva ou objetiva, isso depende da interpretação dada aos incisos I e II desse mesmo dispositivo. Acerca deles divergem a doutrina: alguns apontam para ambas como sendo subjetiva; outros dizem que ela é sempre objetiva, enquanto que a maioria sustenta ser o inciso I caso de responsabilidade subjetiva e o II, de objetiva. Não cabe, no entanto, à finalidade do presente trabalho esmiuçar todas as peculiaridades acerca da responsabilidade civil de controladores e de administradores. Cabe aqui apenas consignar, ainda que de uma maneira bastante ampla, que há um esquema efetivo para responsabilizar controladores e administradores pela quebra de seus deveres fiduciários.

---

<sup>342</sup> Art. 116 (...) “igualmente com deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender”.

## **PARTE II - A DISPUTA PELO CONTROLE**

Neste ponto do trabalho, analisadas as principais questões relacionadas ao poder de controle, ao interesse social e aos deveres de controladores e administradores, é hora de focarmos na disputa pelo controle das companhias na sua modalidade mais polêmica: a oferta hostil.

### **4 A OFERTA HOSTIL**

A oferta hostil, como fenômeno complexo que é, demanda uma análise que não poderia ser a estritamente jurídica - embora a análise jurídica seja, por óbvio, o foco do presente trabalho. É forçosa, pois, uma investigação que transcende o campo geralmente explorado pelos juristas, atingindo o âmbito econômico, o qual fornecerá importantes ferramentas para a compreensão do fenômeno regulado pelo Direito. Nesse sentido, iniciaremos o presente capítulo com uma incursão nos aspectos econômicos da oferta hostil, para, logo depois, ingressarmos em uma análise eminentemente jurídica.

#### **4.1 Aspectos gerais**

Nos mercados em que há companhias de capital pulverizado, aquelas cujo acionista controlador não detém a maioria do capital votante, ou mesmo nos casos em que não há acionista controlador<sup>343</sup>, as ofertas hostis figuram entre os principais meios de aquisição do controle societário, ao lado da alienação privada de controle e da

---

<sup>343</sup> Controle minoritário e administrativo, respectivamente. Para uma melhor investigação acerca das espécies de controle, conferir o Capítulo 1 do presente estudo e os clássicos BERLE; MEANS, 1984, op. cit., p. 85 ss. e COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2005, op. cit., p. 79 ss.



escalada em Bolsa de Valores<sup>344</sup>.

A alienação privada de controle, aliás, é, na maioria das vezes, o caminho natural quando se deseja adquirir o poder de mando de uma companhia. Ocorre ordinariamente por meio de negociações entre a parte interessada na aquisição e o acionista controlador, podendo, ao fim das tratativas, resultar na venda das ações que garantam o controle da sociedade. Contudo, quando a companhia é controlada por um acionista que não possui a maioria do capital votante ou quando esse poder é exercido pelos administradores em caso de extrema pulverização, o mais provável é que o interessado apresente aos órgãos diretivos da sociedade-alvo a oferta que pretende endereçar ao mercado para a aquisição do controle, e, esses, por sua vez, comuniquem-na aos minoritários, juntamente com um parecer favorável ou não sobre a operação.

Todavia, em certas ocasiões, por motivos de estratégia empresarial, já que a reação dos investidores depende muito da posição dos administradores da companhia (essa pode ser desfavorável aos interesses do ofertante), o caminho seguido é o da tentativa de tomada hostil.

Dá-se uma oferta hostil, basicamente, quando alguém<sup>345</sup>, pessoa física ou jurídica, vai diretamente ao mercado com uma oferta para adquirir uma determinada quantidade de ações que lhe garanta o poder de controle da companhia. Nesse

---

<sup>344</sup> Há outros meios, embora não muito comuns, que, em determinadas situações, podem configurar aquisição de controle, tais como a subscrição de aumento de capital e a conversão de debêntures em ações, entre outros.

<sup>345</sup> O *Securities and Exchange Act*, emendado pelo *Williams Act*, traz uma importante definição de pessoa para fins de oferta hostil: se duas ou mais pessoas (físicas ou jurídicas) agem conjuntamente para assumir o controle de uma companhia, elas deverão ser consideradas como um grupo e as regras atinentes às OPA, como as de *disclosure*, recaem sobre todas elas. Assim, se "X" deseja criar uma base acionária confortável, digamos 20%, antes de lançar uma oferta hostil sobre a Companhia Alfa e age em conluio com outras pessoas, físicas ou jurídicas, para não chamar a atenção do mercado quebrando a barreira dos 5% (quando esse percentual é atingido, a SEC, a Bolsa e a companhia emissora devem ser notificadas), essas devem ser consideradas como um grupo e portanto devem ser identificados como tal na oferta de aquisição. CLARK, 1986, op. cit., p. 549, 551-552). No Brasil, com fundamento no *full and fair disclosure*, as pessoas, ao agirem como grupo em um movimento de tomada de controle por meio de oferta pública, também devem ser identificadas como tal para que sejam dadas aos destinatários, assim como à companhia e ao mercado como um todo, as condições necessárias para se avaliar a proposta.

movimento, o ofertante não consulta nem avisa previamente os administradores ou os controladores da companhia acerca das suas intenções, pois há a real possibilidade do efetivo sucesso da operação mesmo contra a vontade desses. Daí a denominação hostil, que, embora dê uma conotação pejorativa ao mecanismo, não passa de um jargão de mercado, visto que a oferta pode muito bem ser positiva para os acionistas, para a companhia assediada e para o mercado de uma maneira geral<sup>346</sup>.

O nome técnico para esse instrumento é oferta pública para a aquisição de controle — neste texto, também referida por OPA para a aquisição do controle<sup>347</sup> ou pelo jargão de oferta hostil e suas variações.

É importante sublinhar que a OPA para a aquisição de controle consiste em um mecanismo eficaz para a tomada de poder, porque, diferentemente da alienação privada, dispensa o ofertante da anuência do controlador ou dos administradores para a concretização do seu intento, além de oferecer inegáveis vantagens em relação à escalada em Bolsa, notadamente quanto ao tempo despendido no negócio e ao valor da operação que tende a ser consideravelmente mais alto nesta do que naquela hipótese.

Quanto à classificação desse instrumento, é importante observar que a OPA para a aquisição de controle é espécie do gênero oferta pública de aquisição de ações de companhia aberta, cujas modalidades - incluída a espécie objeto do presente trabalho —, são 6 (seis): i) OPA para fechamento de capital (cancelamento de registro); ii) OPA por aumento de participação (que ocasiona a iliquidez do papel); iii) OPA por alienação de controle (*tag along*); iv) OPA para a aquisição do controle (oferta hostil ou

---

<sup>346</sup> Como bem observa Plínio Shiguematsu, ofertas podem iniciar hostis, mas, dependendo das suas condições, as quais inclusive podem ser melhoradas, passam a ser vistas positivamente pela própria administração e controlador. Foi o que se deu nos casos *Mittal v. Arcelor* e *Inbev v. Anheuser-Busch*. SHIGUEMATSU, Plínio J. L. Mecanismos de proteção e estratégias de defesa em tomadas hostis de controle. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos de. (coord.). **Direito Societário: desafios atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 392.

<sup>347</sup> Alguns autores a chamam de oferta pública de aquisição *a priori* em vista da existência da oferta pública de aquisição obrigatória, também chamada *a posteriori*, a qual ocorre após e em consequência da alienação privada do controle de companhia aberta (Art. 254 A da Lei das S.A.). Para um estudo mais aprofundado acerca da OPA obrigatória, conferir PRADO, Roberta Nioac. **Oferta pública de ações obrigatória nas S.A.** – *Tag Along*. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 43 ss.

não); v) OPA concorrente; vi) OPA voluntária.

A Instrução CVM 361, em seu Art. 2º, embora em ordem diversa e não exatamente com denominação que aqui utilizamos, classifica-as da seguinte forma:

- i) *OPA para fechamento de capital*, também chamada de OPA para cancelamento de registro. É a modalidade de OPA obrigatória quando do fechamento do capital da companhia aberta, por meio da qual o controlador ou a companhia emissora faz em uma oferta ao público para a aquisição da totalidade de ações no mercado. Dá-se, no mais das vezes, por razões de mercado ou de estratégia empresarial, como o fechamento para uma possível alienação da companhia. Possui previsão também no Art. 4º, § 4º da Lei das S.A. e Art. 21, § 6º da Lei n. 6385/76;
- ii) *OPA por aumento de participação* que gera uma situação de iliquidez do papel. Também é espécie de OPA obrigatória. Dá-se quando o controlador eleva a sua participação na companhia aberta sob seu controle à porcentagem que impeça a liquidez dos papéis remanescentes no mercado<sup>348</sup>. Nesse caso, o controlador é obrigado a proceder a oferta para a aquisição das ações ainda disponíveis<sup>349</sup>. Também encontra previsão legal no Art. 4º, § 6º da Lei das S.A.;
- iii) *OPA por alienação de controle (tag along)*. Também chamada de *OPA a posteriori*, pois ocorre após e em consequência da alienação privada do controle de companhia aberta. Assim, quando as partes interessadas celebram contrato de alienação privada de controle de sociedade anônima aberta, o adquirente fica obrigado a fazer uma oferta pública aos minoritários que assegure, caso esses também queiram vender as suas ações, o preço mínimo equivalente a 80% do

---

<sup>348</sup> Segundo as normas gerais expedidas pela CVM.

<sup>349</sup> O preço deve ser justo, sendo ao menos igual ao valor de avaliação da companhia, apurado com base nos critérios, adotados de forma isolada ou combinada, de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos, de cotação das ações no Mercado de Valores Mobiliários, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, assegurada a revisão do valor da oferta (Art. 4º, § 4º, da Lei das S.A.).

valor pago por ação com direito a voto do controlador, sob pena de o negócio jurídico de alienação do controle carecer de eficácia. Funda-se esta última na necessidade de impedir que tal movimento tire a liquidez das ações remanescentes no mercado. Os parâmetros são expedidos pela CVM e a oferta pública deve abranger a totalidade das ações remanescentes no mercado. Também encontra previsão no Art. 254-A da Lei das S.A.;

- iv) *OPA para aquisição do controle de companhia.* É espécie de OPA voluntária pela qual o ofertante pretende assumir o controle de determinada companhia, adquirindo as participações acionárias pertencentes a diversos acionistas. Ocorre quando não há uma posição de controle definida ou suficientemente estável. Pode ser hostil ou não: será hostil quando o proponente lança a oferta sem o conhecimento ou mesmo contra a vontade do atual controlador da companhia ou de seus administradores; será não-hostil ou “amigável”, quando o controlador ou os administradores se manifestarem favoráveis a ela ou mesmo se absterem de qualquer manifestação a seu respeito. Essa modalidade, além de estar sujeita às regras gerais da Instrução CVM 361, é regulada pelo disposto nos Artigos 257 a 263 da Lei das S.A.
- v) *OPA concorrente.* É espécie de OPA voluntária feita por um terceiro que não o ofertante e que tenha por objeto as mesmas ações da oferta já veiculada. Encontra previsão legal no Art. 262 da Lei das S.A.;
- vi) *OPA voluntária.* Visa à aquisição de ações da companhia aberta, sem se encaixar em nenhuma das hipóteses especificamente tratadas anteriormente. É o caso, por exemplo, de uma oferta para a compra de uma determinada quantidade de ações, sem, contudo, causar uma alteração significativa no panorama de controle da companhia. Essa aquisição pode ter por objeto o número de ações suficientes para a formação de uma minoria qualificada, utilizada, muitas vezes, para exercer pressão sobre os controladores ou sobre os administradores da companhia a fim de se obter vantagens. Além disso, pode

ser a modalidade escolhida para que o controlador reforce a sua participação na companhia aberta a qual controla, seja para transformar uma situação de controle minoritário em majoritário, seja para dar ao atual controlador o percentual necessário para o fechamento do capital da companhia, manobra que levará, obrigatoriamente, a uma segunda OPA, isto é, a de cancelamento de registro. Essa modalidade está sujeita às regras gerais da Instrução CVM 361.

#### 4.2 Teorias sobre as possíveis motivações para o lançamento de uma oferta hostil

Neste ponto, cabem algumas indagações: o que leva as companhias a se lançarem nessas complicadas batalhas pelo controle societário? Por qual razão o adquirente geralmente paga substanciais prêmios aos acionistas da companhia-alvo<sup>350</sup>? Para tentar responder a essas perguntas, buscaremos auxílio na doutrina norte-americana, sobretudo em autores como Robert Clark, John Coffee Jr., Frank Easterbrook e Daniel Fischel, em busca de uma síntese sobre o assunto.

É pertinente ainda a advertência no sentido de que a doutrina é extremamente prolífica quando o assunto são as ofertas hostis, de modo que ao longo dessa exposição serão citados outros analistas de contribuição significativa, tais como Lucian Bebchuk, Reinier Kraakman, Bernard Black, Michael Jensen, entre outros.

Começemos assim pela exposição de Robert Clark, que afora as vantagens e desvantagens da modalidade (oferta hostil) em relação aos outros meios de aquisição de controle (cessão privada, escalada em Bolsa, *proxy fights*, entre outros), as quais analisaremos um pouco mais detidamente logo a seguir, aponta 5 (cinco) possíveis explicações para o porquê de as companhias lançarem ofertas hostis. São elas: i) os ganhos advindos de uma melhor administração; ii) os ganhos de sinergia; iii) os benefícios advindos da formação de monopólio; iv) as vantagens pessoais dos

---

<sup>350</sup> Os prêmios são, na média, de 30% maiores do que o preço de mercado das ações antes da oferta e, não raro, muito maiores do que isso. O'KELLEY; THOMPSON, 2006, op. cit., p. 757.

administradores da ofertante; v) a pilhagem do alvo<sup>351</sup>. Para além disso, John Coffee Jr. acrescenta uma sexta hipótese<sup>352</sup>, a qual dividiremos em duas possíveis explicações, a fim de melhor explaná-la: vi) as barganhas do mercado e; vii) a exploração dos acionistas da companhia-alvo.

#### 4.2.1 Ganhos advindos de uma melhor administração

Segundos os defensores dessa teoria, os ofertantes são forças cruciais do mercado, pois monitoram a *performance* das outras companhias e agem de maneira a corrigir possíveis vieses negativos (empresas ineficientes), por meio da substituição dos maus administradores por outros mais competentes, levando à maximização dos resultados. Desta forma, o ofertante acredita que a empresa sob o seu comando renderá muito mais, compensando inclusive eventuais valores pagos a título de prêmio. Quando aceita essa teoria, as ofertas hostis são consideradas como benéficas tanto para os acionistas como para o mercado, isto é, são criadoras de riqueza e socialmente desejáveis<sup>353</sup>.

Robert Clark lança mão de um caso hipotético bastante exemplificativo: Ernest Shaker, o Diretor Presidente da Calvinist Chemical Corporation, descobriu que uma companhia petrolífera de capital aberto de médio porte, a Quiet Oil Company, tem as suas ações cotadas a 40 dólares, um valor que é menor do que o valor patrimonial por ação (ou talvez ele descubra somente que a razão entre os valores de mercado e patrimonial da *Quiet Oil* é muito mais baixo do que o das outras companhias

<sup>351</sup> CLARK, 1986, op. cit., p. 533-540.

<sup>352</sup> COFFEE JR., John C. Regulating the market for corporate control: a critical assessment of tender offer's role in corporate governance. **Columbia Law Review**, New York, p. 1166 ss, 1984. p. 1166.

<sup>353</sup> As ofertas hostis são um método de monitoramento do trabalho dos times de administradores. Possíveis ofertantes monitoram a *performance* da Administração das companhias pela comparação entre um valor potencial da empresa com o seu valor sob a gestão da atual Administração (refletido pelo valor das ações no mercado). Quando a diferença entre o preço de mercado de uma companhia e o valor que ela poderia ter em diferentes circunstâncias se torna muito grande, um possível ofertante pode lucrar tomando o poder e melhorando a Administração. EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. The proper role of a target's management in responding to a tender offer. In: ROMANO, Roberta. **Foundations of corporate law**. New York: Oxford University Press, 1993. p. 268.

petrolíferas). Como esse fato sugere que a Quiet Oil não tem dado um retorno para o investimento dos seus acionistas tão bom quanto às outras companhias do mesmo ramo, ele ordena que uma equipe de vice-presidentes investigue mais a fundo a sua situação. Após uma busca diligente, eles encontram muitas pistas sugestivas. Admita-se que a Quiet Oil sempre teve resultados positivos (mas com que frequência companhias de petróleo têm prejuízo?) e no momento está “sentada” sobre uma enorme reserva de capital acumulado. Contudo o crescimento dos ganhos tem sido nada espetacular e a Administração parece não ter pressa para pôr o capital acumulado a trabalhar. Fatty Laidback, o Presidente da Quiet Oil, é bastante honesto e bondoso, porém ele não tem sido dinâmico, tampouco audacioso: a companhia não vende os seus produtos pelos melhores preços possíveis; além disso, não há esforços em pesquisas de mercado; ainda, não há tentativas de aceleração na cobrança de antigas contas a receber; também, emprega um incomum número de escriturários para lidar com a mesma papelada que a maioria das empresas lida apenas por computador. Assim, faltou-se na exploração e no desenvolvimento de oportunidades que estavam dentro do alcance da companhia. Há novas e caras máquinas que dificilmente são usadas e são utilizadas velhas máquinas que são tecnologicamente primitivas. Seus empregados não estão descontentes, muito menos estão entusiasmados — a maioria está simplesmente sonolenta.

No desfecho do caso relatado por Clark, Shaker e a Calvinist Chemical lançam uma oferta de aquisição de todas as ações da Quiet Oil a um preço de 60 dólares, pois acreditam ser possível fazer a companhia valer 70 dólares por ação simplesmente com a substituição dos seus antigos executivos e com a implementação de reformas. Após uma rápida e furiosa batalha, a oferta é bem sucedida.

Os executivos são substituídos por outros indicados por Shaker, os quais melhoram a estratégia de marketing da companhia, aumentam os esforços de cobrança, dispensam funcionários desnecessários, perseguem agressivamente novas oportunidades e modernizam a planta industrial. Conseqüentemente, as ações da Calvinist Chemical experimentam uma valorização equivalente a um incremento de 40

para 62 dólares por ação.

A história hipotética relatada pelo professor de Harvard tem um final feliz, pois quase todos os envolvidos estão melhores que antes ou não significativamente piores. Os acionistas da Quiet Oil recebem 50% mais do que o mercado pagaria por suas ações caso não houvesse oferta pública, enquanto que os da Calvinist Chemical também experimentam um pequeno benefício — ademais não há prejuízos de ordem concorrencial. Desta maneira, as inovações e os aperfeiçoamentos das operações da *Quiet Oil* a todos beneficiam. Os escriturários desnecessários, apesar de ressentidos pela tomada de controle, na sua maioria, voltaram a estudar, tornaram-se programadores de computador e acabam em posições inclusive melhores do que as que tinham anteriormente. Até Fatty, ex-presidente da Quiet Oil, reconheceu que pode haver vida após a tomada de controle. Ele assumiu a chefia de uma empresa de aconselhamento de carreiras, emprego não tão bom quanto o seu anterior, porém ele está feliz e formidavelmente complementa a sua renda com as receitas advindas de palestras nas quais fala sobre os males do canibalismo societário, um assunto do qual trata com uma eloquência quase sobrenatural<sup>354 355</sup>.

Clark observa que os ganhos em rede foram muito maiores do que as perdas nesse cenário (perderam os *top managers* e alguns dos empregados) e, além disso, o proveito foi repartido com os acionistas da companhia-alvo. Nesse caso, a Calvinist Chemical e seus administradores procederam como agentes criadores de riqueza, os quais monitoram e corrigem *performances* “fracas”, função exercida por muitas companhias em contextos de aquisição hostil<sup>356</sup>.

---

<sup>354</sup> Reprodução livre do caso hipotético relatado por Robert Clark. In: CLARK, 1986, op. cit., p. 533-535.

<sup>355</sup> De acordo com Easterbrook e Fischel, os acionistas ganham mesmo quando não há uma oferta hostil: basta que exista a possibilidade de que uma seja lançada, pois o processo de monitoramento constante da *performance* dos administradores por *outsiders* representa uma ameaça contínua de tomada de controle quando a Administração é ineficiente. Há, portanto, um estímulo constante na busca pela eficiência, o que acarreta a maximização do preço das ações. EASTERBROOK; FISCHEL, 1993, op. cit., p. 268.

<sup>356</sup> (tradução livre) CLARK, 1986, op. cit., p. 535.



#### 4.2.2 Ganhos de sinergia

Muitas das aquisições hostis são motivadas pelas mesmas razões que levam companhias a combinarem esforços amigavelmente, tais quais a economia de escala, a combinação de negócios complementares, a diminuição dos custos de transação advindos das coordenações de atividades por contrato entre as duas empresas e daí afora<sup>357</sup>. Quando há sinergia entre as empresas, é esperado que o valor dos negócios combinados seja inclusive maior do que a soma das companhias individualmente consideradas, o que explica o pagamento de um prêmio aos acionistas da companhia-alvo<sup>358 359 360</sup>.

No exemplo de Clark, é bastante plausível que a Calvinist Chemical fosse motivada a assumir o controle da Quiet Oil para reduzir os custos de aquisição do petróleo —, sua principal matéria-prima —, podendo, assim, fabricar os seus produtos a um custo mais baixo, aumentando a sua margem de lucro ou mesmo para competir no mercado com preços mais atraentes.

O problema levantado por Clark é que os ganhos de sinergia não parecem suficientemente fortes para motivar uma aquisição hostil por si só, porque os mesmos resultados poderiam ser alcançados por meio de uma fusão amigável, muito menos custosa do que as aquisições agressivas. Se o objetivo não é substituir os

<sup>357</sup> CLARK, 1986, op. cit., p. 536.

<sup>358</sup> COFFEE JR., 1984, op. cit. p. 1166.

<sup>359</sup> Esse prêmio pode, entretanto, ser um desperdício de recursos, uma vez que sempre há a possibilidade de um exagero nas expectativas de crescimento do valor dos negócios combinados, ocasionado por um estado psicológico de autoconfiança dos administradores. Nesse sentido, cf. ROLL, Richard. The hubris hypothesis of corporate takeover. In: ROMANO, Roberta. **Foundations of corporate law**. New York: Oxford University Press, 1993. p. 242-244.

<sup>360</sup> Além disso, o prêmio pode ser decorrente não de um erro de avaliação, mas sim de uma armadilha existente nos leilões conhecida em Economia como “*winner’s curse*”, algo como a “maldição do vencedor”. Bernard Black salienta que a teoria do “*winner’s curse*” prescreve que os ofertantes devem oferecer um preço substancialmente inferior do que imaginam que vale o bem desejado e precisam estar preparados para obter sucesso em apenas uma pequena fração das suas ofertas. Do contrário, o início de um leilão pode fazer com que um agente caia na armadilha de pagar mais pelo bem do que ele realmente vale. BLACK, Bernard. Overpayment in takeovers: manager ignorance and the winner’s curse. In: O’KELLEY, Charles R. T.; THOMPSON, Robert B. **Corporations and other business associations**. 5. ed. New York: Aspen Publishers, 2006. p. 761.

administradores da companhia-alvo, o que provavelmente embarçaria a operação, mas simplesmente aproveitar a sinergia existente entre as companhias, o caminho menos tortuoso é o das reorganizações amigáveis<sup>361</sup>.

Entretanto, como observa Robert Clark, é bastante provável que companhias como a Calvinist Chemical queiram tanto melhorar a Administração dos seus alvos como diminuir os custos de transação entre as companhias, fazendo com que a primeira motivação determine a forma hostil de aquisição, porém sem diminuir a importância da segunda causa<sup>362</sup>. Além disso, é possível que os administradores ou os controladores da Quiet Oil simplesmente não queiram ser incorporados ou ver a Quiet Oil fundida com a Calvinist Chemical.

#### 4.2.3 Benefícios advindos da formação de monopólio

Um outro fator que pode motivar o lançamento de uma oferta hostil é a tentativa de formação de um monopólio ou a execução de uma outra conduta anticompetitiva. Seguindo o caso hipotético de Clark, o leitor é convidado a imaginar a Calvinist Chemical e a Quiet Oil como grandes produtoras e vendedoras de lubrificantes para motores e utensílios e que o mercado desse produto é extremamente concentrado. Nesse caso, a Calvinist Chemical pode estar interessada em adquirir o controle da *Quiet Oil* como parte de uma estratégia anticompetitiva para aumentar preços e alcançar lucros estrondosos<sup>363</sup>.

Se essa fosse sempre a motivação para as aquisições hostis, uma luz de alerta deveria estar piscando para que o legislador coibisse o uso dessa ferramenta nas práticas anticompetitivas<sup>364</sup>. Entretanto, Clark observa que as evidências empíricas

<sup>361</sup> CLARK, 1986, op. cit., p. 536.

<sup>362</sup> CLARK, loc. cit.

<sup>363</sup> CLARK, 1986, op. cit., p. 537.

<sup>364</sup> É interessante referir que as primeiras leis estaduais sobre as ofertas hostis requeriam a aprovação da operação do ponto de vista regulatório por uma espécie de órgão estadual de repressão às condutas

apontam para um cenário em que a maioria das aquisições hostis não envolve a combinação horizontal de duas empresas operando em um mesmo e perigosamente concentrado mercado, portanto não oferecendo um grave risco anticompetitivo<sup>365</sup>.

#### 4.2.4 Vantagens pessoais dos administradores da ofertante

Não é difícil imaginar administradores de grandes companhias como pessoas vaidosas e sedentas por poder e dinheiro. Profissionais acostumados a lidar com companhias de bilhões de dólares são tratados pela imprensa como *popstars* e, não raro, parecem agir movidos por interesses pessoais em detrimento de acionistas, trabalhadores e da própria companhia. Embora na grande maioria das vezes esse cenário seja fruto da imaginação daqueles que acompanham de longe o dia a dia das empresas, não há como não analisar as aquisições hostis sob a perspectiva de serem elas instrumentos aptos a gerar grande publicidade e benefício de ordem financeira aos administradores da companhia ofertante<sup>366</sup>.

Nesse caso, é possível que o prêmio pago aos acionistas da companhia—alvo não seja motivado necessariamente nem por ganhos advindos de uma melhora na Administração desta, tampouco pelas vantagens oriundas da sinergia entre os negócios. A hipótese é que o ofertante simplesmente paga mais do que vale o alvo (*simply overpaid*). É o que denomina John Coffee Jr. de *Empire Building Hypothesis*, segundo a qual as empresas tendem a maximizar o seu tamanho mesmo que isso não corresponda a uma maximização do lucro<sup>367</sup>.

Sobre isso, a Administração pode querer a maximização do tamanho do negócio,

---

anticompetitivas. Em 1982, entretanto, a Suprema Corte norte-americana declarou inconstitucional uma lei do Estado de Illinois que possuía tal efeito, pois a legislação estadual não poderia versar sobre comércio interestadual. O'KELLEY; THOMPSON, 2006, op. cit., p. 756.

<sup>365</sup> CLARK, 1986, op. cit., p. 537.

<sup>366</sup> Robert Clark chega a lançar a hipótese de os administradores serem movidos pelo simples fato de preferirem uma boa briga ao invés do aborrecido trabalho de administrar uma companhia. Ibid., p. 538.

<sup>367</sup> COFFEE JR., 1984, op. cit., p. 1167.

mesmo quando isso não é do interesse dos acionistas<sup>368</sup>. Várias são as razões para isso, entre elas: (i) o maior tamanho tende a corresponder a maiores remunerações dos administradores; (ii) o maior tamanho pode representar uma menor chance de sofrer uma tomada hostil; (iii) o maior tamanho geralmente traz maior fama, poder e prestígio para os administradores, entre outras hipóteses<sup>369</sup>.

Assim, se ao invés de vislumbrar ganhos pela substituição de uma má Administração ou advindos de possíveis sinergias, a oferta hostil é lançada com o único intuito de beneficiar os administradores da atacante, não parece haver dúvida de que quem pagará a conta da aventura são os acionistas da ofertante<sup>370</sup>. Não há, na realidade, um ganho de eficiência e a conseqüente maximização dos lucros, mas sim a transferência de riqueza dos acionistas da adquirente para os da companhia-alvo<sup>371</sup>.

Todavia, é muito pouco provável que uma aquisição hostil seja motivada única e exclusivamente pelo desejo de administradores mal-intencionados de obterem vantagens pessoais. Como observa Clark, a razão para analisar essa teoria de forma pura e isolada é de apenas tentar avaliar mais claramente quais são as suas implicações<sup>372</sup>.

#### 4.2.5 Pilhagem do alvo

Segundo essa teoria, companhias com resultados negativos ou de baixa rentabilidade, porém possuidoras de ativos valiosos e com baixo endividamento, podem despertar o interesse de atacantes que queiram assumir o seu controle para,

---

<sup>368</sup> “(...) Administradores têm incentivos para expandir as empresas além do tamanho que maximiza a riqueza dos acionistas. Crescimento aumenta o poder da Administração pelo aumento dos recursos sob sua Administração, e mudanças na remuneração da Administração estão certamente relacionadas ao crescimento...” (tradução livre). JENSEN, Michael C. *Takeovers: their causes and consequences*. In: ROMANO, Roberta. **Foundations of corporate law**. New York: Oxford University Press, 1993. p. 235.

<sup>369</sup> COFFEE JR., 1984, op. cit., p. 1167.

<sup>370</sup> CLARK, 1986, op. cit., p. 538.

<sup>371</sup> COFFEE JR., loc. cit.

<sup>372</sup> CLARK, loc. cit.

posteriormente, vender esses ativos separadamente e promover a sua liquidação, em um típico caso em que a companhia vale mais em pedaços do que como unidade produtiva. Essa prática é chamada pelo mercado de *asset stripping* e ganhou destaque no filme *Pretty Woman*, no qual o personagem Edward Lewis, interpretado por Richard Gere, era um *corporate raider*<sup>373</sup>, que vivia da prática de adquirir companhias para vendê-las em partes<sup>374</sup>.

Na vida real, embora as evidências empíricas apontem para a conclusão de que os ganhos advindos de pilhagem, em contextos de aquisição hostil, não sejam um fator

---

<sup>373</sup> O termo *corporate raider* é uma expressão cunhada pelo mercado e indica o cunho pejorativo muitas vezes atribuído aos agentes responsáveis pelo lançamento de uma oferta hostil. Com efeito, o temor causado da tomada agressiva do controle de uma companhia contra a vontade do atual controlador e da sua Administração, para, posteriormente, despojá-los de seus cargos e liquidar a companhia, fez com que muitos ofertantes fossem vistos como verdadeiros piratas corporativos, cujo único interesse é atacar, controlar e saquear companhias indefesas. É claro que, como se verá mais adiante, essa é uma visão estereotipada, a qual não se aplica a todas as ofertas de aquisição de controle. Contudo, é compreensível que controladores e administradores se utilizem desse mito (*the closing plant bugaboo*, o bicho-papão do fechamento de fábrica), já que uma das principais armas contra as ofertas públicas é a propaganda, a qual inclui, segundo Robert Clark, afirmações de que o novo controlador fechará fábricas, acabará com postos de trabalhos e, conseqüentemente, prejudicará as comunidades locais. CLARK, 1986, op. cit., p. 539.

<sup>374</sup> A parte ofertante freqüentemente não possui as centenas de milhões ou de bilhões necessários para adquirir as ações necessárias para obter o controle da companhia-alvo. Todavia, o atacante levanta os recursos necessários com instituições financeiras. Por conta disso, essas operações são chamadas de *leveraged buyouts* — LBO — ou aquisições alavancadas. Em resumo, uma operação desse tipo funciona da seguinte forma: o atacante identifica um alvo potencial e, então, contata um grande banco comercial e um banqueiro de investimento. O banco comercial, por uma generosa taxa, disponibiliza alguns dos recursos necessários para a aquisição inicial. O banco será pago mais tarde quando a aquisição for bem sucedida. O capital a ser devolvido ao banco geralmente vem da venda de ativos do alvo por parte do atacante. Esses empréstimos bancários usualmente são chamados de *empréstimo-ponte*. A maior parte do resto do preço de compra do controle vem do dinheiro levantado pelo banqueiro de investimento ao vender *junk bonds* da empresa adquirente a investidores (*junk bonds* são nada mais do que títulos de alto risco que pagam juros bem mais altos do que os títulos normais das companhias e seus adquirentes geralmente são investidores qualificados e com pouca aversão ao risco). Por essa operação de levantamento de recursos, o banqueiro de investimento recebe uma ótima remuneração. O atacante, por sua vez, com o dinheiro na mão — ou ao menos com a garantia de que o dinheiro estará disponível quando for preciso — inicia a oferta hostil. Quando o número desejado de ações é oferecido por seus titulares, o negócio é fechado com o uso do dinheiro arrecadado do banco comercial e através da venda de *junk bonds*. Do total de recursos utilizados na operação, não mais do que 5% ou 10% é do próprio atacante, sendo todo o resto do dinheiro levantado de terceiros, daí o nome *aquisição alavancada* (alavancada pelos recursos de terceiros). Após a conclusão da oferta hostil, o atacante — o qual é geralmente um “casco” repleto de dívidas (empréstimos bancários e *junk bonds*) funde-se com a companhia-alvo; esta possui, por sua vez, receitas e ativos. A companhia resultante dessa fusão consiste em uma empresa altamente alavancada. Para finalizar a operação (LBO), o atacante geralmente vende alguns dos ativos para pagar os empréstimos bancários, taxas e outras despesas da tomada hostil. CHEESEMAN, Henry R. **Business law: ethical, international & e-commerce environment**. 4. ed. New Jersey: Prentice Hall, 2001. p. 783.

determinante por si só de tais tipos de operação<sup>375</sup>, convém analisar até que ponto uma tomada de controle motivada única e exclusivamente pelo saque dos ativos societários é, de fato, negativa. É interessante observar que a própria expressão — pilhagem — aponta para algo potencialmente ruim, mas o quanto disso é realmente verdade?

Para Clark, se o resultado da liquidação for repartido entre os acionistas (como manda a legislação societária) e a liquidação propriamente dita gerar um proveito maior do que a continuação do negócio — em um típico caso em que a companhia vale mais morta do que viva —, a tomada hostil será positiva inclusive para os acionistas remanescentes<sup>376</sup>. No que se refere à perda de empregos e aos prejuízos causados às comunidades pelo fechamento abrupto de fábricas, cabe aos prejudicados, segundo Clark, apenas assistência pública ou privada, mas jamais poderia proibir-se peremptoriamente essas operações<sup>377 378</sup>.

#### 4.2.6 Barganhas existentes no mercado

Por uma série de razões, existem situações em que se pode adquirir uma

---

<sup>375</sup> Ao menos na maioria dos casos.

<sup>376</sup> O autor ainda observa que a distribuição eqüitativa do saldo da liquidação pode ser propriamente policiada por ações judiciais, se necessário for, e, além disso, sustenta que o melhor juiz para decidir se a realização definitiva dos ativos da companhia é o próprio controlador da mesma, pois este não terá nenhum interesse em desperdiçar dinheiro com a aniquilação de um negócio próspero. CLARK, 1986, op. cit., p. 539.

<sup>377</sup> Ibid., p. 540.

<sup>378</sup> De mais a mais, fábricas só serão fechadas se forem deficitárias ou se houver no mercado outras empresas economicamente mais eficientes. Em uma ou em outra hipótese, o dinheiro flui na direção do agente mais eficiente, o que, de qualquer modo, seria bom para a Economia. Além disso, no mais das vezes, se as fábricas efetivamente “valerem a pena”, mesmo vendidas, elas estarão em melhores condições do que estariam se ainda estivessem sob o comando do antigo controlador. Como observam Frank Easterbrook e Daniel Fischel, se o segmento vendido é utilizado como forma de pagamento do débito que financiou a tomada hostil (aquisição alavancada), não há nenhum problema, pois negócios não desaparecem quando vendidos. Inclusive, freqüentemente, esses negócios são melhor aproveitados por outros administradores e em outras estruturas. Às vezes pode haver conglomeração em excesso, assim como de menos. A venda de ativos da companhia-alvo em uma situação em que essa está envolvida em tantos negócios que um ou alguns deles não são tão bem administrados pode ser bastante positiva. Neste sentido, a “desconglomeração” pode ser uma fonte de substancial melhora na produtividade. Se assim não fosse, por qual razão os adquirentes desses negócios pagariam bem por eles? (tradução livre) EASTERBROOK; FISCHEL, 1996, op. cit., 177.

empresa por um preço abaixo do que ela realmente vale. John Coffee Jr. usa a expressão “*Exploitation Hypothesis*”, pois nessas operações há uma transferência de riqueza dos acionistas da companhia adquirida para os da adquirente, os quais experimentam uma maximização do seu bem-estar às custas do empobrecimento daqueles<sup>379</sup>.

Pode-se subdividir a “*Exploitation Hypothesis*” em duas possíveis explicações para o porquê de as companhias lançarem ofertas hostis: (i) as *barganhas existentes no mercado* e (ii) a *exploração propriamente dita dos acionistas da companhia-alvo*. Tanto em uma como em outra, há a transferência de riqueza dos acionistas do alvo para os da adquirente. O que as diferencia, basicamente, é que a primeira acontece por uma situação de mercado, enquanto que na segunda se faz uso de um estratagema pós-tomada de controle (ou mesmo a mera “ameaça de uso” do estratagema), para que haja essa transferência.

Vejamos no que diz respeito às barganhas existentes no mercado: por vezes, as transferências de riqueza decorrem simplesmente de determinadas condições de mercado<sup>380</sup>, como a histórica subprecificação das empresas industriais no mercado norte-americano, que capitaliza essas companhias a níveis abaixo do seu *going concern value*<sup>381</sup> ou até mesmo do seu valor patrimonial, fazendo de eventuais aquisições hostis melhores negócios do que o desenvolvimento de uma atividade industrial própria<sup>382</sup>.

Imaginemos a seguinte situação hipotética: há uma montadora querendo produzir as direções hidráulicas que são instaladas em seus carros ao invés de adquiri-

---

<sup>379</sup> COFFEE JR., 1984, op. cit., p. 1169.

<sup>380</sup> Os preços das ações podem sofrer distorções por vários motivos, entre eles a existência de agentes desinformados, atuando no mercado de valores mobiliários, estratégias mal-concebidas, avaliações equivocadas, bolhas especulativas, o modismo por um ou outro papel ou o simples prazer em negociar ações. Tais situações podem muito bem gerar descontos e prêmios. KRAAKMAN, Reinier. Taking discounts seriously: the implications of “discounted share prices as an acquisition motive. **Columbia Law Review**, New York, 88, p. 899-900, 1988.

<sup>381</sup> *Going concern value* significa o valor da companhia como um negócio em operação. A diferença entre o valor de liquidação e o *going concern value* é o valor dos intangíveis associados com o “negócio em movimento”, tais como o fundo de comércio e a propriedade intelectual.

<sup>382</sup> COFFEE JR., 1984, op. cit., p. 1170.

las de um fornecedor, simplesmente porque imagina que, eliminando o lucro do sistemista, conseguirá reduzir os seus custos de produção e, conseqüentemente, maximizar o seu lucro ou recuperar o *market share*.

Para essa montadora, há duas opções: ou ela começa do zero, construindo uma planta industrial, adquirindo máquinas, contratando funcionários, ou simplesmente adquire uma indústria fabricante de direções hidráulicas subprecificada. Diante dessa opção, um agente racional preferirá a barganha do que a criação e o desenvolvimento de uma indústria equivalente.

Em caso de sucesso da operação, há a transferência de riqueza dos acionistas da companhia-alvo para os da adquirente, pois aqueles simplesmente não recebem o que o negócio, em tese, deveria valer; em contrapartida, estes, por conta de uma situação de mercado não-criada artificialmente por eles mesmos, encontram uma “pechincha” e dela se beneficiam.

#### 4.2.7 Exploração propriamente dita dos acionistas da companhia-alvo

Quando uma companhia ofertante obtém sucesso em tomar o controle da companhia-alvo, é possível que ela faça uso desse poder de controle para determinar as condições de uma segunda operação pela qual as companhias se fundem. Essa operação escalonada pode resultar em um prejuízo para os acionistas remanescentes da primeira operação, pois estes ficam congelados em uma posição minoritária e podem não ter outra alternativa exceto aceitar o valor estipulado na relação de troca das ações na fusão (segundo passo da operação escalonada)<sup>383</sup>.

Como observa Lucian Bebchuk, professor de Harvard, um ofertante bem sucedido é geralmente capaz de promover uma fusão entre ele e o alvo, em uma

---

<sup>383</sup> COFFEE JR., 1984, op. cit., p. 1169.



operação pela qual obriga os minoritários do alvo a aceitarem em troca de suas ações dinheiro ou outras ações em um preço menor do que o pago pelas participações dos primeiros alienantes ou em uma relação de troca igualmente desvantajosa<sup>384</sup>, porque nada obriga, em tese, que o preço pago aos acionistas que venderam as suas ações na oferta hostil seja estendido aos minoritários em uma segunda operação<sup>385</sup>.

Desta forma, há um incentivo diabólico para que o acionista da companhia-alvo venda as suas ações pelo primeiro lance ofertado, visto que, se a tomada de controle for bem sucedida, ele pode ficar preso em uma “armadilha”, na qual receberá um valor ainda pior em troca de suas ações.

A situação retratada consiste em um clássico “dilema do prisioneiro”<sup>386</sup>, no qual o acionista fica exposto ao embaraço de ter que escolher entre um preço desvantajoso oferecido pelo ofertante ou um preço futuro potencialmente ainda pior<sup>387</sup>. Sabendo dessa armadilha, pode o ofertante tirar vantagem da situação, apropriando-se da riqueza dos acionistas da companhia-alvo.

#### 4.3 Uma breve abordagem econômica das tomadas hostis e de suas motivações

Nos Estados Unidos, país em que as ofertas hostis são bastante freqüentes, há uma profusão acentuada de estudos acerca dos efeitos econômicos das tomadas de controle. Esses estudos buscam verificar se as transações são ou não criadoras de riqueza, ou se simplesmente há a transferência dessa riqueza de uma parte para outra.

---

<sup>384</sup> Até porque as evidências empíricas apontam para uma queda acentuada no preço de mercado das ações da companhia-alvo após a tomada de controle, o que facilita a obtenção de vantagem por parte do controlador. BEBCHUK, Lucian A. The pressure to tender: an analysis and a proposed remedy. **Delaware Journal of Corporate Law**, v. 12, 1987, p. 7.

<sup>385</sup> Ibid., p. 7-8.

<sup>386</sup> Os acionistas são incapazes de cooperar e de se coordenarem em prol da tomada de uma posição comum, como a rejeição em massa da oferta simplesmente porque ela é insatisfatória. No caso, como o comportamento dos outros acionistas é incerto, o receio de ficar preso em uma situação ainda pior pode fazer com que o acionista aceite o primeiro preço ofertado.

<sup>387</sup> COFFEE JR., 1984, op. cit., p. 1169.

Além disso, algumas pesquisas buscam analisar o efeito econômico das tomadas hostis com base no valor de mercado das ações da adquirente e da adquirida após a tomada de controle. Tais análises são relevantes em vários aspectos, sobretudo para se verificar o espírito das normas legais que regulam esse tipo de transação (*Williams Act*<sup>388</sup>, *states anti-takeover acts*<sup>389</sup>, etc.) e para avaliar a conduta dos que se opõem à operação.

De uma maneira geral, como foi referido acima, o cerne da questão está em saber se as tomadas de controle são transações criadoras de riqueza ou simplesmente a transferem de uma agente para outro, tarefa que pode relevar-se bastante complicada, sobretudo quando se lida com mercados não-desenvolvidos. Em todo caso, vejamos algumas conclusões preliminares:

- i) nas hipóteses “4.2.1” e “4.2.2” (ganhos pela melhora na Administração e ganhos de sinergia), parece não haver maior dúvida de que a operação é do tipo *wealth-creating-transaction*;
- ii) a hipótese “4.2.3” (ganhos advindos de condutas anticompetitivas) parece criar riqueza para o adquirente e para o alienante. Entretanto, os efeitos da operação geralmente são considerados nefastos para a economia como um todo;
- iii) se a operação for motivada por eventuais vantagens dos administradores da ofertante (hipótese “4.2.4”), haverá transferência de riqueza dos acionistas desta para os da companhia-alvo (que receberam um prêmio de controle não-motivado por maximização dos resultados);
- iv) no caso da hipótese “4.2.5”, pilhagem do alvo, a questão é mais controversa, porém é plausível a hipótese pela qual há a criação de riqueza pelos motivos tratados no próprio item “4.2.5”;

---

<sup>388</sup> É tida como uma lei de “posição neutra”. Tem como principal objetivo proteger os investidores, não de estimular ou de desestimular as ofertas hostis.

<sup>389</sup> Geralmente favoráveis à manutenção do controle.

- v) por fim, no caso das barganhas de mercado e da exploração do acionista da companhia-alvo (hipóteses “4.2.6” e “4.2.7”), há evidente transferência de riqueza dos acionistas da companhia-alvo para os da ofertante.

Além disso, Clark observa que, se o valor de mercado de ambas, adquirente e adquirida, aumentar após uma tomada de controle (e, claro, se confiarmos no julgamento dos agentes do mercado, os quais, em última análise, são os precificadores da operação), as tomadas hostis serão operações criadoras de valor (*value-creating-transactions*) e, portanto, benéficas<sup>390</sup>. No entanto, se o valor de mercado das ações diminuir, podemos concluir que as tomadas hostis serão destruidoras de valor e, portanto, adversas.

Em essência, os estudos dos economistas de Harvard, Michael Jensen e Richard Ruback, apontam para ganhos tanto de acionistas da adquirente como da adquirida, embora os da última sejam substancialmente maiores. Em outras palavras, a evidência, segundo essa pesquisa, é a de que o mercado vê com bons olhos as ofertas hostis, pois as precifica como criadoras de riqueza, isto é, o mercado antevê o aumento de eficiência e paga por isso<sup>391 392</sup>.

Ainda, como observam Frank Easterbrook e Daniel Fischel, os ganhos são gerais, já que, em um mercado em que as ofertas hostis são mercadologicamente possíveis, há um monitoramento constante da *performance* dos administradores de companhias de capital aberto por parte de potenciais adquirentes, que comparam o valor atual das ações com um valor hipotético caso a mesma fosse bem administrada. Quando a diferença é grande, há uma motivação para que o observador tome o

---

<sup>390</sup> CLARK, 1986, op. cit., p. 540.

<sup>391</sup> JENSEN, Michael; RUBACK, Richard. The market for corporate control: the scientific evidence. In: ROMANO, Roberta. **Foundations of corporate law**. New York: Oxford University Press, 1993. p. 249-250.

<sup>392</sup> Há, entretanto, estudos que classificam as ofertas hostis como operações que apenas transferem riqueza, pois as evidências apontam para um ganho substancial para o acionista da companhia-alvo, enquanto que o acionista da ofertante nada ganha ou até mesmo perde. MOURA AZEVEDO, 2009, op. cit., p. 92. De qualquer forma, pesquisas realizadas em diferentes momentos e levando em conta cenários econômicos tão diversos tendem a variar bastante, carecendo de um efeito conclusivo mais duradouro.

controle da companhia, remova a Administração ineficiente e a faça render o que realmente deveria estar rendendo; os acionistas da companhia-alvo também ganham porque recebem um prêmio sobre o preço de mercado das suas ações; o adquirente obtém a diferença entre o novo valor da empresa e o valor pago aos antigos acionistas; aqueles que não vendem as suas participações recebem parte da valorização dos papéis<sup>393</sup>.

Os investidores se beneficiariam mesmo se nunca existir uma oferta por suas companhias. É que o fato de serem monitorados por pessoas de fora da empresa lança sobre os administradores uma constante ameaça de tomada hostil se a *performance* da companhia é deficiente. Nesse sentido, os administradores se esforçam para melhorar a *performance* da empresa, ocasionando uma valorização das ações e reduzindo as chances de uma aquisição indesejada<sup>394</sup>.

#### 4.4 Pressuposto mercadológico fundamental

Para ser possível a oferta hostil de aquisição do controle de uma companhia, essa obrigatoriamente deve ter o seu capital pulverizado, isto é, nenhum acionista pode deter metade ou mais das suas ações com direito a voto. Se o alvo é uma companhia de controle totalitário (100%) ou majoritário (mais de 50%), não há outra solução ao interessado senão abrir tratativas com os atuais controladores com vistas a uma alienação privada de controle. Em outras palavras, empresas potencialmente “maduras” para sofrer uma oferta hostil são aquelas que possuem mais de 50% do capital votante no *free float*.

É importante ressaltar que a existência de companhias de capital pulverizado pressupõe um mercado de capitais desenvolvido e maduro; neste sentido, elas são bastante comuns nos Estados Unidos, no Canadá e em alguns países da Europa, em

---

<sup>393</sup> EASTERBROOK; FISCHER, 1996, op. cit., 172-173.

<sup>394</sup> EASTERBROOK; FISCHER, loc. cit.

que a grande maioria das famílias possui parte de sua poupança investida em ações. Tal situação possibilita a existência de companhias com milhares de acionistas, desde que nenhum deles possua um percentual expressivo do seu capital<sup>395</sup> — esse é, pois, o terreno mais fértil possível para as ofertas hostis.

O Brasil, apesar de ter um mercado de capitais ainda um tanto quanto incipiente, caminha a passos largos em direção ao desenvolvimento de seu mercado acionário, fato que deve pôr-lhe, em breve, na rota das rumorosas tomadas hostis.

#### 4.5 Natureza jurídica

A oferta pública para a aquisição de controle é uma proposta<sup>396</sup> irrevogável<sup>397</sup>, dirigida a todos os acionistas da companhia que forem detentores de ações com direito de voto<sup>398</sup>, por meio da qual se propõe a celebração de um contrato de compra e venda ou permuta de um bloco de ações<sup>399</sup>.

Para Modesto Carvalhosa, a oferta é um ato jurídico autônomo, não se confundindo com o contrato para cuja formação contribui<sup>400</sup>. A aceitação<sup>401</sup> é dada individualmente por cada um dos acionistas, dando origem a tantos contratos quantos forem as pessoas que aceitarem a oferta. Por outro lado, a transação só se aperfeiçoa se for dado o número mínimo de aceitações.

---

<sup>395</sup> Desde o início do século XX, já se verificavam, nos Estados Unidos, companhias em que o maior acionista não possuía sequer 1% das suas ações.

<sup>396</sup> Consiste a proposta em uma declaração unilateral de vontade de efeito vinculante. A faculdade que o ofertante possui de melhorar a proposta (Art. 261, § 1º, da Lei das S.A.) não lhe tira o caráter irrevogável. Não há exceções como na lei civil por conta da sua natureza e finalidade. CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**. v. 4. t. 2. São Paulo: Saraiva, 1998c. p. 170.

<sup>397</sup> Art. 257, § 2º, da Lei das S.A.

<sup>398</sup> É da característica dessa modalidade de oferta a indefinição do destinatário da proposta. Trata-se de declaração *in incertam personam*, o que não significa serem destinatários da oferta todas as pessoas, mas sim, uma categoria específica delas: os acionistas detentores de ações com direito de voto. Basta, portanto, que os destinatários sejam determináveis. CARVALHOSA, 1978, op. cit., p. 19-20.

<sup>399</sup> *Ibid.*, p. 17.

<sup>400</sup> *Id.*, 1988d, op. cit., p. 173.

<sup>401</sup> Ordens de venda ou de permuta igualmente irrevogáveis (Art. 261 da Lei das S.A.).

Ainda, a oferta pública de aquisição de controle não pode ser confundida com negociações preliminares, simples convites ou atos pré-negociais<sup>402</sup>. Como contém todos os elementos essenciais para a formação do contrato, é verdadeira proposta de natureza vinculante<sup>403</sup>.

Para além disso, a oferta pública de aquisição de controle é espécie do gênero oferta pública de aquisições de ações da companhia aberta, com regramento pela Instrução CVM 361, como já foi visto anteriormente.

#### 4.6 Justificativa para a regulação pela Lei das S.A.

A razão para a regulação da oferta pública de aquisição de controle estar prevista na Lei das S.A. é de cunho protetivo. Com efeito, a existência dessas ofertas, sobretudo as de caráter agressivo, tende a desestabilizar a relação entre os administradores da companhia e seus acionistas, bem como a prejudicar os planos de expansão e de investimento pela incerteza quanto ao futuro da mesma, sobretudo quando a disputa se arrasta por um longo período de tempo<sup>404</sup>. Por isso, a regulação estrita do procedimento desse tipo de oferta visa minimizar os seus efeitos negativos, pela certeza que confere com relação a certos aspectos.

Um dos princípios gerais aplicáveis às OPAs é aquele que está disposto no Art. 4º, II, da Instrução CVM 361. Vale transcrevê-lo: “a OPA será realizada de maneira a assegurar tratamento equitativo aos destinatários, permitir-lhes a adequada informação quanto à companhia objeto e ao ofertante, e dotá-los dos elementos necessários à tomada de uma decisão refletida e independente quanto à aceitação da OPA”.

Como refere Carvalhosa, há interesse público envolvido nessa modalidade de

---

<sup>402</sup> CARVALHOSA, 1978, op. cit., p. 23.

<sup>403</sup> A proposta produz efeitos visto que é completa quanto aos seus termos. Ibid., p. 24.

<sup>404</sup> CARVALHOSA, 1998c, op. cit., p. 166.

contratação, que decorre das conseqüências da mesma para o sistema de poupança e de capitalização das companhias<sup>405</sup>, porquanto as OPAs, dentre elas a de aquisição de controle, repercutem nos meios econômicos, empresariais e societários<sup>406</sup>.

A legislação referida regula as obrigações assumidas pelo ofertante por conta da declaração unilateral feita (proposta) assim como o processamento da oferta. A Lei das S.A. não exclui a aplicação de outros diplomas legais, os quais regram os demais aspectos que podem surgir como reflexo da oferta.

Desta forma, é possível falar em hierarquia das fontes disciplinares. No Brasil, como na maior parte dos países, a fonte principal é a lei (Lei das S.A. e, subsidiariamente, naquilo que não colidir com a lei especial, o Código Civil), seguida dos regulamentos emanados da agência reguladora do mercado de valores mobiliários, a CVM, e, por fim, as regras de auto-regulação de entidades privadas participantes do mercado, como é o caso das Bolsas de Valores.

#### 4.7 Vantagens e desvantagens da modalidade

A oferta pública para a aquisição do controle societário apresenta algumas peculiaridades que revestem a modalidade de vantagens e de desvantagens em relação a outros métodos como a alienação privada e a escalada em bolsa<sup>407</sup>.

Com efeito, o custo da aquisição é potencialmente menor, pois o ofertante pode adquirir apenas o número estritamente necessário de ações que garanta o poder de mando na companhia, ao passo que, em uma alienação privada, por vezes, o

---

<sup>405</sup> CARVALHOSA, 1978, op. cit., p. 61.

<sup>406</sup> Ibid., p. 62.

<sup>407</sup> Segundo informa Luís André de Moura Azevedo, “um exemplo de tomada de controle concretizada mediante ‘escalada’ na Bolsa de Valores envolveu a Cervejaria Brahma, por iniciativa do Banco Garantia, sob a liderança de Jorge Paulo Lehman, Marcel Telles e Carlos Alberto Sicupira, ocorrida em 1989”. MOURA AZEVEDO, 2009, op. cit., p. 82, nota de rodapé n. 24.

adquirente é obrigado a comprar um bloco muito maior do que o desejado, tendo em vista que o atual controlador dificilmente estaria disposto a ficar “preso” em uma posição minoritária. Além disso, no caso de insucesso da proposta, o ofertante não fica obrigado a adquirir nenhuma ação, situação bem diversa da escalada em bolsa, modalidade em que a procura progressiva pelos papéis da companhia-alvo pode fazer com que o seu valor se eleve demasiadamente, impossibilitando a aquisição do número de ações desejado e fazendo com que o “alpinista” fique vinculado a uma posição acionária que não lhe dá o controle. Diferentemente, na oferta pública, o ofertante, na maioria das vezes, conhece de antemão a quantia que irá desembolsar pelo controle.

O tempo é, aqui, outro fator crucial. Em uma negociação privada para a alienação de controle, não é anormal que os trabalhos se arrastem por meses a fio, sem que, às vezes, se chegue a um denominador comum. Na escalada em bolsa, a questão do tempo também é crítica, visto que a falta de liquidez do papel da companhia-alvo pode prolongar demasiadamente o processo de tomada de controle, quando não raro o torne inócuo para os interesses do adquirente. A própria escalada pode contribuir significativamente para a iliquidez do ativo. Por outro lado, excetuando situações em que há sucessivas ofertas concorrentes pelo controle da companhia, as ofertas públicas geralmente levam o tempo designado no instrumento de oferta, facilitando sobremaneira o planejamento estratégico do ofertante.

Quanto aos acionistas destinatários da oferta, esses têm a vantagem de receber o prêmio pelo controle, não ficando o mesmo restrito apenas aos controladores. Além disso, com a ampla divulgação de informações, os acionistas possuem boas condições para decidir se desejam ou não permanecer como minoritários na companhia-alvo, pois, é bom lembrar, que a companhia pode estar fadada a fazer parte de um grupo societário dentro do qual as relações grupais podem prejudicá-los.

Com relação ao custo financeiro da transação, a oferta hostil apresenta uma desvantagem essencial em relação à escalada em bolsa, porquanto a necessidade do desembolso em uma só vez de um valor substancial para efetivar a operação pode



fazer do custo global um fator proibitivo ao sucesso do negócio. Na alienação privada, esse problema pode ser contornado pela negociação entre o alienante e o adquirente, os quais podem acordar um pagamento parcelado. Diferentemente, se o meio escolhido for a escalada em bolsa, dependendo do caso, a aquisição pode ser feita gradualmente e de acordo com a capacidade financeira do atacante. Entretanto, a possibilidade de uma *exchange tender offer* pode contornar esse empecilho, tornando possível, inclusive, a aquisição de grandes corporações, cujo custo de aquisição em dinheiro costuma ser proibitivo para os potenciais atacantes. De mais a mais, quando a Economia está aquecida, pode ser bastante simples para o ofertante levantar o dinheiro necessário para a operação junto ao Mercado Financeiro.

Outro ponto desfavorável à oferta hostil é o fato de que esta pode não estar fundada em uma análise profunda da companhia-alvo, restando apenas ao ofertante as informações contábeis publicadas na imprensa e as eventuais informações advindas de terceiros<sup>408</sup>. Em oposição, pelo método da alienação privada de controle, o adquirente pode ter acesso a todos os dados capazes de lhe dar segurança na negociação, utilizar as modernas técnicas de avaliação hoje disponíveis, reduzindo, assim, a possibilidade de erros de avaliação<sup>409</sup>.

Deve-se destacar, ainda, que a escalada em Bolsa tornou-se praticamente impossível nas companhias de capital disperso, tendo em vista que os estatutos destas geralmente prevêm a obrigatoriedade do lançamento de uma oferta pública por parte do acionista que atinge determinado percentual de participação no seu capital, obrigando-o inclusive ao pagamento de um elevado prêmio.

#### 4.8 O instrumento de efetivação da oferta

O instrumento de efetivação da oferta, como o próprio título já sugere, é o meio

---

<sup>408</sup> CARVALHOSA, 1998c, op. cit., p. 166.

<sup>409</sup> CARVALHOSA, lo. cit.

pelo qual a proposta se externaliza para o público em geral e para a própria companhia-alvo.

#### 4.8.1 Elementos obrigatórios do instrumento da oferta

De acordo com o Art. 258 da Lei das S.A., o instrumento de oferta deverá conter:

- i) o número mínimo de ações que o ofertante se propõe a adquirir e, se for o caso, o número máximo (objeto da oferta);
- ii) o preço, o meio e as condições de pagamento;
- iii) a subordinação da oferta ao número mínimo de aceitantes e a forma de rateio entre os aceitantes, se o número deles ultrapassar o máximo fixado (condições);
- iv) o procedimento a ser adotado pelos aceitantes para manifestar a sua aceitação e para efetivar a transferência das ações (forma de aceitação);
- v) o prazo e a validade da oferta, nunca inferior a 20 (vinte) dias;
- vi) informações sobre o ofertante.

##### 4.8.1.1 Objeto da oferta

A OPA para aquisição do controle terá por objeto o número de ações com direito a voto necessário para que o adquirente assuma o controle da companhia. Conseqüência lógica disso é que ações sem direito de voto estão excluídas, já que não são aptas a proporcionar o controle.

Assim o objeto será sempre as ações ordinárias e preferenciais com direito a voto. Neste ponto, Modesto Carvalhosa indaga se, em face do Art. 111 da Lei das S.A.<sup>410</sup>, dispositivo que possibilita ao estatuto da companhia restringir ou deixar de atribuir o direito de voto às ações preferenciais, essas ainda poderiam ser objeto de

---

<sup>410</sup> Art. 111. “O estatuto poderá deixar de conferir às ações preferenciais algum ou alguns dos direitos reconhecidos às ações ordinárias, inclusive o de voto, ou conferi-lo com restrições, observado o disposto no Artigo 109”.

uma OPA de aquisição de controle.

A resposta deve vir por partes: segundo o próprio autor, se a restrição não impossibilita o direito de eleger os administradores da companhia, não haveria nenhum problema; contudo, aquelas ações que não dão direito ao voto de forma permanente não podem, por óbvio, ser objeto da oferta<sup>411</sup>.

Quanto às ações preferenciais que adquirem o direito ao voto em face da não-distribuição de dividendos<sup>412</sup>, essas igualmente não poderão ser objeto da oferta, porque lhes falta o caráter da permanência (Art. 116, a, Lei das S.A.)<sup>413 414</sup>.

#### 4.8.1.2 Preço, meio e condições de pagamento

O preço da proposta pode ser oferecido em dinheiro (oferta de compra), em valores mobiliários<sup>415</sup> (oferta de permuta)<sup>416</sup> ou em ambos (oferta mista). Nos dois últimos casos, se houver a necessidade do lançamento de novos valores mobiliários, a oferta precisa de prévio registro na CVM (Art. 19 da Lei n. 6.385/76)<sup>417</sup>, além do que o estatuto da companhia deve prever a exclusão do direito de preferência dos acionistas

<sup>411</sup> CARVALHOSA, 1998c, op. cit., p.170.

<sup>412</sup> Art. 111, § 1º. “As ações preferenciais sem direito de voto adquirirão o exercício desse direito se a companhia, pelo prazo previsto no estatuto, não-superior a 3 (três) exercícios consecutivos, deixar de pagar dividendos fixos ou mínimos a que fizerem jus, direito que conservarão até o pagamento, se tais dividendos não forem cumulativos, ou até que sejam pagos os cumulativos em atraso”. Parágrafo 2º. “Na mesma hipótese e sob a mesma condição do parágrafo 1º, as ações preferenciais com direito de voto restrito terão suspensas as limitações ao exercício desse direito”.

<sup>413</sup> Art. 116. “Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo **permanente**, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia” (grifo nosso).

<sup>414</sup> CARVALHOSA, 1998c, op. cit., p. 170.

<sup>415</sup> Além de ações da companhia ofertante e de outros valores mobiliários de sua emissão, como debêntures e partes beneficiárias, podem também ser oferecidas ações e outros títulos que estejam em carteira. Id., 1978, op. cit., p. 71.

<sup>416</sup> Nos Estados Unidos, respectivamente, *cash tender offers* e *stock tender offers*.

<sup>417</sup> Art. 19. “Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão”.

(Art. 172, II, Lei das S.A.)<sup>418</sup>, e o capital daquela deve ser do tipo autorizado ou, no caso de capital fixo, o aumento de capital deve estar previamente autorizado pela assembléia geral, pois implicará reforma estatutária<sup>419</sup>.

Afora essa hipótese de aumento de capital, sempre é possível que as ações dadas em troca estejam mantidas em tesouraria, o que dispensaria em parte ou totalmente a emissão de novos valores mobiliários e, conseqüentemente, o prévio registro na CVM.

Além disso, as ações ofertadas podem ser de uma terceira companhia e que estejam em carteira, além da possibilidade de serem utilizados títulos da dívida pública de propriedade do peticitante<sup>420</sup>.

Para além disso, é interessante referir que a oferta de permuta, apesar de ser mais complexa do que a aquisição do controle “em dinheiro”, apresenta algumas vantagens em relação a esta, sobretudo porque permite ao ofertante adquirir o controle da companhia-alvo sem despendar uma enorme quantia em dinheiro<sup>421</sup>.

O argumento de que o poder de controle na companhia ofertante se diluiria pela emissão de uma grande quantidade de novas ações cede, em parte, em face da possibilidade de as duas companhias estarem na situação de controle administrativo, o que, no caso, em nada mudaria o panorama do controle na ofertante. Por esses

---

<sup>418</sup> Art. 172. “O estatuto da companhia aberta que contiver autorização para o aumento do capital pode prever a emissão, sem direito de preferência para os antigos acionistas, ou com redução do prazo de que trata o § 4º do Art. 171, de ações e debêntures conversíveis em ações, ou bônus de subscrição, cuja colocação seja feita mediante: I - venda em Bolsa de Valores ou subscrição pública; ou II - **permuta por ações, em oferta pública de aquisição de controle**, nos termos dos Arts. 257 e 263. Parágrafo único. O estatuto da companhia, ainda que fechada, pode excluir o direito de preferência para subscrição de ações nos termos de lei especial sobre incentivos fiscais” (grifo nosso).

<sup>419</sup> CARVALHOSA, 1998c, op. cit., 170.

<sup>420</sup> Id., 1978, op. cit., p. 210.

<sup>421</sup> Essa modalidade de oferta torna-se muito interessante sobretudo se os papéis da ofertante estiverem bastante valorizados no mercado em comparação com os da companhia-alvo. Essa diferença de valor entre os papéis de duas companhias que muitas vezes possuem bons fundamentos e se equivalem em tamanho, faturamento e rentabilidade, por exemplo, pode perfeitamente ocorrer por distorções plenamente aceitáveis devido às flutuações dos ativos no mercado de capitais, o que o faz com que, certas vezes, uma concorrente adquira o outro em uma operação bastante vantajosa.

argumentos, a oferta de permuta, pura ou mista, representa um instrumento bastante utilizado nos Estados Unidos, em que muitas companhias crescem em escala assombrosa pela utilização desse mecanismo. A General Eletric da era “welcheniana” cresceu de forma espantosa pela aquisição de concorrentes e de companhias em ramos onde ainda não atuava ou onde ainda não possuía uma posição dominante pela utilização desse expediente.

De qualquer forma, o preço oferecido geralmente consiste em um valor substancialmente maior do que a cotação das ações em Bolsa, justamente para que os acionistas se sintam seduzidos a aceitar a proposta. Por outro lado, a vantagem pode estar na oportunidade de venda de um ativo de pouca liquidez.

Afora isso, não há parâmetros legais para a fixação do preço, fazendo do mercado o único termômetro para se medir se o valor ofertado é suficiente ou não para o sucesso da operação<sup>422</sup>.

Outro fator de grande influência para a aceitação da proposta é a oferta de vantagens adicionais ao pagamento do preço. Pode o ofertante comprometer-se a distribuir dividendos oriundos da retenção de lucros, tornando, possivelmente, a proposta bem mais atrativa.

De qualquer forma, como observa Plínio Shiguematsu, ofertas que envolvam pagamento em dinheiro tendem a ser mais atrativas do que as de permuta de valores mobiliários, sobretudo porque é mais fácil ao público em geral compreender o ganho financeiro proporcionado pela diferença entre a cotação da ação no mercado e o preço oferecido pelo ofertante do que as justificativas e laudos apresentados que fundamentam a relação de troca<sup>423</sup>.

---

<sup>422</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais** – regime jurídico. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 606.

<sup>423</sup> SHIGUEMATSU, 2009, op. cit., p. 393.

#### 4.8.1.3 Condições (subordinação da oferta ao número mínimo de aceitantes e a forma de rateio entre os aceitantes, se o número deles ultrapassar o máximo fixado)

Como é premissa básica da modalidade a aquisição da quantidade de ações necessária para que o ofertante assuma o controle da companhia, é natural que aquele condicione a eficácia do contrato à adesão de oblatos que, com suas ações, proporcionem a ele o controle da sociedade.

O que se tem é uma condição suspensiva que incide diretamente sobre o contrato de aquisições de ações, o qual se forma desde o momento da aceitação lançada pelo oblato<sup>424</sup>. Repisa-se, desde o momento da aceitação o contrato está formado, os seus efeitos é que estão subordinados à verificação da condição<sup>425</sup>.

Além disso, também é possível que o ofertante estabeleça um teto, só se comprometendo a adquirir o número mínimo de ações que lhe garanta o controle da companhia. Extrapolado o teto, far-se-á o rateio, resolvendo-se o contrato anteriormente formado e haverá a celebração de um novo, segundo a opinião de Carvalhosa, com a qual, entretanto, não concordamos<sup>426</sup>. Para o referido autor, caso haja a adesão de um número maior de aceitações do que se propõe o policitante a adquirir, resolve-se o contrato por meio de uma condição resolutiva expressa. Ao nosso juízo, não há cláusula resolutiva, visto que se trata do mesmo contrato, cujos efeitos se darão na forma estipulada de rateio, a qual já está prevista desde o lançamento da proposta. Não haveria, portanto, resolução, mas sim, a emanção de efeitos por uma forma alternativa previamente estabelecida.

De mais a mais, pode-se falar de condição resolutiva “legal” o evento que representa o surgimento de uma oferta concorrente. Aqui, nos parece acertado o posicionamento de Carvalhosa, que reconhece ineficaz o primeiro contrato, não-nulo,

---

<sup>424</sup> CARVALHOSA, 1978, op. cit., p. 36.

<sup>425</sup> CARVALHOSA, loc. cit.

<sup>426</sup> Ibid., p. 36-37.

como o faz a Lei das S.A.<sup>427</sup>. Em realidade, a aceitação é que não produz efeitos a partir da ocorrência do fato futuro e incerto (lançamento da oferta concorrente), o que impede o contrato, conseqüentemente, de também produzir efeitos.

Por fim, a oferta pública deve pormenorizar a forma de rateio entre os aceitantes se um número superior deles ao máximo fixado na proposta manifestar vontade de alienar suas ações.

#### 4.8.1.4 Forma de aceitação

As aceitações, expressas por meio de ordens de venda, são dadas junto às instituições financeiras ou no Mercado de Valores Mobiliários indicados no instrumento de oferta pública, geralmente por intermédio de uma sociedade corretora autorizada a operar junto à Bolsa de Valores onde se realizará o leilão de venda; não havendo necessidade de rateio, desde já formam o contrato definitivo de compra e venda ou de permuta.

A aceitação representa, pois, a integração das vontades, traduzida pela adesão incondicional à proposta do policitante, sem a possibilidade de qualquer reserva por parte do oblato<sup>428</sup>.

Reduzida, então, a esfera de atuação do aceitante à simples aceitação dos termos propostos, deve o sujeito, porém, declinar o número de ações que deseja alienar ou permutar. Fica aqui claro que o oblato pode comprometer no negócio apenas parcela de sua participação, continuando como acionista da companhia cujas ações

---

<sup>427</sup> Art. 262, § 1º. “A publicação de oferta concorrente torna **nulas** as ordens de venda que já tenham sido firmadas em aceitação de oferta anterior” (grifo nosso).

<sup>428</sup> “E evidentemente, qualquer modificação, ou reserva, ou condição contida na declaração de aceitação será considerada recusa, pois não se pode admitir disparidade nas mesmas, já que a oferta pública, como proposta coletiva que é, deve conduzir a uma uniformidade de contratos e à igualdade de direitos de todos os aceitantes”. CARVALHOSA, 1978, op. cit., p. 48.

são objeto da oferta.

Além disso, a aceitação deve ser oportuna, isto é, dentro do prazo assinalado pelo ofertante. Sobre isso, qualquer manifestação de vontade fora do prazo no sentido de aceitar a proposta lançada é ineficaz.

Quanto à possibilidade de retratação, isso não pode ocorrer, segundo dispõe o Art. 261 da Lei das S.A.<sup>429</sup>; nesse sentido, qualquer declaração do oblato não produz efeitos. Também se deve referir que a existência de uma oferta concorrente e a ineficácia da aceitação que é consequência do acontecimento desse fato futuro e incerto não é retratação, mas simplesmente ocasiona a ineficácia da aceitação<sup>430</sup>.

Para além disso, a aceitação importa no dever do oblato de entregar as ações vendidas em decorrência da proposta formulada pelo ofertante, pois estará formado, desde já, o contrato definitivo ou ao menos o preliminar, em caso da necessidade de rateio. Por via de consequência, mesmo havendo declaração de arrependimento, o contrato é eficaz e pode ser executado; em se tratando de contrato preliminar, o juiz poderia suprir a vontade da parte inadimplente de acordo com os Artigos 464 do Código Civil e 461 do Código de Processo Civil.

#### 4.8.1.5 Prazo

Quanto ao prazo de validade da oferta, cabe ao ofertante livremente estipulá-lo,

---

<sup>429</sup> Art. 261. “A aceitação da oferta deverá ser feita nas instituições financeiras ou do mercado de valores mobiliários indicadas no instrumento de oferta e os aceitantes deverão firmar **ordens irrevogáveis** de venda ou permuta, nas condições ofertadas, ressalvado o disposto no § 1º do Artigo 262” (grifo nosso).

<sup>430</sup> A despeito de a própria Lei falar em nulidade. Art. 262, § 1º “A publicação de oferta concorrente torna **nulas** as ordens de venda que já tenham sido firmadas em aceitação de oferta anterior” (grifo nosso). De qualquer forma, independentemente de ser ineficaz ou nula, certo é que não é hipótese de retratação.



observado o mínimo de 20 (vinte) dias estabelecido pela Lei das S.A. (Art. 258, V)<sup>431</sup>. Nos Estados Unidos, o *Williams Act* é omissivo quanto ao prazo mínimo para o recebimento das aceitações; contudo, conforme informa Carvalhosa, a Bolsa de Valores de Nova York recomenda um prazo não-inferior a 30 (trinta) dias<sup>432</sup>.

#### 4.8.1.6 Informações sobre o ofertante e suas intenções

O instrumento deverá declinar de forma pormenorizada as informações sobre o ofertante, a fim de propiciar aos destinatários os dados completos acerca daquele que lhes propõe a celebração do contrato.

Mas não é só isso: os acionistas devem ter plenas condições de avaliar a qualidade da proposta que lhes é feita. O *Securities and Exchange Act* inclui nas informações a serem reveladas pelo ofertante as suas reais intenções com relação à companhia-alvo. Assim, se a motivação para a tomada de controle é uma futura fusão ou incorporação, a venda de um ativo importante, a liquidação, ou mesmo outra mudança drástica nos negócios ou na estrutura societária da companhia-alvo, essas devem ser comunicadas.

No Brasil, como salienta Carvalhosa, também devem ser revelados os propósitos do ofertante no que concerne ao futuro da empresa-alvo da oferta. Nesse sentido, deve haver a comunicação se haverá ou não modificações na estrutura jurídica daquela (transformação, incorporação, fusão ou cisão), se ela está fadada a fazer parte de um grupo de sociedades, além de informações de cunho eminentemente negocial, como a manutenção de plantas industriais, as alterações referentes à linha de produção de bens ou de serviços daquela (modificação, expansão, diversificação) e outros fatores<sup>433</sup>.

---

<sup>431</sup> Art. 258. "O instrumento de oferta de compra, firmado pelo ofertante e pela instituição financeira que garante o pagamento, será publicado na imprensa e deverá indicar: V - o prazo de validade da oferta, que não poderá ser inferior a 20 (vinte) dias;"

<sup>432</sup> CARVALHOSA, 1998c, op. cit., p. 189.

<sup>433</sup> Id., 1978, op. cit., p. 248.

Essas informações são bastante importantes, sobretudo para os acionistas, que podem, inclusive, decidir continuar como sócios se acreditam que o novo controlador tomará o controle da companhia de qualquer forma e incrementará a sua *performance*, valorizando, conseqüentemente, os seus papéis<sup>434</sup>. Segundo o disposto na Instrução CVM 361, “a OPA será realizada de maneira a assegurar (...) aos destinatários (...) elementos necessários à tomada de uma decisão refletida e independente (...)”<sup>435</sup>. Deste modo, a omissão ou a falsa informação induz o oblato em erro e ocasiona responsabilidade do policitante.

Deve-se destacar que não é somente aos acionistas para os quais se dirige essa regra de *full and fair disclosure*, pois o mercado e a companhia-alvo também devem ter plena capacidade para julgar a qualidade da proposta<sup>436</sup>. Por isso, são informações essenciais o nome da ofertante, o seu objeto social, o capital social, quem são os seus acionistas, as informações econômico-financeiras dos últimos 3 (três anos), entre outras<sup>437</sup>.

Por todo o exposto, as informações sobre o ofertante se afiguram como um elemento importantíssimo, porque é de interesse de todos os agentes do mercado a identificação do ofertante, sobretudo em vista da possibilidade de ofertas anônimas, bastante comuns na Europa até meados do século XX, como foi o caso da proposta da FIAT pela SIMCA, em cujo instrumento de oferta pública se identificou apenas como “um acionista minoritário”<sup>438</sup>.

Além disso, essa regra de *full and fair disclosure* tem por objetivo diminuir ao máximo a assimetria de informação no mercado e suas implicações danosas já bastante conhecidas.

---

<sup>434</sup> CLARK, 1986, op. cit., p. 547.

<sup>435</sup> Art. 4º, II, da Instrução CVM 361.

<sup>436</sup> Para que a Administração possa avaliar a conveniência de empregar certas táticas de defesa, por exemplo.

<sup>437</sup> CARVALHOSA, 1998c, op. cit., p. 189.

<sup>438</sup> *Ibid.*, p. 181.

A falta de qualquer desses elementos dá à CVM a prerrogativa de suspender a oferta, o que equivale à sua extinção, já que a sua nova veiculação consistirá em nova proposta. A falta de entrega de documentação à CVM também pode importar à suspensão da oferta (Art. 9º, § 1º, I, da Lei n. 6.385/76)<sup>439</sup>.

#### 4.8.2 A vinculação aos termos da proposta e a possibilidade de modificação ou revogação

Uma vez preenchidos todos os requisitos do instrumento de oferta, o ofertante fica irrevogavelmente vinculado aos seus termos (Art. 257, § 2º, da Lei das S.A.)<sup>440 441</sup>, em decorrência da manifestação do princípio da literalidade, segundo aponta Carvalhosa<sup>442</sup>, visto que uma oferta dirigida ao público, quando completa e precisa no sentido de conter todos os elementos do contrato a ser celebrado entre as partes, equivale a uma proposta, obrigando o proponente nos termos declarados<sup>443 444</sup>. Nesse sentido, aplicam-se à OPA os Artigos 427 e 429 do Código Civil<sup>445 446</sup>.

Por conseqüência, via de regra, não é possível a retratação do ofertante durante

---

<sup>439</sup> Art. 9º, § 1º. “Com o fim de prevenir ou corrigir situações anormais do mercado, como tais conceituadas pelo Conselho Monetário Nacional, a Comissão poderá: I - suspender a negociação de determinado valor mobiliário ou decretar o recesso de Bolsa de Valores”.

<sup>440</sup> Art. 257, § 2º. “A oferta deverá ter por objeto ações com direito a voto em número suficiente para assegurar o controle da companhia e **será irrevogável**” (grifo nosso).

<sup>441</sup> É obrigatória independentemente de nela constar, expressamente, cláusula de obrigatoriedade ou irrevogabilidade, pois é da natureza da mesma a irrevogabilidade. Id., 1978, op. cit., p. 25-26.

<sup>442</sup> CARVALHOSA, 1998c, op. cit., p. 182..

<sup>443</sup> Entretanto, no caso das OPAs sujeitas a registro, até que a CVM o conceda, pode o ofertante desistir da realização da mesma, ainda que já tenha divulgado ao mercado a sua intenção de realizá-la bem como suas condições. EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, 2008, op. cit., p. 553.

<sup>444</sup> É tamanha a vinculação, que “a oferta reveste-se de caráter autônomo, prevalecendo nas hipóteses de sucessão a qualquer título, durante o prazo de previsto”. Prevalece, portanto, “no caso de morte ou incapacidade da pessoa física do ofertante, ou de incorporação, fusão e cisão da pessoa jurídica do proponente”. Em todos esses casos, não há margem para escusas. CARVALHOSA, 1978, op. cit., p. 35.

<sup>445</sup> Art. 427. “A proposta de contrato obriga o proponente, se o contrário não resultar dos termos dela, da natureza do negócio, ou das circunstâncias do caso”. Art. 429. “A oferta ao público equivale à proposta quando encerra os requisitos essenciais ao contrato, salvo se o contrário resultar das circunstâncias ou dos usos”.

<sup>446</sup> EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, loc. cit.

o prazo estabelecido para que os acionistas manifestem a aceitação<sup>447</sup>. Exceção é o caso da ocorrência de alguma alteração substancial, posterior e imprevisível, nas circunstâncias de fato existentes quando do lançamento da OPA, ocasionando o aumento substancial dos riscos assumidos pelo ofertante<sup>448</sup>.

Da mesma forma que não é possível a retratação, padecem de vício as OPAs que contêm condição postestativa, isto é, que submetem a eficácia de seus efeitos unicamente ao arbítrio do ofertante. Tal condição é inconciliável com a natureza do ato jurídico<sup>449</sup>.

De mais a mais, em tese, nada impede que o ofertante subordine a realização definitiva do contrato ao implemento de determinada condição, desde que o faça expressamente<sup>450</sup>.

Sobre isso, a possibilidade de incremento nas condições de preço e de pagamento não altera o caráter de irretroatividade, pois visam, tão-somente, a melhorar as condições para os destinatários da proposta.

---

<sup>447</sup> Não se admite cláusula contendo a possibilidade de retração, dado o interesse público que envolve a oferta pública. Do contrário, a existência de tal possibilidade constituiria elemento gerador de graves conturbações e incertezas no mercado de valores mobiliários, pois abriria a possibilidade da efetivação de um sem-número de manobras especulativas de efeitos nefastos para o sistema de poupança popular, capitalização das companhias e, sem dúvida, à Administração das mesmas. CARVALHOSA, 1978, op. cit., p. 26.

<sup>448</sup> Essa possibilidade está prevista no Art. 5º da Instrução CVM 361/2002, pela qual ficou expressamente consagrada “uma hipótese de aplicação da ‘teoria da imprevisão’, a qual permite a relativização dos efeitos obrigatórios dos negócios jurídicos quando acontecimentos extraordinários e imprevisíveis ocasionam a radical alteração no estado de fato existente à época da sua formulação, tornando-o excessivamente oneroso para uma das partes”. EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, 2008, op. cit., p. 553.

<sup>449</sup> CARVALHOSA, 1978, op. cit., p. 39.

<sup>450</sup> “Com efeito, o caráter irrevogável da oferta pública significa que, após o seu registro, ela não pode deixar de ser realizada exclusivamente em virtude da vontade do ofertante, mas não impede que ele subordine a sua eficácia a acontecimentos futuros e incertos, que não dependam de sua vontade. Logo, assim como ocorre em qualquer outro negócio jurídico, é perfeitamente lícito que o ofertante estabeleça determinadas condições, desde que não potestativas, às quais esteja subordinada a eficácia da OPA por ele formulada”. Essa possibilidade está expressamente prevista no Art. 4º, inciso VIII, da Instrução CVM 361. Assim, a “fixação de condições constitui uma forma de o ofertante precaver-se de situações de extrema volatilidade do mercado, que poderiam afetar a realidade econômica da oferta”. “(...) o ofertante pode, por exemplo, estabelecer que a oferta não será realizada caso o preço de mercado das ações objeto da OPA ou os índices representativos de carteiras de ações mais negociadas no mercado, como é o caso do IBOVESA, caiam abaixo de um patamar mínimo por ele fixado EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, 2008, op. cit., p. 554-555.

### 4.8.3 Garantia e intermediação

Por força de lei, as operações de aquisição de controle mediante oferta pública devem ter a participação de uma instituição financeira, que garantirá as obrigações assumidas pelo ofertante (Art. 257, *caput*, da Lei das S.A). Essa exigência é justificada pela própria natureza da operação, a qual invariavelmente envolve enormes quantias, e, assim, possui potencial para ocasionar grandes danos ao mercado no caso do não-cumprimento dessas obrigações. Além disso, busca-se evitar o surgimento de ofertas meramente especulativas<sup>451</sup>. A instituição, segundo aponta Carvalhosa, figuraria como uma espécie de co-ofertante, já que é obrigada solidariamente pelo cumprimento das obrigações<sup>452</sup>.

Ainda, é bastante comum que instituições financeiras, no mais das vezes um *pool* delas, financiem a operação por meio do empréstimo do capital necessário para o ofertante<sup>453</sup>. Nos Estados Unidos, é habitual a participação dessas instituições, sendo que o *Williams Act* exige a divulgação do montante e da origem do capital mutuado. No recente e bem sucedido caso de oferta de aquisição da canadense Inco pela mineradora brasileira Companhia Vale do Rio Doce, ante uma oferta de US\$ 17,9 bilhões pelo controle da companhia-alvo, havia um *pool* de instituições financeiras que ofereciam até US\$ 34 bilhões em financiamentos.

Por fim, cumpre referir que, mesmo no caso das ofertas de permuta, é indispensável a participação de uma instituição financeira como garante da operação.

---

<sup>451</sup> EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, 2008, op. cit., p. 556.

<sup>452</sup> CARVALHOSA, 1998c, op. cit., p. 171.

<sup>453</sup> “Além da operação de garantia, poderão o ofertante e a instituição garantidora convencionar o próprio financiamento da operação. Este negócio de mútuo não se confunde com o outro, de fiança”. CARVALHOSA, 1978, op. cit., p. 205.

#### 4.8.4 Conseqüências do descumprimento

Aceita a oferta pelo número de acionistas que detenham o mínimo de ações que o ofertante se propõe a adquirir, estará perfectibilizado o contrato<sup>454</sup>, razão pela qual o eventual inadimplemento por parte do adquirente fica sujeito às regras da responsabilidade contratual do Código Civil, havendo a possibilidade inclusive de ressarcimento por perdas e danos e da execução específica do acordo.

#### 4.9 Processamento da oferta e formação do contrato

É importante observar que o lançamento de uma OPA para a aquisição de controle compreende duas fases bastante distintas: a *secreta*, que se inicia com a cogitação da operação por parte do policitante, passando pela estruturação daquela (que pode incluir a contratação de consultorias especializadas, bancos de investimento e escritórios de Advocacia), pelas tratativas com a instituição financeira garantidora da liquidação, até o registro prévio, se necessário, perante a CVM. Durante essa fase, por força do Art. 260 da Lei das S.A., todos os participantes devem manter sigilo sobre a oferta projetada<sup>455</sup>; em contrapartida, a *fase pública* inicia-se com a publicação do edital da oferta e será agora estudada.

##### 4.9.1 Publicação

A publicidade é da essência das OPAs, sendo esse um requisito essencial da

---

<sup>454</sup> No caso de necessidade de rateio, estará perfectibilizado um contrato preliminar. Ibid., p. 34.

<sup>455</sup> Art. 260. “Até a publicação da oferta, o ofertante, a instituição financeira intermediária e a Comissão de Valores Mobiliários **devem manter sigilo sobre a oferta projetada**, respondendo o infrator pelos danos que causar (grifo nosso)”.

modalidade<sup>456</sup>; aqui, os efeitos da proposta são produzidos a partir da sua publicação. Desse momento até findo o prazo para as aceitações, o ofertante fica irrevogavelmente vinculado aos termos da proposta.

A publicação é feita em jornais de grande circulação, no mais das vezes em periódicos especializados em negócios, tais como a Gazeta Mercantil, Valor Econômico, entre outros, fazendo presumir a ciência dos acionistas destinatários acerca da oferta. Para isso, formalmente, a CVM exige a publicação da oferta apenas 1 (uma) vez nos jornais de grande circulação habitualmente utilizados pela companhia cujas ações são objeto da mesma<sup>457 458</sup>.

Além disso, é importante salientar que não há a necessidade de registro prévio na CVM das OPAs voluntárias, como é o caso da que visa à obtenção do controle de companhia aberta, a não ser que a operação envolva a emissão de valores mobiliários, quando, então, o registro é obrigatório<sup>459 460</sup>. Deste modo, deve apenas a ofertante comunicar o lançamento da oferta à CVM dentro de 24 (vinte e quatro) horas da primeira publicação do edital (Art. 258, § único, da Lei das S.A.)<sup>461</sup>.

---

<sup>456</sup> O que caracteriza a oferta pública é ser declaração *in incertam personam* e o procedimento de publicidade. CARVALHOSA, 1978, op. cit., p. 20, 22.

<sup>457</sup> Art. 11 da Instrução CVM 361. Se, entretanto, for necessário o registro prévio na CVM da oferta, como é o caso das OPAs que envolvem emissão de títulos, a publicação deve respeitar o prazo máximo de 10 (dez) dias do deferimento do registro.

<sup>458</sup> A CVM também exige que, no prazo de 24 (vinte e quatro) horas da publicação do edital de oferta, um exemplar da publicação seja enviado à Autarquia e também ao seu endereço eletrônico, devendo ficar disponível aos interessados na CVM, na Bolsa de Valores ou entidade de balcão organizado em que se processará a oferta, no endereço da ofertante, na sede da intermediária e da companhia objeto da proposta (Art. 11, §2º, da Instrução CVM 361).

<sup>459</sup> “O fundamento da exigência de registro das OPAs que envolverem permuta reside no fato de que esta espécie de oferta constitui uma emissão pública de valores mobiliários e sua distribuição no mercado, razão pela qual há a necessidade de serem prestadas informações da mesma natureza das exigidas das que são exigidas pela CVM por ocasião oferta pública de valores mobiliários. Ademais, em tais ofertas devem ser estabelecidos critérios equitativos de equivalência dos valores mobiliários oferecidos para troca com as ações objeto da oferta, justificando-se a intervenção da autarquia”. EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, 2008, op. cit., p. 553.

<sup>460</sup> Em havendo necessidade de prévio registro, o mesmo leva, em média, de 45 (quarenta e cinco) a 60 (sessenta) dias para ser deferido. EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, loc. cit.

<sup>461</sup> Art. 258, parágrafo único. “A oferta será comunicada à Comissão de Valores Mobiliários dentro de 24 (vinte e quatro) horas da primeira publicação”.

#### 4.9.2 Aceitação

A aceitação é elemento essencial para a formação do contrato proposto (compra e venda ou permuta). É a manifestação incondicional de que o destinatário deseja irrevogavelmente contratar com o proponente nos exatos termos do que lhe foi ofertado<sup>462</sup>, cabendo apenas exprimir o número de ações que deseja vender ou permutar, pois a espécie é de contrato por adesão<sup>463</sup>.

Por meio dela, portanto, o acionista fica vinculado contratualmente aos termos da proposta, não podendo dela se desvencilhar a não ser que surja uma proposta concorrente.

No Direito norte-americano, um tanto diversa é a situação do aceitante, pois lhe é facultado desistir do negócio desde que o faça dentro dos 7 (sete) dias seguintes ao anúncio do lançamento da oferta, ou após 60 dias do início da operação<sup>464</sup>. Esse último caso visa desvencilhar o aceitante no caso de uma oferta demasiadamente prolongada — possibilidade essa considerada oportuna por de Fábio Comparato<sup>465</sup>.

No caso de um número maior de aceitações do que a oferta comporta, realiza-se o rateio entre os aceitantes, de modo a garantir-lhes uma posição eqüitativa na venda de suas ações.

Por fim, cumpre ainda ressaltar, pois isso é de importantíssimo efeito prático, a regra prevista no Art. 10, §2º, da Instrução CVM 361, pela qual o instrumento de oferta

---

<sup>462</sup> A aceitação materializa-se por meio de uma ordem de venda dada junto à sociedade corretora do vendedor, a qual deve estar habilitada para operar no ambiente em que ocorre o leilão de venda, geralmente a Bolsa de Valores.

<sup>463</sup> Assim, as cláusulas básicas que regem o contrato de compra e venda de ações são aquelas expressas no instrumento da oferta, e o acionista, ao aceitá-las, adere ao contrato sem discutir os seus termos. Em suma, o contrato de compra das ações em oferta pública que se aperfeiçoa com a aceitação do acionista possui natureza de contrato por adesão. EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, 2008, op. cit., p. 553.

<sup>464</sup> COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2005, op. cit., p. 253.

<sup>465</sup> Ibid., p. 259.



conterá declaração do ofertante, obrigando-se este a adquirir as ações remanescentes no mercado quando a proposta visar adquirir ao menos 1/3 (um terço) das ações de uma mesma espécie ou classe e caso este venha a adquirir, efetivamente, 2/3 (dois terços) das mesmas. Nessa situação, o ofertante ficará obrigado a adquirir as ações remanescentes em até 3 (três) meses. Tal regra visa assegurar ao minoritário a possibilidade de não aceitar a oferta em um primeiro momento, sem incorrer no risco de, não aderindo àquela, acabar em uma posição de minoritário em uma companhia cujas ações possuem pouca liquidez<sup>466</sup>.

#### 4.9.3 Realização e formação do contrato

As aceitações devem ser feitas nas instituições financeiras ou no Mercado de Valores Mobiliários indicados<sup>467 468</sup> e desde o princípio formam o contrato definitivo<sup>469</sup>, que pode ser de compra e venda ou permuta, restando apta a execução nos termos da proposta. A desistência do aceitante não gera efeitos e, no caso da formação de contrato preliminar pela necessidade de rateio<sup>470</sup>, pode o policitante promover a execução específica prevista no Código de Processo Civil.

Todavia, pode a proposta não ser considerada atraente por parte dos destinatários, seja pela falta de intenção dos mesmos em se desfazerem dos ativos, seja pelo fato de considerarem o preço e as condições de pagamento insatisfatórias.

---

<sup>466</sup> EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, 2008, op. cit., p. 560.

<sup>467</sup> Art. 261. "A aceitação da oferta deverá ser feita nas instituições financeiras ou do Mercado de Valores Mobiliários indicadas no instrumento de oferta e os aceitantes deverão firmar ordens irrevogáveis de venda ou permuta, nas condições ofertadas, ressalvado o disposto no § 1º do Artigo 262".

<sup>468</sup> Fábio Konder Comparato considera mais prudente centralizar as aceitações em Bolsa de Valores, de modo a permitir um *acompanhamento diário do desenrolar da operação*". COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2005, op. cit., p. 259. (grifo nosso)

<sup>469</sup> Ou preliminar em caso de rateio.

<sup>470</sup> Modesto Carvalhosa observa que nas "ofertas com cláusula de rateio, haverá quatro momentos que precedem à formação do contrato definitivo: 1) verificação do conjunto de aceitações, para proceder ou não ao rateio; 2) determinação exata da quantidade de ações que serão efetivamente adquiridas; 3) definição do preço total de cada transação; 4) ordem de compra do número exato de ações dentre todas as que foram objeto da ordem de venda da parte do aceitante. CARVALHOSA, 1978, op. cit., p. 55.

Nesse caso, a lei prevê a possibilidade de uma melhoria do preço e das condições desde que esta represente um percentual de pelo menos 5% (cinco por cento) da proposta original e que seja feita até 10 (dias) antes do prazo final, hipótese em que as novas condições sejam estendidas aos acionistas que já tiverem aceitado a oferta (Art. 261, § 1º, da Lei das S.A.)<sup>471</sup>.

Por outro lado, no curso do prazo da oferta, pode surgir uma oferta concorrente para a aquisição das ações da companhia-alvo (Art. 262 da Lei das S.A.)<sup>472</sup>, prática bastante comum nos Estados Unidos. Os efeitos de tal oferta são o de tornar sem efeito as aceitações já manifestadas pelos acionistas destinatários em face da proposta anterior e o de facultar ao primeiro ofertante a prorrogação do prazo da sua oferta para fazê-lo coincidir com o da oferta concorrente<sup>473</sup>.

Embora não esteja previsto pela legislação, o ofertante originário pode apresentar contraproposta, assim como também o pode o ofertante concorrente, medidas essas que podem ocorrer, sucessivamente, inúmeras vezes, para se garantir a igualdade de oportunidade entre os ofertantes.

Ainda sobre o assunto, o fundamento da oferta concorrente é o de garantir uma melhor vantagem patrimonial ao destinatário ou simplesmente lhe possibilitar a oportunidade de escolher quem controlará a companhia da qual ainda permanecerá acionista no caso de uma eventual venda de apenas parte de suas ações. Com efeito, pode o acionista reconhecer que o ofertante concorrente, mesmo em face de uma proposta financeiramente inferior, será um melhor controlador, o que reverterá, no futuro, em vantagem patrimonial pela valorização dos seus papéis remanescentes. Além disso, a regulação da oferta concorrente representa um meio de tornar mais

---

<sup>471</sup> Art. 261, § 1º “É facultado ao ofertante melhorar, uma vez, as condições de preço ou forma de pagamento, desde que em porcentagem igual ou superior a 5% (cinco por cento) e até 10 (dez) dias antes do término do prazo da oferta; as novas condições se estenderão aos acionistas que já tiverem aceitado a oferta”.

<sup>472</sup> Art. 262. “A existência de oferta pública em curso não impede oferta concorrente, desde que observadas as normas desta Seção”. § 1º “A publicação de oferta concorrente torna nulas as ordens de venda que já tenham sido firmadas em aceitação de oferta anterior”.

<sup>473</sup> Art. 262, §2º. “É facultado ao primeiro ofertante prorrogar o prazo de sua oferta até fazê-lo coincidir com o da oferta concorrente”.

transparente uma possível resistência dos atuais controladores à perda do poder de mando, justamente em face das conhecidas — e por vezes ruinosas — táticas de defesa.

Findo o prazo estabelecido para as aceitações, a instituição financeira comunica o resultado à CVM e aos aceitantes por meio de publicação na imprensa. Em caso de as ações oferecidas pelos aceitantes superar o número máximo estabelecido na oferta, faz-se o rateio de modo a se determinar o número exato de ações as quais serão adquiridas de cada um dos aceitantes e faz-se a emissão da ordem de compra que formará o contrato de compra e venda ou permuta. Em outras palavras, em caso de necessidade de rateio, as aceitações formam um contrato preliminar e o definitivo só poderá ser celebrado no momento em que se verificará o exato número de ações a serem adquiridas de cada um dos aceitantes; já no caso de não haver necessidade de rateio, desde o momento da sua aceitação, já se aperfeiçoa o contrato definitivo.

De acordo com Fábio Konder Comparato, o contrato originado de uma oferta pública para a aquisição do controle é do tipo contrato grupal, “*típico do moderno Direito Empresarial*”, em que os aceitantes, por adesão, formam uma parte plúrima com um mesmo centro de interesses coincidentes<sup>474</sup>.

#### 4.9.4 O controle da CVM sobre a oferta em curso

A CVM possui a prerrogativa de disciplinar a negociação dos papéis da empresa-alvo de uma oferta pública se entender isso como necessário, tendo poderes inclusive para suspender (leia-se extinguir) a oferta em caso de irregularidades porventura averiguadas (Art. 263 da Lei das S.A. c/c. Art. 9º, § 1º, I, da Lei n. 6.385/76)<sup>475</sup>. Tal

---

<sup>474</sup> COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2005, op. cit., p. 256.

<sup>475</sup> Art. 263 da Lei das S.A. “A Comissão de Valores Mobiliários poderá expedir normas que disciplinem a negociação das ações objeto da oferta durante o seu prazo”. Art. 9º, § 1º, I, da Lei n. 6.385/76. § 1º “Com o fim de prevenir ou corrigir situações anormais do mercado, como tais conceituadas pelo Conselho

situação pode dar-se, por exemplo, no caso de uma flutuação artificial na demanda dos papéis da companhia-alvo, situação em que a CVM pode suspender a oferta pública bem como a negociação das ações a fim de inibir manobras fraudulentas (Art. 4º, V, da Lei n. 6.385/76)<sup>476</sup>. Entretanto, Fábio Konder Comparato, para evitar esse tipo de problema, considera mais sensato sempre suspender a negociação das ações no curso de uma oferta pública<sup>477</sup>.

Além disso, pode a CVM suspender a oferta em curso se verificar que esta apresenta irregularidade ou ilegalidade sanável, mantendo-se a suspensão até que sejam corrigidas. Pode, inclusive, cancelar a OPA quando verificar que ela apresenta vício insanável (Art. 4º, §2º, I e II, da Instrução CVM 361)<sup>478</sup>.

---

Monetário Nacional, a Comissão poderá: I – suspender a negociação de determinado valor mobiliário ou decretar o recesso de bolsa de valores;”.

<sup>476</sup> Art. 4º “O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de: V – evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado;”.

<sup>477</sup> Ibid., p. 259.

<sup>478</sup> Art. 4º, §2º “A CVM poderá determinar, a qualquer tempo: I - a suspensão de OPA em curso, ou do respectivo leilão, se verificar que a OPA ou o leilão apresentam irregularidade ou ilegalidade sanável, mantendo-se a suspensão até que sejam corrigidas; ou II - o cancelamento da OPA, quando verificar que ela apresenta irregularidade ou ilegalidade insanável”.

## 5 O PAPEL DOS ADMINISTRADORES EM CONTEXTO DE OFERTA HOSTIL

O que se pretende no presente capítulo é proceder a uma análise do comportamento dos administradores da companhia visada por uma oferta hostil. Daqui para diante, já poderemos atestar a utilidade dos capítulos antecedentes, que, ao fornecerem os subsídios necessários para a compreensão do exame que aqui será feito, contribuem decisivamente para o fechamento do presente estudo. Em busca desse objetivo, vejamos agora o posicionamento da doutrina, da jurisprudência e da legislação norte-americana, para, depois, empreendermos o esforço inicial em prol da transposição desses elementos para a realidade brasileira.

### 5.1 O papel dos administradores: a doutrina

A doutrina norte-americana acerca do comportamento da Administração da companhia visada por uma oferta hostil é extremamente prolífica. E não poderia ser diferente disso, tendo em vista que as tomadas de controle estão no centro daquilo que é considerado como um dos mais importantes debates em *corporate law*, senão o mais importante de todos, sobretudo porque traz consigo as antigas mas sempre atuais discussões acerca do poder de controle, do interesse social e dos deveres fiduciários da Administração.

Para Robert Clark, o comportamento da Administração da companhia-alvo poderia estar condicionado por cinco espécies de regras distintas. Essas regras vão determinar o que pode e o que não pode ser feito em termos de adoção de táticas de defesa.

Troy Paredes, da Universidade de Washington e recém-empossado diretor da *Securities and Exchange Commission*, salienta que essas espécies de regra

geralmente são classificadas em dois grandes grupos: a (i) *shareholder choice*, pela qual a decisão sobre a aceitação de uma oferta cabe tão-somente aos acionistas; (ii) a *marginalist view*, pela qual cabe ao Conselho de Administração decidir qual é a maneira certa de responder a uma oferta hostil, incluindo aí o direito de *simplesmente dizer não*<sup>479</sup>.

Como veremos logo abaixo, as espécies “5.1.1” e “5.1.2” fazem parte do grupo *shareholder choice*; a “5.1.3” é uma espécie intermediária; “5.1.4” e “5.1.5”, por sua vez, enquadram-se na *marginalist view*. Passaremos agora a verificar as espécies de regra citadas por Clark. A classificação do professor de Harvard, cabe ainda referir, está em ordem de liberdade “crescente”, isto é, a cada espécie observada, aumenta o poder de discricionariedade da Administração no enfrentamento das ofertas hostis.

#### 5.1.1 Passividade total

Para os que apoiam a teoria da passividade total, exceto o posicionamento a favor ou contra as condições da oferta, a Administração deve abster-se da prática de qualquer ato que possa impedir a concretização do negócio<sup>480</sup>. Os acionistas devem ter ampla liberdade para decidirem se aceitam ou não a proposta<sup>481</sup> — tem-se, aqui, a prevalência da *shareholder choice*.

A razão para essa teoria está no fato de que os administradores da companhia-alvo têm um interesse muito grande em preservar a independência da empresa, preservando, com isso, os seus salários e *status*; desta maneira, quanto mais ineficientes eles tenham sido como administradores, maior o seu interesse em impedir uma tomada de controle. Desta forma, há um tentador incentivo para que eles disfarcem uma política de resistência com a roupagem de uma busca por uma melhor

---

<sup>479</sup> PAREDES, 2003, op. cit., p. 133.

<sup>480</sup> CLARK, 1986, op. cit., p. 580.

<sup>481</sup> CLARK, loc. cit.

oferta. Como não há uma maneira eficaz de distinguir uma resistência intransigente de um esforço honesto em prol da condução de um leilão, o melhor seria simplesmente obrigar os administradores a manterem-se passivos<sup>482</sup>.

Os principais defensores desse posicionamento são Frank Easterbrook e Daniel Fischel, autores do artigo *The proper role of a target's management in responding to a tender offer*, tido como o mais citado trabalho acadêmico de Direito Societário nos Estados Unidos. Segundo eles, em um cenário em que é permitido resistir às ofertas hostis, os acionistas saem perdendo em 100% dos casos — isto vale tanto quando a resistência os leva a perder o prêmio da oferta como também quando eles efetivamente recebem esse prêmio<sup>483</sup>.

Vejamos, por partes, esse interessante argumento: o primeiro caso é flagrante, visto que, se a resistência ocasiona a perda de um bom prêmio, o dano é óbvio. O problema está em identificar o dano no segundo caso, isto é, quando os acionistas recebem efetivamente o prêmio. Onde residiria, aqui, o problema? Em princípio, parece claro, não nas mãos dos acionistas da companhia-alvo — porém a resposta não é tão fácil. Easterbrook e Fischel argumentam que, mesmo a resistência que faz aumentar o prêmio é socialmente ruim, embora ganhem os acionistas da companhia-alvo, esses ganhos são compensados pelas perdas dos acionistas da ofertante; portanto, nada ganham os acionistas como um grupo — há, aqui, uma simples transferência de riqueza<sup>484</sup>.

Além disso, a utilização de táticas de defesa resulta em uma elevação dos preços pagos pelo controle das empresas, o que desencorajaria potenciais compradores de outros alvos. A razão é simples: quando o preço de qualquer bem sobe, a demanda cai, pois não há mais pechinchas no mercado (a menos não como antes), desestimulando o lançamento de outras ofertas. Conseqüentemente, uma mudança no incentivo dos ofertantes afeta os benefícios do monitoramento por

---

<sup>482</sup> EASTERBROOK; FISCHEL, 1993. op. cit., p. 269.

<sup>483</sup> Ibid., p. 268.

<sup>484</sup> Ibid., p. 269.

*outsiders*<sup>485</sup>, ao prejudicar todo o mercado que perde esse tipo de controle.

Em relação a isso, não há o que se questionar, pois os administradores possuem, em primeiro lugar, deveres fiduciários para com os acionistas, não para com o mercado como um todo. Portanto, azar dos acionistas da companhia-ofertante e do resto do mercado. Será que a questão é tão simples assim? O próximo argumento de Easterbrook e Fischel, contudo, leva-nos um passo adiante e a uma reflexão por um diferente ângulo, a qual faz rever, inclusive, as assertivas anteriormente feitas.

Sobre isso, se um acionista racional pudesse escolher entre duas regras, uma que permita a adoção de táticas de defesa em prol da maximização do valor de venda de suas ações e outra que simplesmente mande a Administração se manter passiva frente a uma oferta de tomada de controle de sua companhia, qual delas ele escolheria?

É evidente que se a pergunta for feita após o lançamento de uma oferta (*ex post*), o acionista sempre optaria pela primeira opção, pois a resistência pode levar a um leilão e o ofertante é induzido a pagar um preço maior, quase o preço que pagaria pelo negócio caso ele fosse efetivamente bem administrado. Em outras palavras, o proprietário de um bem de baixa qualidade recebe um valor como se o bem fosse *top* de linha.

Lembremos, entretanto, que o questionamento deve ser feito *ex ante*, isto é, antes do lançamento de qualquer oferta; como se trata de um acionista racional, ele preferirá a regra que maximize a sua riqueza independentemente de um dia ele receber uma oferta ou não. Neste caso, para Easterbrook e Fischel, o acionista preferiria a segunda regra. Senão vejamos: se o acionista da companhia-alvo fica com todo o “bolo”, não há incentivo para que os outros membros do mercado participem do preparo do “doce”. Em outras palavras, se os ganhos oriundos de uma oferta hostil ficam apenas com os acionistas do alvo, ninguém terá o incentivo para lançar uma oferta

---

<sup>485</sup> EASTERBROOK; FISCHEL, 1993, op. cit., p. 269.



hostil. Deste modo, se não se consegue adquirir o controle de uma companhia por um preço atraente, os potenciais ofertantes não têm estímulo algum para lançar ofertas de aquisição de controle, pois nada lucrariam com a operação; como um ciclo, se ninguém lança uma oferta, não há prêmio pelo controle e ninguém ganha — isso significa o fim da linha para as tomadas de controle<sup>486</sup>.

Talvez seja interessante ressaltar que potenciais ofertantes precisam fazer uma pesquisa substancial para identificar empresas subprecificadas e determinar como as suas gestões podem ser aperfeiçoadas<sup>487</sup>. Nesse desiderato, contratam bancos de investimento e investigam os negócios de muitas empresas até encontrarem um alvo<sup>488</sup>. Se o ofertante se lança na tentativa de assumir o controle da companhia-alvo porém, perde a batalha, pois a própria administração do alvo estimulou um leilão, o investimento em pesquisa transforma-se em prejuízo. Observe-se que já existe o risco natural de outras ofertas serem lançadas, no entanto se o alvo insufla os concorrentes, esse risco se agrava e as chances de o ofertante não reaver o valor investido em pesquisa são ainda maiores. Por sua vez, os concorrentes pegam uma carona pela qual nada pagam — *the free rider problem*. Isso sem falar do potencial exercício de outras formas de resistência por parte da administração do alvo.

Para Easterbrook e Fischel, esse é um incentivo perverso para que ninguém queira ser o primeiro ofertante. Por via de conseqüência, se não há um primeiro ofertante, não há um segundo, tampouco o tão precioso prêmio da oferta. Como não se tem prêmio nesses casos, um acionista racional, antes de ser defrontado por uma oferta, sempre optará por um regramento que lhe proporcione a possibilidade de ser assediado, não um regramento que tire qualquer possibilidade de lucrar com a venda de sua posição acionária<sup>489</sup>.

Deve-se ressaltar que, todavia, o ciclo é ainda mais destrutivo. Como não há

---

<sup>486</sup> EASTERBROOK; FISCHEL, 1993, op. cit., p. 270.

<sup>487</sup> EASTERBROOK; FISCHEL, loc. cit.

<sup>488</sup> EASTERBROOK; FISCHEL, loc. cit.

<sup>489</sup> EASTERBROOK; FISCHEL, loc. cit.

incentivo para adquirir negócios subprecificados (porque, uma vez lançada a oferta, o valor do bem sempre se elevará pela concorrência estimulada pelo próprio alvo), existe aqui uma diminuição do número de ofertas lançadas. Como a demanda diminui, o preço do bem se desvaloriza — o resultado são ações depreciadas e acionistas insatisfeitos<sup>490</sup>.

Em resumo, o fundamento para o posicionamento de Easterbrook e Fischel (passividade total da Administração) está tanto na crença de que a utilização de táticas de defesa aumenta o custo das aquisições de controle e reduz a sua freqüência, diminuindo o bem-estar dos acionistas no longo prazo, como também no fato de que o conflito de interesses enfrentado pelos administradores em situações de oferta hostil é tão relevante que os desabilita a empreender qualquer manobra de defesa.

Isto posto, é preciso fazer uma pequena observação. A posição de Easterbrook e Fischel deve ser tratada com os olhos de quem examina uma tese idealista. Com efeito, ambos pertencem à corrente que propugna a análise econômica do Direito — *law and economics* — como solução para a maior parte dos problemas jurídicos. Ligados à Universidade de Chicago, onde receberam seus *juris doctors* e lecionaram, é normal que defendam uma posição alinhada com a perspectiva da eficiência econômica. A obra mais famosa escrita por eles, *The economic structure of corporate law*, é dedicada a Ronald Coase, tido como o fundador da *law and economics*. Fischel lá leciona até hoje, tendo sido, inclusive, o diretor da Faculdade de Direito, e Easterbrook lá profere palestras regularmente. Entretanto, apesar de muito sedutora e convincente, não é essa a posição das Cortes norte-americanas acerca do papel dos administradores quando confrontados por uma oferta hostil, como adiante veremos.

---

<sup>490</sup> EASTERBROOK; FISCHEL, 1993, op. cit., p. 270.

### 5.1.2 Passividade moderada

Para os que apoiam a tese da passividade moderada, os administradores podem não só se posicionar com relação às condições da proposta mas também estimular ofertas rivais. Sob essa perspectiva, o seu papel é fazer nascer um leilão pela companhia-alvo, a fim de que os seus acionistas recebam o valor mais alto possível por sua participação<sup>491</sup>.

Alguns dos principais argumentos a favor dessa teoria podem ser encontrados no trabalho de Lucian Bebchuk, *The case for facilitating competing tender offers*. O referido autor exalta os benefícios de um leilão para os acionistas da companhia-alvo e refuta os argumentos de Easterbrook e Fischel no sentido de que os leilões podem causar efeitos nefastos. Para Bebchuk, o regramento mais eficiente estaria consubstanciado em uma estrutura legal que estabelecesse um período de tempo adequado para o surgimento de ofertas rivais e que permitisse aos administradores solicitar tais ofertas<sup>492</sup>. Em outras palavras, os leilões são economicamente desejáveis, portanto a legislação deveria favorecê-los.

Em primeiro lugar, esse autor sustenta que a existência de um leilão não retira do primeiro ofertante o incentivo para investir em pesquisa, tampouco há uma diminuição no número de ofertas por causa dessa pretensa perda de incentivo<sup>493</sup>. Além

---

<sup>491</sup> Sustentando a tese de que a promoção de um leilão não causa os efeitos nefastos previstos por Easterbrook e Fischel, cf. GILSON, Ronald J. Seeking competitive bids versus pure passivity in tender offer defense. In: ROMANO, Roberta. **Foundations of corporate law**. New York: Oxford University Press, 1993. p. 271 ss.

<sup>492</sup> BEBCHUK, Lucian A. The case for facilitating competing tender offers: a reply and extension. In: ROMANO, Roberta. **Foundations of corporate law**. New York: Oxford University Press, 1993. p. 274.

<sup>493</sup> Em uma linha bastante próxima, Ronald Gilson, professor da Universidade de Stanford, sustenta que os produtores de informação preferem um ambiente no qual os leilões são incentivados. Em outras palavras, os leilões podem ter o condão de aumentar o investimento em informação e, portanto, não causam uma diminuição do monitoramento das empresas e do lançamento das ofertas. Isso porque Gilson identifica que o “produtor” da informação e aquele que a utiliza não são, necessariamente, a mesma pessoa. Um “produtor” pode muito bem ser um banco de investimento interessado em vender a informação, assessorar e financiar a tomada de controle. Nesse sentido, não haveria porque acreditar que a chance de insucesso da primeira oferta corresponde, necessariamente, a um desincentivo na “produção” de informação. GILSON, 1993, op. cit., p. 272.

disso, a existência de outras ofertas (ou tão-somente de um tempo adequado para que as mesmas possam surgir) já retira muito da pressão dos ombros do acionista, que, do contrário, poderia cair no dilema entre vender logo, ainda que por um preço ruim, ou talvez ficar preso em uma posição minoritária na qual será obrigado a receber um preço ainda pior<sup>494</sup>.

A Administração deve ter alguma discricionariedade para atrasar o tempo de resposta a uma oferta, para solucionar problemas de coordenação que podem fazer os acionistas aceitarem prematuramente os termos de uma proposta inadequada<sup>495</sup>. O Conselho de Administração, nesse sentido, deve servir como agente de barganha dos acionistas, remediando distorções entre as decisões de venda dos acionistas da companhia-alvo ou buscando por melhores propostas do que a apresentada<sup>496</sup>.

Assim, o leilão é tratado como um instrumento apto a maximizar o valor de venda das ações. Como os administradores possuem o dever de maximizar a riqueza do acionista, não se importando com as conseqüências para as outras companhias ou mesmo para com a sociedade como um todo<sup>497</sup>, a Administração que promove um leilão está agindo no melhor dos interesses dos seus fiduciários. Este é, pois, o posicionamento adotado pela Suprema Corte de Delaware em *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.* (1986), a saber, a alienação de controle impõe obrigações especiais aos administradores de uma sociedade anônima. Em um contexto como esse, os administradores devem estar focados no seu objetivo fundamental, qual seja, assegurar a transação que ofereça o melhor valor possível para os acionistas<sup>498</sup>.

Por conseqüência, para os adeptos da teoria da *passividade moderada*, a utilização de outras táticas de defesa é prejudicial aos acionistas, porque, além de

---

<sup>494</sup> Como já foi referido, a situação retratada consiste em um clássico “dilema do prisioneiro”, pelo qual o acionista fica exposto ao embaraço de ter que escolher entre um preço desvantajoso oferecido pelo ofertante ou um preço futuro potencialmente ainda pior. Sabendo dessa armadilha, pode o ofertante tirar vantagem da situação, apropriando-se de riqueza dos acionistas da companhia-alvo. O’KELLEY; THOMPSON, 2006, op. cit., p. 759.

<sup>495</sup> PAREDES, 2003, op. cit., p. 134.

<sup>496</sup> PAREDES, loc. cit.

<sup>497</sup> EASTERBROOK; FISCHER, 1993, op. cit., p. 269.

<sup>498</sup> EISENBERG, 2000, op. cit., p. 844.

representarem um desperdício dos fundos sociais<sup>499</sup>, podem retirar dos acionistas o direito de venderem as suas ações pelo melhor preço possível, uma vez que sempre existe a possibilidade de a Administração utilizá-las como instrumento de manutenção do poder em prejuízo dos fiduciários (conflito de interesses, *agency problem* e outros).

### 5.1.3 Regulação diferenciada

Para os que apoiam essa teoria, as diferentes táticas de defesa deveriam ser reguladas por regras distintas, uma apropriada para cada caso. Dessa forma, alguns mecanismos seriam peremptoriamente proibidos, uns permitidos, enquanto outros deveriam ser apenas regulados<sup>500</sup>. Essa idéia está fundada no fato de que cada tática de defesa seria um remédio e, como tal, pode possuir ou não efeitos colaterais; se os efeitos colaterais causam danos demasiados, o remédio pode ser pior do que a enfermidade; se, entretanto, os efeitos colaterais são pequenos ou mesmo desejados, é sinal de que são bons e que devem ser permitidos.

O problema estaria no surgimento de novas táticas de defesa, o que poderia fazer com que fosse necessária a contínua edição de normas a fim de regular essas novas espécies.

### 5.1.4 O teste da intenção preponderante (o real objetivo por trás da adoção das medidas de defesa)

Através desse critério, toda vez que a adoção de uma tática de defesa seja contestada nos tribunais pelos acionistas da companhia-alvo, a Administração teria o

---

<sup>499</sup> CLARK, 1986, op. cit., p. 580.

<sup>500</sup> Ibid., p. 581.

ônus de provar que a medida foi tomada com o real objetivo de resguardar os interesses da companhia e não com propósito de preservar a sua posição. Essa regra reconhece que a adoção de medidas defensivas geralmente coloca os administradores em situação de conflito de interesses<sup>501</sup>; como veremos logo adiante, a posição dos tribunais de Delaware se aproxima, de alguma forma, do *teste da intenção preponderante*.

#### 5.1.5 *Business judgment rule* – total discricionariedade da Administração

A *business judgement rule*, princípio jurisprudencial de que as decisões administrativas são, via de regra, intocáveis, é tida por alguns como uma fórmula apta para regular a conduta da Administração em contexto de oferta hostil. Para os adeptos desse posicionamento, há uma ampla margem de discricionariedade por parte da Administração, visto que a adoção de táticas de defesa seria um assunto que se insere perfeitamente dentro da sua área de atuação<sup>502</sup>. Troy Paredes, resumindo o *takeover debate*, salienta que os defensores da total discricionariedade apontam para o fato de que a Administração está em uma melhor condição de avaliar o valor do negócio da companhia-alvo, assim como as perspectivas para a companhia, caso a transação seja consumada, do que estão os acionistas<sup>503</sup>.

A decisão de como responder a uma oferta hostil caberia aos administradores pela mesma razão pela qual lhes é dado o direito de gerir a companhia no seu dia a dia<sup>504</sup>. Os administradores teriam, assim, não só plena liberdade para resistir às ofertas hostis mas também um verdadeiro dever de fazê-lo quando crêem que a operação é

---

<sup>501</sup> CLARK, 1986, op. cit., p. 581.

<sup>502</sup> CLARK, loc. cit.

<sup>503</sup> PAREDES, 2003, op. cit., p. 133.

<sup>504</sup> Como salienta Paredes, os defensores dessa concepção alegam que sujeitar a Administração da companhia às tomadas hostis a encorajaria a focar demais na *performance* de curto prazo, ao invés de uma política de longo prazo potencialmente mais lucrativa, podendo impedir, inclusive, os membros da Administração de tomarem decisões que resultem em investimentos cujos resultados são aferíveis a longo prazo. PAREDES, loc. cit.

contrária aos interesses da companhia<sup>505</sup>.

Nesse caso, os acionistas que se sentissem prejudicados pela adoção de uma ou de outra tática de defesa apenas poderiam se opor a ela caso pudessem provar alguma falha séria da Administração, tal como uma grave negligência ou mesmo a obtenção de vantagem pessoal evidente por parte dos administradores<sup>506</sup>. Todavia, segundo aponta Robert Clark, uma vez que, nessas situações, a Administração geralmente vai muito além do padrão médio de diligência (porque contrata consultorias especializadas e banqueiros de investimento, promove várias reuniões para discutir o assunto, etc.) e que pode alegar o bem da sociedade como fundamento para a adoção das medidas de defesa, fica virtualmente impossível atacar essas manobras, salvo aquelas absurdamente excessivas<sup>507</sup>.

De fato, as Cortes norte-americanas têm-se posicionado, de certa forma, mais próximas de um ponto entre a total liberdade por parte da Administração e a liberdade justificada (respectivamente, as hipóteses “5.1.5” e “5.1.4”). Na realidade, como veremos no item “5.2” (O papel dos administradores: a jurisprudência), os Tribunais de Delaware criaram padrões comportamentais (*standards*) próprios para analisar a legalidade das condutas dos administradores em contexto de oferta hostil (Unocal, Revlon, Blasius, etc.), pois não aceitam nenhum dos posicionamentos acima referidos em sua integridade (“5.1.1”, “5.1.2”, “5.1.3”, “5.1.4” e “5.1.5”); em contrapartida, adotaram diferentes aspectos de cada um deles<sup>508</sup>. Por outro lado, há uma corrente formada majoritariamente pelos defensores da *law and economics* que vê com bons olhos o comportamento de pura passividade ou de passividade moderada (hipóteses “5.1.1” e “5.1.2”). No meio termo, estão o Comitê Consultivo da SEC, as associações comerciais e outros grupos que propugnam a adoção de regras diferenciadas para cada tipo de tática de defesa (hipótese “5.1.3”) <sup>509</sup>.

---

<sup>505</sup> EASTERBROOK; FISCHER, 1993, op. cit., p. 268.

<sup>506</sup> CLARK, 1986, op. cit., p. 582.

<sup>507</sup> CLARK, loc. cit.

<sup>508</sup> PAREDES, 2003, op. cit., p. 135.

<sup>509</sup> Nesse caso, para alguns, deveriam ser proibidos os *greenmails* e talvez outras táticas, como as aquisições defensivas e certos *lock-ups*. PAREDES, 2003, op. cit., p. 581-582.

Como se pode inferir do acima descrito, a realidade é bastante cruel àqueles que se dedicam ao estudo das ofertas hostis. Segundo Troy Paredes, e conforme veremos logo adiante, os Tribunais de Delaware não aceitam nenhum dos posicionamentos doutrinários em sua integridade, porém, ao invés, adotaram diferentes aspectos de cada um deles, como já foi salientado anteriormente<sup>510</sup>. Além disso, a pesquisa doutrinária sobre o assunto revela um manancial inacreditável de estudos jurídicos e econômicos acerca da problemática, fazendo da consulta exaustiva de todo o material existente uma tarefa senão praticamente impossível, certamente hercúlea. O resultado é uma jurisprudência confusa, que faz dessa área do Direito Societário uma das mais obscuras e indeterminadas entre todas<sup>511</sup>.

Vejamos abaixo o posicionamento das Cortes, em uma tentativa de sistematizar as principais decisões acerca das ofertas hostis.

## 5.2 O papel dos administradores: a jurisprudência

Quando a Administração de uma companhia-alvo decide utilizar o arsenal à sua disposição para repelir uma oferta hostil, o resultado mais freqüente é o surgimento de um processo contra aquela, alegando a violação dos deveres fiduciários, pois acionistas e ofertantes geralmente ficam decepcionados quando o resultado da medida é efetivo: estes, porque não recebem o prêmio pela venda de suas ações; já aqueles, porque não obtêm sucesso na sua tentativa de tomada de controle<sup>512</sup>.

Quando confrontadas por uma ação como essa, as Cortes precisam definir qual o padrão de revisão que aplicarão à conduta dos administradores. Com efeito, estes, em sua defesa, alegarão ser aplicável a *business judgment rule*; por sua vez, acionistas

---

<sup>510</sup> PAREDES, 2003, op. cit., p. 135.

<sup>511</sup> PAREDES, loc. cit.

<sup>512</sup> GEVURTZ, Franklin. **Corporation law**. St. Paul, Minn: West Group, 2000. p. 679.



ou ofertantes pedirão a análise da conduta por um padrão de revisão mais rigoroso<sup>513</sup>.

A definição do referido padrão de revisão aplicado pelas Cortes no intuito de averiguar a legalidade da conduta dos administradores é importantíssima, visto que a decisão variará substancialmente, dependendo da escolha feita. Basicamente, as Cortes norte-americanas ficam entre 4 (quatro) modelos de revisão: (i) a *business judgment rule* seria o padrão mais “frouxo” de todos; (ii) o *fairness review*, o mais rigoroso; (iii) um dos *intermediate standards of review* (*Unocal*, *Blasius*, *Revlon* ou uma combinação deles); ou, ainda, (iv) o *primary motive test*. Expliquemos, mesmo que rapidamente, cada um desses modelos:

- (i) a *business judgment rule* é o padrão de exame de conduta aplicado por algumas Cortes em casos que envolvem medidas defensivas contra a oferta hostil, exatamente da mesma forma como essas Cortes avaliariam qualquer outra decisão ordinária da Administração. Esse é o padrão de revisão mais “frouxo”, porque dita uma presunção de que a Administração age de forma diligente e leal, necessitando o requerente demonstrar que houve a violação de um dos deveres fiduciários para que aquela possa ser responsabilizada<sup>514</sup>;
- (ii) o *fairness review* (ou *entirely fairness test*) é o padrão de revisão mais rigoroso. O problema da aplicação *business judgment rule*, apontam alguns, está no fato de a adoção de medidas defensivas quase sempre implica uma situação de potencial conflito de interesses (interesse dos administradores de manterem os seus cargos x interesse dos acionistas de receberem um bom preço por suas ações); deste modo, a mesma regra aplicável para essas situações (situações de conflito de interesses), qual seja, a *fairness review*, deveria ser aplicada em contexto de oferta hostil. Assim, é a Administração que precisa demonstrar que a decisão foi desinteressada. Entretanto, poucas Cortes empregam esse padrão,

---

<sup>513</sup> MCGEEVER, Elisabeth M.; e ANDERSEN, Eric M. **Responding to hostile takeovers**. Material disponível no site da American Law Institute: < [http://files.aba.org/thumbs/datastorage/lacidoirep/articles/CMJ\\_CMJ0602-McGEEVER\\_thumb.pdf](http://files.aba.org/thumbs/datastorage/lacidoirep/articles/CMJ_CMJ0602-McGEEVER_thumb.pdf)>. Acesso em 12 nov. 2008

<sup>514</sup> GEVURTZ, 2000, op. cit., p. 679-681.

justamente por seu excessivo rigor<sup>515</sup>.

- (iii) os *intermediates standards of review* (Unocal, Blasius, Revlon e suas combinações e evoluções)<sup>516</sup> foram desenvolvidos justamente porque as decisões tomadas pela Administração em contexto de oferta hostil não são nem livres de conflito de interesse mas também não apresentam o conflito de interesses com tanta clareza, como acontece em outras situações de tomada de decisão ordinárias da vida empresarial<sup>517</sup>. No *Unocal test*, o mais importante deles, a *business judgment rule* não se aplica imediatamente, necessitando a Administração demonstrar que a oferta hostil representava uma ameaça para a companhia e para seus acionistas (“*threat analysis*”) e que a medida de defesa foi proporcional ao risco posto (“*reasonability analysis*”)<sup>518</sup>. Uma vez demonstrado isso, aplica-se a *business judgement rule*, não interferindo a Corte na decisão tomada, salvo se os requerentes conseguirem demonstrar o contrário<sup>519</sup>. Estes padrões intermediários (Unocal, Blasius, Revlon e suas combinações e evoluções), como veremos logo a seguir, são produto das emblemáticas decisões das Cortes de Delaware dos anos 80.
- (iv) o *primary motive test* consiste no reconhecimento pelas Cortes de que, como a conduta da Administração em contexto de oferta hostil sempre implica conflito de interesse em algum grau, a *business judgement rule* será aplicada apenas se a intenção preponderante da Administração não for a sua manutenção no poder. Todavia, como se pode facilmente reconhecer, o problema desse teste é a sua funcionalidade, pois, a menos que a Administração confesse qual era o seu propósito preponderante, é extremamente difícil que consiga descobri-lo<sup>520</sup>.

Voltando aos *leading cases*, a Suprema Corte de Delaware, entre os anos de

<sup>515</sup> GEVURTZ, 2000, op. cit., p. 679-681.

<sup>516</sup> Os padrões intermediários recebem os nomes dos casos nos quais eles foram desenvolvidos.

<sup>517</sup> Ibid., p. 681.

<sup>518</sup> Há uma inversão do ônus da prova, que agora se aloca na esfera da Administração. Ibid., p. 682.

<sup>519</sup> MCGEEVER; ANDERSEN, 2005, op. cit., p. 46.

<sup>520</sup> Para ter mais informações sobre o *primary motive test*, cf. GEVURTZ, 2000, op. cit., p. 681.

1985 e 1988, época do *boom* das tomadas hostis, julgou quatro casos paradigmáticos acerca do papel dos administradores em contexto de oferta hostil: *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.* (1985), *Moran v. Household International, Inc.* (1985), *Revlon v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.* (1986) e *Blasius Industries v. Atlas Corp.* (1988). Esses quatro casos, somado ao *Cheff v. Mathes* (1964), consistem no núcleo duro do posicionamento da Corte acerca do assunto<sup>521</sup>.

O resumo abaixo foi elaborado com base nas decisões das Cortes de Delaware, largamente reproduzidas nos manuais de *corporate law* norte-americanos, sobretudo nos manuais do tipo *cases and materials*. Em suma, ficou assentado na jurisprudência destas Cortes que:

- i) de acordo com o *Delaware Corporation Code*, a Administração possui o poder de gerir a companhia e, por conseqüência, esse poder inclui a possibilidade de adotar táticas de defesa<sup>522</sup>. Assim, a Administração tem não só o poder mas também a obrigação de proteger a companhia e os seus acionistas de danos,

<sup>521</sup> A jurisprudência proveniente das Cortes de Delaware consiste na maior referência em matéria societária nos Estados Unidos. É sempre bom lembrar que os assuntos internos de uma sociedade são regulados pelas leis do Estado onde a sociedade foi constituída, mesmo que essa não tenha nenhum outro contato com o seu Estado de constituição. Isso equivale a dizer que, se a companhia foi constituída no Estado X, mas todos os seus negócios são feitos no Estado Y, ainda assim os assuntos internos da sociedade serão governados pelas leis do Estado X. Além disso, a maior parte do Direito Societário provém de legislação estadual, exceto no que concerne ao mercado de capitais, que é competência federal. Assim, as leis podem diferir significativamente de Estado para Estado. De fato, matérias sujeitas à aprovação dos acionistas, *quorums* de deliberação, deveres fiduciários e seus graus de intensidade, publicações anuais obrigatórias, entre outras, são matérias que podem variar de Estado para Estado. É necessário destacar que as leis de Delaware são famosas por atrair as sociedades. A legislação é considerada bastante favorável aos administradores em vários aspectos, por exemplo. Por essa e por outras razões, muitas companhias lá são constituídas, enquanto que outras para lá transferem a sua sede. Muitos dizem que chega a dar prestígio dizer que a companhia é uma "Delaware Corporation". O fato é que cerca de 50% (cinquenta por cento) das companhias de capital aberto nos Estados Unidos e 60% (sessenta por cento) das companhias que compõem a Forbes 500 foram constituídas sob as leis de Delaware. Em conseqüência, as Cortes desse Estado são conhecidas pela larga experiência no trato das questões societárias. Os Tribunais de Delaware já enfrentaram todo tipo de questão imaginável em matéria de Direito Societário, sendo a jurisprudência dessas Cortes um guia bastante confiável para os operadores do Direito e, sobretudo, para as próprias companhias e para a sua Administração. Se há alguma dúvida sobre isso, basta pesquisar a jurisprudência. Por esse motivo, os julgados de Delaware são a principal referência em Direito Societário nos Estados Unidos. A própria previsibilidade do *case law* consiste em um dos principais atrativos do Estado como paraíso societário. FERBER, 2002, op. cit., p. 27-28.

<sup>522</sup> Troy Paredes observa que a questão de saber se a Administração tem autoridade para adotar medidas de defesa é ainda anterior à questão de saber se a Administração satisfaz os seus deveres fiduciários. PAREDES, 2003, op. cit., p. 135.

incluídos os danos advindos de uma tomada de controle adversa (*Unocal v. Mesa Petroleum*)<sup>523</sup>;

- ii) como se aplica a *business judgement rule* ao comportamento dos administradores e o poder de gestão inclui a adoção de táticas de defesa, a *business judgement rule* também se aplica nesses contextos;
- iii) entretanto, nos contextos de oferta hostil, a Administração geralmente está inserida em uma situação de conflito de interesses, mormente quando a consumação da tomada hostil representa uma potencial dispensa dos administradores da companhia-alvo (*Unocal v. Mesa Petroleum*);
- iv) então, para ser protegida pela *business judgement rule* nas situações em que há conflito de interesses (quase todas em se tratando de contexto de tomada de controle), tem a Administração o ônus de provar que agiu no melhor interesse da companhia quando da adoção de táticas de defesa, não com o intento de perpetuação do poder (*Cheff v. Mathes*<sup>524</sup> e *Unocal v. Mesa Petroleum*);

---

<sup>523</sup> Em abril de 1985, a Mesa Petroleum lançou uma oferta hostil escalonada sobre a Unocal, empresa na qual detinha participação de aproximadamente 13%. Na primeira perna da operação, foi oferecido US\$ 54 por ação, em uma tentativa de adquirir o equivalente a 37% das ações da Unocal. A segunda perna da operação foi projetada para eliminar as ações remanescentes no *free float* através da permuta de títulos que supostamente pagaria os mesmos US\$54 por ação. Em face do lançamento da oferta, o Conselho da Unocal se reuniu com banqueiros de investimento e consultores, que opinaram no sentido de que a oferta da Mesa Petroleum não era economicamente adequada, isto é, o preço oferecido era muito baixo. Como medida de defesa, os consultores aconselharam que a Unocal lançasse uma proposta para comprar as suas ações das mãos de seus próprios acionistas. Tal proposta, entretanto, excluía as ações que eram de propriedade da Mesa Petroleum (oferta de recompra seletiva). O objetivo era proporcionar aos acionistas uma alternativa a um preço justo e, ao mesmo tempo, esvaziar a proposta da Mesa. Como resposta, a Mesa Petroleum questionou judicialmente a legalidade da sua exclusão da oferta de recompra. A Suprema Corte decidiu que, quando a Administração estiver avaliando as medidas de defesa potencialmente adotáveis em resposta a uma oferta hostil, deve ter em mente que só será protegida pela *business judgement rule* se a alternativa escolhida passar por um teste composto por duas fases para: (1) precisa demonstrar que havia motivos suficientes para acreditar que a oferta representa um perigo para a companhia; (2) precisa demonstrar que as manobras defensivas foram razoáveis em relação à ameaça posta. No caso em questão, a Corte entendeu que o Conselho da Unocal satisfaz as duas exigências. *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985).

<sup>524</sup> Maremont, um financista com reputação de *corporate raider* e *asset stripper*, adquiriu uma parcela significativa de ações da Holland Furnace Company em Bolsa. Para evitar um possível dano à companhia, a Holland comprou de Maremont as suas próprias ações, pagando um prêmio sobre o valor de mercado. Em seguida, um acionista minoritário propôs uma ação, requerendo que os membros do Conselho de Administração indenizassem os prejuízos sofridos. A *trial court* julgou a favor dos

- v) para provar que agiu de acordo com o melhor interesse da companhia, a conduta da Administração da companhia deve passar pelo escrutínio chamado *Unocal test*, o qual possui duas fases (*Unocal v. Mesa Petroleum*);
- vi) na primeira fase (“*threat analysis*”), a Administração precisa demonstrar que havia indícios razoáveis para crer que a tomada de controle representava uma ameaça<sup>525</sup> para o interesse da companhia e para o bem-estar dos acionistas<sup>526</sup> (*Unocal v. Mesa Petroleum*, confirmado em *Moran v. Household*)<sup>527</sup>;
- vii) em uma segunda fase (“*reasonability analysis*”), a Administração precisa demonstrar que a medida defensiva adotada foi proporcional ao risco posto

---

requerentes, pois entenderam que Maremont não representava um perigo real para a companhia e que a motivação verdadeira por trás da aquisição das ações era a perpetuação da Administração no poder. No entanto, a Suprema Corte de Delaware reformou a decisão. O Tribunal confirmou que o ônus de provar que havia uma ameaça era, efetivamente, da Administração, porém entendeu, ao cabo, que o Conselho tinha motivos razoáveis para acreditar que Maremont representava um perigo para a companhia e, portanto, reverteu o julgamento da *trial court*. *Cheff v. Mathes* 199 A.2d 548 (Del. Ch. 1964).

<sup>525</sup> Vários autores apontam aquilo que pode ser considerado pelas Cortes como uma *ameaça para o interesse social e para o bem-estar dos acionistas*. São elas, em suma: i) uma operação escalonada (*two-tier offer*), na qual há um tratamento desigual dos acionistas nas duas pernas da operação (chamada por Eisenberg de coerção estrutural); ii) uma oferta do tipo *all-cash-all-shares* em valores manifestamente inadequados; iii) uma *exchange offer* pela qual os títulos oferecidos em troca são de qualidade duvidosa; iv) uma oferta com prazo inadequado; v) os impactos para os *stakeholders* (funcionários, credores, consumidores, comunidades, etc.) advindos da tomada de controle; v) o risco da não-consumação do negócio; vi) a crença razoável de que o ofertante mudará radicalmente os negócios da companhia de uma maneira desastrosa; vi) a crença de que será perpetrado um *asset stripping* (“bust up”) para quitar as dívidas de alavancagem da operação; vii) o risco de que os acionistas equivocadamente aceitarão uma oferta inadequada por simples descrença no valor apontado pela Administração como correto ou por mera desinformação. CLARK, 1986, op. cit., p. 587; EISENBERG, 2000, op. cit., p. 856; O’KELLEY; THOMPSON, 2006, op. cit., p. 801.

<sup>526</sup> O que se passa, na realidade, é que, se há uma ameaça ao interesse da companhia e ao de seus acionistas, toda a questão relacionada à oferta hostil passa a ser um assunto inserido dentro da esfera de autoridade da Administração (esta tem o dever de evitar danos à companhia e a seus acionistas). Por conseqüência, a Administração possui autoridade para defendê-los. Se, entretanto, não há ameaça, não há, conseqüentemente, fundamento para que a Administração possa repelir uma oferta de tomada de controle. Os acionistas, nesse caso, devem ter plena liberdade para vender ou não a sua participação. PAREDES, 2003, op. cit., p. 141.

<sup>527</sup> A Household é uma *holding company* com ativos bastante diversificados, tendo entre as suas controladas a HFC, a National Car Rental e a Vons Grocery. Em 1984, não em resposta a uma oferta hostil específica, mas em razão das condições do mercado que favoreciam esse tipo de operação, a Household adota um *share purchase rights plan* com mecanismos de *flip-in* e *flip-over*, projetados pelo escritório de advocacia Wachtell, Lipton, Rosen & Katz e pelo Banco de Investimentos Goldman Sachs. Desgostoso, Moran, um dos conselheiros que havia votado contra a adoção da tática de defesa ingressa com uma ação contra a companhia. A razão por trás do movimento de Moran está no fato de que a sua própria companhia, a DKM, principal acionista individual da Household, tinha planos de assumir definitivamente o controle da Household através de uma *leveraged buy-out*. Veremos, logo a seguir, o desfecho do caso. *Moran v. Household International* 500 A.2d 1346 (Del. 1985)

- (também conhecido por teste da proporcionalidade)<sup>528 529</sup> (*Unocal v. Mesa Petroleum*, confirmado em *Moran v. Household*);
- viii) o ônus de provar as duas situações acima descritas, sobretudo a primeira, é facilitada pela presença de membros independentes no Conselho de Administração (*Unocal v. Mesa Petroleum*, confirmado em *Moran v. Household*);
- ix) além disso, é essencial que a Administração comprove ter realizado uma investigação razoável acerca das condições da oferta e das conseqüências da tomada de controle para a companhia (*Unocal v. Mesa Petroleum*, confirmado em *Moran v. Household*)<sup>530</sup>;
- x) cumpridos esses requisitos, há a inversão do ônus da prova, ficando os requerentes obrigados a comprovar a má-fé da Administração (*Unocal v. Mesa Petroleum*, confirmado em *Moran v. Household*);
- xi) entretanto, quando fica claro que a empresa está à venda<sup>531</sup> — pois o caso concreto apresenta duas ou mais possibilidades de transação, sendo todas minimamente satisfatórias e não representando ameaça para o interesse social —, há uma alteração nos deveres dos administradores de “defensores do bastião corporativo” para “leiloeiros” em busca do melhor preço para os seus acionistas

<sup>528</sup> A natureza da ameaça associada a uma oferta hostil específica fornece o parâmetro para a verificação daquilo que pode ou não ser utilizado como tática de defesa. EISENBERG, 2000, op. cit., p. 856. Uma medida proporcional ao risco posto é aquela pela qual a companhia não fica absolutamente “fechada”. Em outras palavras, a companhia deve ficar suficientemente “permeável” para o recebimento de uma boa oferta. Nesse sentido, uma tática de defesa que pode ser removida para que os acionistas aceitem uma proposta vantajosa pode ser tida como desejável. Da mesma forma, táticas de defesa que se demonstrem um desperdício dos fundos sociais também são passíveis de ataque. CLARK, 1986, op. cit., p. 587.

<sup>529</sup> Se não há ameaça e a Administração ainda assim faz oposição à oferta, ou ainda se há alguma ameaça, porém a medida de defesa é desproporcional, há a presunção de que a Administração agiu no seu próprio interesse, violando, portanto, os seus deveres fiduciários. PAREDES, 2003, op. cit., p. 141.

<sup>530</sup> Sobretudo para se certificar se havia verdadeiramente uma ameaça. EISENBERG, 2000, op. cit., p. 856.

<sup>531</sup> Fica evidente que a empresa “está à venda” quando, por exemplo, a Administração defende a companhia de uma oferta hostil porque acredita que uma outra transação será mais benéfica. Assim foi em *Paramount v. QVC*, quando a Administração da primeira acreditava que uma fusão com a Warner seria melhor negócio para os seus acionistas. Nestes casos, independentemente de qual seria o melhor negócio, claro ficou que a companhia “estava à venda”.

(*Revlon v. MacAndrews*)<sup>532</sup>.

- xii) finalmente, mesmo que haja uma ameaça à companhia e aos acionistas, não pode a Administração impedir a efetividade do voto destes quando se trata da eleição dos membros do Conselho. Não pode, em suma, alterar a alocação básica de autoridade existente no Direito Societário (*Blasius Industries v. Atlas Corp.*)<sup>533</sup>.

<sup>532</sup> A Pantry Pride lançou uma oferta hostil para adquirir o controle da Revlon por um preço de US\$ 45 por ação, preço considerado grosseiramente inadequado pelo Conselho da Revlon. Em resposta, a Revlon adotou uma série de táticas de defesa, entre elas um *poison pill plan* e uma oferta para comprar 33% de suas próprias ações que estavam no *free float*. Em resposta, a Pantry Pride aumentou a oferta. Como não desejava ser adquirida pela Pantry Pride, que tinha planos de dismantelar a companhia-alvo e vender alguns de seus principais ativos, a Revlon entrou em uma operação amigável com a Forstman Little, operação considerada, *a priori*, como um válido exercício de discricionariedade administrativa. Contudo, no acordo com a Forstman, a Revlon conferiu a essa uma *lock-up option* para adquirir duas de suas principais divisões (a Forstman também tinha abertamente planos para vender ativos da Revlon). Essa *lock-up option* frustrou outras firmas de oferecer outras propostas pela Revlon. Essa preferência incondicional pela operação amigável com a Forstman foi desafiada judicialmente, tendo a Suprema Corte de Delaware entendido que uma *lock-up* ou *no-shop provision*, embora não seja por si só ilegal, não é admissível de acordo com a *standard* estabelecido em *Unocal*, pois, quando fica claro que a empresa está à venda (no caso, estava evidente que ela seria vendida para a Pantry Pride ou para a Forstman), o principal dever do Conselho é fazer as vezes de um leiloeiro, responsável pela venda da companhia pelo preço mais alto possível. A Corte entendeu que a preferência por um *white knight* e pela total exclusão de um ofertante hostil pode ser justificada quando a proposta deste último afeta adversamente o interesse dos acionistas. Mas quando os ofertantes fazem ofertas relativamente similares ou a dissolução da companhia se torna inevitável, os conselheiros não podem satisfazer os *Unocal duties* quando favorecem um dos ofertantes. As forças do mercado devem ser permitidas a operar livremente para gerar aos acionistas o melhor preço possível pelas suas ações. *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.* 506 A.2d 173 (Del. 1986).

<sup>533</sup> A Atlas Corp. é uma *Delaware corporation* cujo objeto principal consiste na atividade de mineração. A Blasius é uma nova acionista que vem acumulando participação no capital da primeira. Quanto esta ultrapassou o percentual de 5%, pelas leis norte-americanas, foi obrigada a divulgar as suas intenções com relação à Atlas (nesse momento, já detinha 9,1% do capital votante). A declaração da Blasius foi no sentido de que seu objetivo era encorajar a Administração da Atlas a reestruturar a companhia e, talvez, tentar ela mesma (Blasius) tomar o controle da companhia por meio de uma oferta hostil, manobra que, se bem sucedida, lhe daria o direito de indicar membros do Conselho; em contrapartida, a declaração não foi bem recebida pela Administração da Atlas. Na realidade, a companhia já tinha feito uma reestruturação e seu CEO gostaria de dar algum tempo para ver seus resultados. Algum tempo depois, em uma reunião levada a cabo entre os representantes das duas empresas, a Blasius apresentou uma proposta de *leveraged buy-out* agressiva, pela qual a Atlas deveria vender alguns de seus principais ativos (na realidade, todos os que não estivessem diretamente relacionados com o negócio principal). Em troca, os acionistas receberiam uma larga quantia na forma de dividendos. Logo depois da reunião, a Blasius encaminhou um documento à Atlas, formalizando a recomendação acerca da operação e pedindo que o Conselho fosse expandido de 7 (sete) para 15 (membros), isto é, até o limite permitido pelo estatuto. O Conselho entendeu a ação da Blasius como uma tentativa de tomar o controle da Atlas e empreendeu uma pronta resposta. Por telefone, houve uma reunião do Conselho pela qual foi aumentado o número de conselheiros de 7 (sete) para 9 (nove), vagas para as quais foram apontadas duas pessoas de confiança. Além disso, foram estabelecidos mandatos escalonados, os quais expirariam em datas diferentes. Dessa forma, ainda que fosse aprovada a expansão para 15 (quinze) membros, até o final do

Julgados esses *leading cases*, a Suprema Corte de Delaware estabeleceu os parâmetros básicos que governariam as decisões dos tribunais de Delaware acerca das tomadas hostis até os dias de hoje. O que se viu a partir de então foram pequenos ajustes e refinamentos nos parâmetros, para aplicá-los nas diversas situações que se puseram perante as Cortes.

Em *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.* (1990)<sup>534</sup>, a Suprema Corte de

---

mandato de boa parte dos 9 (nove) membros atuais, o controle permaneceria com a atual Administração. Em resposta, a Blasius iniciou um procedimento judicial a fim de anular a referida decisão de expansão do Conselho. A Corte de Chancelaria de Delaware, em sua decisão, concluiu que a Administração agiu de boa-fé, com a intenção de proteger a companhia da ameaça representada por um plano de reestruturação muito agressivo e potencialmente danoso para a companhia. Porém, nas palavras da própria Corte, a questão principal diz respeito à possibilidade de o Conselho validamente agir com o propósito específico de impedir os acionistas de eleger a maioria do órgão, mesmo quando o faz de boa-fé. Mais do que nunca, a questão reside na alocação de autoridade entre o fiduciário e o beneficiário. De fato, fundamentou a Corte, o voto do acionista é a base ideológica na qual repousa a legitimidade da Administração. Geralmente, os acionistas possuem apenas duas proteções contra a *performance* inadequada da Administração: eles podem (i) vender suas ações; ou (ii) eles podem votar para substituir a atual Administração. Essas possibilidades, sobretudo a segunda, são essenciais para a teoria que legitima o exercício de poder de controle por parte de alguns (membros do Conselho e administradores) sobre vastas agregações de propriedade (capital) que não lhes pertence. A decisão do Conselho de agir com o propósito específico de impedir a efetividade do voto dos acionistas inevitavelmente envolve a questão sobre quem, entre o *principal* e o *agent*, possui autoridade com relação aos assuntos internos de governança corporativa. A decisão do Conselho de agir com o intento de impedir os acionistas de criar novos cargos no órgão e preenchê-los com seus eleitos não envolve o exercício de poder sobre a propriedade (o que está na esfera da Administração), ao contrário, a decisão envolve a alocação de efetivo poder de governo sobre a companhia entre as esferas dos acionistas e do Conselho. Ações planejadas com o objetivo principal de interferir na efetividade de voto inevitavelmente envolvem um conflito entre o Conselho e a maioria dos acionistas. Esse tipo de assunto não pode ser deixado para a discricionariedade da Administração, mesmo quando imbuída das melhores intenções. Uma situação como essa não pode receber a manta protetora da *business judgement rule*. Em realidade, o Conselho teria tempo para informar os acionistas acerca da qualidade da proposta da Blasius e para lançar seu ponto de vista. A teoria do nosso Direito Societário confere poderes aos conselheiros como *agents* dos acionistas — ela não cria, pois, “*platonian masters*”. Pode ser que a reestruturação proposta pela Blasius fosse irrealista e causasse danos à companhia e a seus acionistas. Tendo tido acesso às evidências, eu estou inclinado a crer nesse sentido, disse o Relator. O Conselho certamente pensava da mesma forma, e exatamente essa percepção e a boa-fé da qual estava imbuído o autorizavam a tomar certas medidas para evadir o perigo, podendo, por exemplo, empregar os fundos sociais para informar os acionistas e tentar convencê-los da mesma opinião sobre o negócio. Mas há uma vasta diferença entre gastar os recursos da companhia para informar o eleitorado e exercitar o poder que lhe fora conferido pelos próprios acionistas com o propósito específico de barrar uma ação dos mesmos. A maioria dos acionistas tem o direito de pensar de modo distinto da Administração, mesmo que o seu ponto de vista esteja errado. Eu concludo, portanto, apesar de ter sido de boa-fé, que a ação do Conselho violou o dever de lealdade devido aos acionistas. As deliberações tomadas na reunião do Conselho de 31 de dezembro são inválidas e devem ser anuladas. *Blasius Industries v. Atlas Corp.*, 564 A.2d 651 1988 (Del. Ch. 1988).

<sup>534</sup> A Time e a Warner vinham negociando uma fusão há anos, a qual foi finalmente acertada para acontecer em 1989. Com base no acordo que seria votado pelos acionistas das empresas, os acionistas da Time receberiam US\$ 120 em ações da nova empresa (Time-Warner) para cada ação que detivessem. Entretanto, duas semanas antes de os acionistas da Time votarem a fusão, a Paramount



Delaware, aplicando a *business judgement rule*, ficou ao lado da Administração da Time que resistia à tomada de controle da Paramount. Segundo a Corte, a Administração pode simplesmente dizer não a uma oferta, desde que, nos moldes acima tratados, possa demonstrar que está agindo no interesse de longo prazo dos acionistas.

Contudo, em *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.* (1994)<sup>535</sup> — outro caso que envolve a Paramount, que, no entanto, agora fez as vezes de

---

Communications, Inc. lançou uma oferta hostil para tomar o controle da Time, pela qual ofereceu \$ 175 por ação. Em resposta, a Time cancelou a fusão, mas fez uma oferta amigável para adquirir 50% das ações da Warner a US\$ 70. Essa aquisição faria da Time grande demais para ser tomada (além disso, o voto dos acionistas da Time nessa operação não seria necessário). Além disso, a Time implementou *flip-over e flip-in devices (rights plans)*, que permitiriam aos acionistas da Time trocarem suas ações por aproximadamente duas vezes o valor das ações do ofertante se os mesmos fossem removidos pela Administração da Time antes da tomada de controle estar concluída. Em resposta, a Paramount processou a Time, alegando que a recusa da Administração da Time em desativar a *poison pill* consistia em uma violação dos deveres fiduciários. Na sua defesa, a Time alegou que a fusão com a Warner era uma operação que servia aos melhores interesses dos seus acionistas a longo prazo. Em outras palavras, os benefícios a longo prazo advindos da combinação da Time com a Warner criaria uma sinergia que renderia muito mais no futuro. Ao revés, a oferta da Paramount oferecia apenas um pequeno lucro a curto prazo. A Corte de Delaware, aplicando a *business judgment rule*, ficou do lado da Time. A Corte entendeu que benefícios de longo termo projetados para os acionistas da Time justificam a recusa da Administração da Time de desativar o mecanismo de defesa. A Corte declarou: “o Direito Societário não opera na teoria que os membros do Conselho estão obrigados a seguir os desejos de uma maioria das ações. De fato, conselheiros, não-acionistas, têm o dever de administrar a empresa. Por isso, a Administração encarregada de uma companhia-alvo pode simplesmente dizer não a uma oferta de tomada de controle desde que ela possa demonstrar que está agindo no interesse de longo prazo dos seus acionistas”. *Paramount Communication, Inc. v. Time, Inc.*, 571 A.2d 1140 (Del. 1990).

<sup>535</sup> Em 1993 Viacom e a Paramount anunciam um acordo de fusão amigável. Pelo acordo de fusão, na prática, a Viacom e seu controlador, o bilionário Summer Redstone, estariam assumindo o controle da Paramount. Ambos os lados enalteciam a sinergia dos negócios e as vantagens do casamento, que criaria um colosso da mídia. Entretanto, 5 dias depois, a QVC Network, Inc. lançou uma oferta hostil a US\$ 90 por ação da Paramount, cobrindo a oferta da Viacom. Todavia, Martin Davis, presidente do Conselho da Paramount, não queria que sua empresa caísse nas mãos da QVC. Portanto, o Conselho da Paramount tomou as seguintes medidas: (a) uma *no-shop provision* pela qual a Paramount não estudaria a proposta da QVC, tampouco se reuniria com seus executivos; (b) uma *lock-up option* que garantia a Viacom (mas não a QVC) o direito de comprar 23,7 milhões de ações da Paramount a um preço de US\$ 69,14 cada se um comprador que não a Viacom tomasse o controle da Paramount (isso custaria ao ofertante concorrente algo em torno de \$ 400 milhões); (c) um acordo para desativar certas *poison pills* a favor da Viacom, mas não para a QVC. Em resposta ao entrincheiramento, a QVC processou a Paramount, alegando que as táticas de defesa violavam os deveres fiduciários do Conselho da Paramount para com a companhia e para com os seus acionistas. A Corte de Chancelaria, para a surpresa de muitos, concordou com a QVC. Entendeu a Corte que “a garantia de não avaliar a oferta da QVC e o compromisso de não se reunir com seus executivos” (*no-shop provision*) eram ajustes ilegais e que o Conselho da Paramount tinha o dever de continuar a sua procura pelo melhor valor disponível para os seus acionistas. A Corte também invalidou a *lock-up option* e o *stock purchase plan*. Além disso, mandou dismantelar as travas criadas pela *poison pill* em desfavor da QVC e de qualquer outro ofertante que viesse a surgir. No final da história, a Viacom se fundiu com a Blockbuster e, depois de 5 meses de uma escalada de ofertas, finalmente ganhou a disputa pela Paramount, pagando aproximadamente US\$10 bilhões a mais. *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.*, 637 A.2d 34 (Del. 1994).

companhia-alvo —, a Suprema Corte de Delaware, utilizando os mesmos parâmetros<sup>536</sup>, declarou ilegais algumas medidas defensivas, como as *no-shop provisions*<sup>537</sup> dadas em favor da Viacom e em desfavor da QVC, assim como invalidou uma *lock-up option*<sup>538</sup> e o *stock repurchase plan*<sup>539</sup>, porque entendeu como excessivas as táticas de defesa (teste da proporcionalidade); essas inviabilizariam, pois, o recebimento de qualquer oferta, mesmo que boa para os acionistas, exceto as da Viacom, uma empresa tida como “amiga”. Houve, no caso, uma quebra dos deveres fiduciários dos administradores, que deveriam buscar o melhor preço possível para os seus acionistas, o que era possível em face das investidas da QVC<sup>540</sup>.

Em *Unitrin, Inc. v. American General Corp.* (1995)<sup>541</sup>, a Suprema Corte de Delaware apenas refina alguns dos conceitos utilizados no chamado *Unocal test*, estes já estabelecidos naqueles casos paradigmáticos de meados dos anos 80. No caso aqui em questão, a proporcionalidade das medidas adotadas é verificada sob dois ângulos: o da coercitividade e o da preclusividade. Coercitiva é, por exemplo, a medida que impõe, “goela abaixo”, aos acionistas uma transação alternativa à oferta hostil, a qual é patrocinada pela Administração. Preclusiva é a medida que fecha a companhia de tal

<sup>536</sup> Os parâmetros aos quais nos referimos são aqueles chamados pela doutrina e pela jurisprudência norte-americana de *Unocal test*. Por meio deste, como foi referido anteriormente, para que a *business judgement rule* possa ser aplicada, o Conselho deve adotar medidas defensivas apenas se acredita estar diante de uma ameaça à companhia e a seus acionistas e desde que a medida seja proporcional ao risco posto.

<sup>537</sup> Pelas *no-shop provisions*, a Paramount se comprometia a não estudar qualquer proposta da QVC, tampouco se reuniria com seus executivos.

<sup>538</sup> Garantia a Viacom (mas não a QVC) o direito de comprar 23,7 milhões de ações da Paramount a um preço de US\$ 69,14 cada se um comprador que não a Viacom tomasse o controle da Paramount.

<sup>539</sup> Medida que podia ser desativado em favor da Viacom, mas não para a QVC.

<sup>540</sup> O que se demonstrou acertado, pois, uma vez baixadas as defesas, ao final da disputa com a QVC, a Viacom pagou US\$ 10 bilhões a mais pela Paramount.

<sup>541</sup> Em 1995, a American General Corp. lançou uma oferta hostil para adquirir todas as ações da Unitrin, Inc. Em resposta, a Administração da Unitrin tomou uma série de medidas defensivas, entre elas, a adoção de um *rights plan* e de um *repurchase plan*, pelo qual se oferecia para adquirir uma parcela de suas ações no mercado. Além disso, o estatuto da Unitrin continha um dispositivo pelo qual uma reorganização societária que envolvesse a Unitrin e qualquer outra empresa que tivesse participação de mais de 15% em seu capital deveria ser aprovada pela maioria dos conselheiros (mas somente os *continuing directors*) ou 75% dos acionistas. No caso, os próprios conselheiros da Unitrin detinham 23% do capital do seu capital votante. A par das medidas adotadas, a American General Corp. ingressou com uma ação perante a Corte de Chancelaria de Delaware a fim de impedir que a Unitrin pusesse em prática o seu plano de recompra das ações. A Corte de Chancelaria deferiu uma ordem preliminar contra o plano de recompra. O caso subiu para a Suprema Corte de Delaware, que, em sua decisão, refinou alguns dos parâmetros do *Unocal test*, como a seguir veremos.

forma que os seus acionistas ficam impossibilitados de receber qualquer oferta, seja ela boa ou má<sup>542</sup>. Sendo coercitiva ou preclusiva, a tática de defesa é draconiana, logo não passa pela segunda parte do *Unocal test* (proporcionalidade da medida adotada)<sup>543</sup>.

Daí para diante, o que se pôde observar não foi uma mudança de concepção nas Cortes de Delaware sobre a conduta da Administração, as quais continuaram aplicando o *Unocal test*, mas sim, ajustes pontuais na teoria aplicada, pois surgiram novas táticas de defesa. Logo, se o objeto de análise sofreu uma metamorfose, as Cortes ajustaram as lentes para melhor examinar essas novas medidas defensivas.

Em *Carmody v. Toll Brothers, Inc.* (1998)<sup>544</sup> se discutiu a validade de uma *dead hand provision*, medida defensiva que protege um *rights plan* de tal forma que bloqueia a companhia e afasta a possibilidade de alienação do controle<sup>545</sup>. A *dead hand* funcionava como uma espécie de cadeado, porquanto proibia os membros do Conselho de Administração, salvo aqueles que inseriram a tática de defesa, de desativar o *shareholder rights plan* (*poison pill*). Assim, mesmo que fossem eleitos novos membros para o Conselho, a *poison pill* não poderia ser desativada, mesmo no caso de uma oferta benéfica. Era preciso, pois, contar com a boa vontade dos conselheiros que “trancaram” a companhia. No caso aqui tratado, a Corte de Chancelaria de Delaware considerou ilegal esse tipo de provisão, porque (i) criava poder de voto diferenciado entre os membros do Conselho; (ii) interferia no poder de administrar o negócio, o qual

<sup>542</sup> EISENBERG, 2000, op. cit., p. 856.

<sup>543</sup> Primeira parte: há uma ameaça? Se há, passa-se à segunda parte do teste: a medida de defesa é proporcional à ameaça posta? Se sim, aplica-se a *business judgment rule* e a conduta da Administração, em princípio, é legítima, mesmo que o resultado da adoção da tática possa se demonstrar adverso.

<sup>544</sup> A Toll Brothers, uma Delaware corporation, com sede principal na Pennsylvania, projeta, constrói e comercializa casas de luxo para casais solteiros. Em 1986 abriu capital, tendo em vista a sua trajetória de sucesso até então. Em 1997, por causa do baixo valor de mercado de suas ações e da possibilidade de sofrer uma tentativa de tomada hostil de concorrentes, a companhia adota um *rights plan* protegido por uma *dead hand provision*. Nesse ponto, nenhuma oferta havia sido lançada. A medida foi preventiva, tendo a companhia anunciado que adotara essa tática de defesa em prol da proteção dos acionistas contra tentativas inadequadas e coercitivas de tomada de controle. Os fundamentos da decisão serão descritos a seguir. *Carmody v. Toll Brothers, Inc.*, 723 A.2d 1180 (Del. Ch.1998).

<sup>545</sup> Um *dead hand rights plan* é aquele que não pode ser desativado exceto pelos membros do Conselho que criaram o próprio *rights plan* ou seus sucessores eleitos. Em essência, a *dead hand provision* opera de forma a impedir que qualquer membro do Conselho da Toll Brothers, exceto aqueles que faziam parte do Conselho quando da adoção do *rights plan* ou os seus sucessores eleitos, desative a medida de defesa. Sucessor eleito, para esses fins, é o membro indicado ou aprovado pela maioria dos membros do Conselho existentes quando da adoção da medida. EISENBERG, 2000, op. cit., p. 857-858.

era conferido legalmente ao Conselho de Administração; (iii) intencionalmente interferia no poder de voto dos acionistas sem qualquer justificativa razoável; (iv) não era proporcional sob os parâmetros *Unocal/Unitrin*, visto que é medida de defesa preclusiva<sup>546</sup>.

Por esse parâmetro (*Unocal/Unitrin*), sobretudo porque a blindagem do *rights plan* parece consistir em uma manipulação do direito de voto dos acionistas, bastante contestável é a validade dessa modalidade de tática de defesa. Nesse sentido, cumpre referir que contra mudanças oportunistas no sistema de voto e de deliberação, a Suprema Corte de Delaware já se manifestou em *Schnell v. Chris-Craft Industries, Inc.* (1971)<sup>547</sup> e em *Blasius Industries v. Atlas Corp* (1988). Além disso, pelo parâmetro *Unocal/Unitrin*, não resta dúvida de que a medida é preclusiva — portanto, de legitimidade contestável.

No mesmo ano do julgamento de *Carmody v. Toll Brothers* (1998)<sup>548</sup>, outro caso

---

<sup>546</sup> EISENBERG, 2000, op. cit., p. 861.

<sup>547</sup> Os autores, acionistas da ré, buscavam instalar uma nova Administração, tendo em vista a fraca *performance* da gestão atual. Sabendo da mobilização dos acionistas, a administração da companhia adiantou a data da assembléia anual na qual seriam eleitos os administradores, com o intento de dificultar a mobilização dos acionistas, que buscavam reunir procurações para votar em nome de outros acionistas em assembléia. Em resposta à manobra da Administração, alguns acionistas iniciaram um procedimento judicial no qual alegavam que a mudança na data da assembléia prejudicava os esforços legítimos dos autores e de outros acionistas que se mobilizavam para substituir a Administração. Em grau de apelação, a Suprema Corte de Delaware entendeu que uma companhia não pode alterar o seu sistema de deliberação com um propósito não-equitativo, no caso específico, obstruir os esforços legítimos de acionistas dissidentes de exercerem o seu direito de solicitar procurações para votar contra a atual Administração. *Schnell v. Chris-Craft Industries, Inc.*, 285 A.2d 437 (Del. 1971).

<sup>548</sup> A Quickturn é uma *Delaware Corporation*, com sede em San Jose, Califórnia, detentora de uma série de patentes e de outros direitos industriais importantes em sua área de atuação. A Mentor é uma Oregon corporation, com sede em Wilsonville, Oregon, cuja área de atuação é análoga à da Quickturn. As ações de ambas as companhias são negociadas na NASDAQ. Desde 1996, as empresas vinham litigando em um processo judicial acerca do direito de explorar uma patente específica. O resultado da ação fez com que a Mentor não pudesse atuar no mercado de emulação (*emulation market*) americano, pois os seus produtos foram considerados violadores das patentes da Quickturn. Para piorar, havia um processo pendente entre as partes na *Oregon Federal District Court*, no qual a Quickturn pedia uma indenização de US\$ 225 milhões pela violação de patentes. Por tudo isso, a Mentor passou a considerar o lançamento de uma oferta hostil, que, se bem sucedida, acabaria com esses dois problemas. Para isso, a Mentor contratou a Arthur Andersen e o Banco de Investimentos Salomon Smith Barney como consultores — ambos exaltaram as qualidades da aquisição. Aproveitando-se de uma queda acentuada nos preços das ações da Quickturn, em maio de 1998, a Mentor lança a sua oferta hostil, oferecendo um prêmio de aproximadamente 50% sobre o preço das ações da Quickturn naquele momento, mas que ainda era 20% inferior ao preço de cotação das mesmas em fevereiro. Casada com a oferta hostil, a Mentor fez um pedido por procurações para substituir os membros do Conselho da Quickturn em uma

paradigmático foi decidido pelas Cortes de Delaware, a saber, o *Quickturn Design Systems, Inc. v. Shapiro* (1998). Nesse caso, ficou claro que as Cortes de Delaware tinham pouca simpatia pela *dead hand* e por suas variações: aqui, uma *no hand provision*, uma cláusula que previa a possibilidade de remoção do *rights plan* apenas seis meses depois da tomada de controle do Conselho e, por isso, retirava a habilidade dos membros do Conselho recém-empossados de desmantelarem o *rights plan*, medida essencial para que, posteriormente, houvesse a tomada de controle<sup>549</sup>. Por isso, a medida defensiva foi reputada desproporcional sob os parâmetros estabelecidos no *Unocal test*, ainda que o valor da oferta tenha sido considerado uma possível ameaça pela Corte de Chancelaria Delaware<sup>550</sup>. Deste modo, vale salientar que, embora o *rights plan* seja tido como uma medida passível de ser empregada pela Administração em resposta a uma oferta hostil desde *Moran v. Household* (1985), a sua utilização não é discricionária, tampouco absoluta<sup>551</sup>.

Com efeito, em *Moran v. Household* (1985), ficou estabelecido que a derradeira resposta a uma oferta hostil deve ser avaliada pelos membros do Conselho ao tempo desta e sempre tendo em vista os deveres fundamentais destes para com a companhia e para com os seus acionistas<sup>552</sup>. Um dos princípios basilares do Direito Societário em Delaware é que o Conselho possui a responsabilidade derradeira de administrar a companhia<sup>553</sup>. Com efeito, a negociação de uma possível venda da empresa consiste em uma das áreas de maior importância sob a Administração do Conselho<sup>554</sup>. Como a *no hand provision* causa uma limitação inadmissível na capacidade de o Conselho gerir a companhia (no caso em questão por 6 meses), qual seja, a impossibilidade de

---

assembléia extraordinária, pois, com isso, conseguiria desativar um *share purchase rights plan* que protegia a companhia. Logo após, o Conselho da Quickturn recomenda aos acionistas a rejeição da oferta e toma algumas medidas de defesa, entre elas a substituição da *dead hand provision* por uma *no hand provision*. O efeito do mecanismo seria o de atrasar a habilidade de substituir a Administração no caso de uma tomada de controle bem sucedida, e, com isso, desestimular o ofertante. Contra as medidas, a Mentor ingressou com uma ação na Corte de Chancelaria, pedindo a invalidação das mesmas. O resultado do julgamento, veremos a seguir. *Quickturn Design Systems, Inc. v. Shapiro*, 721 A.2d 1281 (Del. 1998).

<sup>549</sup> EISENBERG, 2000, op. cit., p. 867-868.

<sup>550</sup> Ibid., p. 871.

<sup>551</sup> Ibid., p. 873.

<sup>552</sup> Ibid., p. 872.

<sup>553</sup> EISENBERG, loc. cit.

<sup>554</sup> EISENBERG, loc. cit.

desmantelar o *rights plan* a fim de facilitar a alienação do controle da empresa, a mesma não pode ser tida como legítima<sup>555</sup>.

Também se deve referir que os novos membros do Conselho de Administração, quando empossados, devem ter poder total para administrar a companhia e para cumprir os seus deveres fiduciários, defendendo os interesses desta e de seus acionistas<sup>556</sup>. Qualquer mecanismo que impeça os administradores de agir no melhor interesse da companhia e de seus acionistas é por si só inválido<sup>557</sup>. Desde *Revlon v. MacAndrews* (1986), a Suprema Corte de Delaware estabeleceu que nenhuma medida de defesa pode ser tolerada quando ela ocasiona uma violação dos deveres fiduciários dos administradores<sup>558</sup>.

Pelo exposto, ficou estabelecido em *Quickturn Design Systems, Inc. v. Shapiro* (1998) que a *no hand provision* impediria o novo Conselho de Administração da Quickturn de gerir a companhia através da desativação do *rights plan*, medida necessária para facilitar uma transação que serviria aos melhores interesses da companhia e de seus acionistas, mesmo quando os deveres fiduciários desses agentes os obrigassem a tanto<sup>559</sup>. O mecanismo de defesa, ficou constatado, impedia, pois, os administradores de cumprirem com os seus deveres fiduciários, portanto era ilegítimo<sup>560</sup>.

Exatamente nesse ponto dos deveres fiduciários, uma outra decisão dos tribunais de Delaware, agora do ano de 2002, bateu forte naquilo que considerou ser uma conduta desleal de membros do Conselho de Administração. Em *Adlerstein v. Wertheimer* (2002), a Corte de Chancelaria daquele Estado foi dura com os membros do Conselho da SpectruMedix, os quais, segundo ela, violaram os deveres fiduciários devidos ao controlador, Adlerstein, também integrante membro do Conselho de

---

<sup>555</sup> EISENBERG, 2000, op. cit., p. 872.

<sup>556</sup> EISENBERG, loc. cit.

<sup>557</sup> Ibid., p. 873.

<sup>558</sup> EISENBERG, loc. cit.

<sup>559</sup> EISENBERG, loc. cit.

<sup>560</sup> EISENBERG, loc. cit.

## Administração da companhia<sup>561</sup>.

A decisão deixa claro que os membros do Conselho não podem atuar maliciosamente ou fazer uso de táticas desleais para diluir o poder controlador, mesmo quando estejam convictos de ele esteja causando danos graves à companhia e a seus

---

<sup>561</sup> A SpectruMedix, uma *Delaware corporation* com sede State College, Pennsylvania, cuja atividade consistia na fabricação e no comércio de instrumentos para as indústrias genética e farmacêutica, passava por enormes dificuldades financeiras e, em julho de 2001, encontrava-se em uma situação de virtual insolvência (não tinha dinheiro em caixa para a próxima folha de pagamento, alguns de seus fornecedores mais importantes não mais vendiam para a companhia, exceto à vista, e não havia nenhuma previsão realista de que a situação mudaria no curto prazo). Seu CEO e chairman, Adlerstein, um cientista Doutor em Física e empreendedor que já havia participado da constituição de diversas empresas de tecnologia, era também o acionista controlador, cuja participação alcançava mais de 73% do poder de voto na companhia. Apesar disso tudo, o próprio Adlerstein era tido como o principal responsável pela delicada situação financeira da companhia. Essa era a opinião de O'Donnell, consultor contratado pelo Conselho para estudar a situação financeira e gerencial da companhia; no entender do consultor, além de aquele ser o principal problema da companhia, não havia chances de essa sobreviver se continuasse sendo administrada da forma como vinha sendo. Além disso, uma série de altos executivos planejava deixar a companhia caso essa continuasse sob a direção de Adlerstein, que, ainda por cima, obstruía o trabalho da consultoria e mentia sobre a real situação da empresa. Nesse cenário, a única solução encontrada pelos outros dois membros do Conselho (Wertheimer e Mencher) era receber auxílio externo. Em junho de 2001, Wertheimer contactou Ilan Reich, gestor habilidoso e suficientemente rico para ajudar a companhia, sondando sobre a possibilidade de ele injetar capital na companhia e ajudar a administrá-la, tendo em vista que essa era um das poucas opções disponíveis, pois nenhum investidor institucional poria dinheiro em uma companhia que estivesse na situação da SpectruMedix. Entretanto, Reich deixou bastante claro para Wertheimer que ele só investiria na SpectruMedix se fosse ele, não Adlerstein, quem comandaria a companhia. Na realidade, Reich sabia que aquela era uma chance de ouro para tomar o controle da SpectruMedix. Daí para diante, foi efetuada uma proposta de aquisição da SpectruMedix por parte de Reich, que não foi informada a Adlerstein, pois havia o receio de que ele iria “espantar” o investidor. Wertheimer e Mencher convocaram uma reunião do Conselho, sem, contudo, divulgar a verdadeira pauta da mesma (a proposta de Reich). Quando finalmente foi apresentada ao Conselho, a proposta consistia nos seguintes termos: (i) a Reich Partnership investiria US\$ 1 milhão na SpectruMedix; (ii) em troca, haveria uma emissão de ações preferenciais Série C para o investidor, as quais dariam a ele o controle da companhia; (iii) a designação de Ilan Reich para gerir da companhia. Adlerstein, na reunião na qual lhe foi apresentada a proposta, manifestou desinteresse na mesma, visto que ela resultaria em uma diluição da sua participação e na conseqüente perda de controle da companhia. Wertheimer insistiu na proposta, alegando que a empresa precisava urgentemente de dinheiro e perguntou se Adlerstein tinha, então, o capital necessário para que a companhia pudesse sobreviver. A resposta foi negativa. Como não se pôde discutir mais nada, já que Adlerstein estava instruído por advogados a não falar mais, foram abertas as deliberações. Em primeiro lugar, Adlerstein foi removido dos cargos de CEO e de *chairman* por justa causa (por má-administração da companhia, por passar informações falsas e enganosas aos seus colegas conselheiros e por assédio sexual a uma funcionária). Por fim, a proposta de Reich foi aceita e ele foi posto no comando da companhia. Em resposta, Adlerstein ingressou com uma ação perante a Corte de Chancelaria de Delaware, alegando: (i) que aquela reunião não era uma reunião do Conselho, portanto a deliberação era inválida; (ii) que os conselheiros (Wertheimer e Mencher) atuaram em segredo, deixando o CEO e *chairman* da companhia absolutamente de fora das negociações; (iii) que os conselheiros (Wertheimer e Mencher) violaram os seus deveres fiduciários de lealdade e de diligência para com a SpectruMedix, porque aprovaram a transação baseados em informações inadequadas e insuficientes e em termos injustos para com a companhia e para com os seus acionistas; e, por fim, pedindo o cancelamento das ações dadas a Reich. Adlerstein v. Wertheimer WL 205684 (Del. Ch. 2002).

acionistas e que a conduta empreendida é justificável e está pautada pela boa-fé. A prática de atos iníquos, portanto, pode ser considerada uma violação do dever de lealdade tido para com o controlador como tal e enquanto membro do próprio Conselho.

Nas palavras do *Vice Chancellor* Stephen P. Lamb,

enquanto é verdade que o Conselho de Administração de uma companhia insolvente ou operando na quase insolvência possui deveres fiduciários para com os credores e outros além dos acionistas, não é verdade que o nosso Direito tolera, permite, ou requer dos conselheiros que estes conduzam os negócios da empresa insolvente de uma forma incompatível com o princípio da lealdade ou em violação dos deveres devidos aos acionistas. (...) Desde que estejam agindo de acordo com os seus deveres fiduciários, essa Corte pode consentir com a possibilidade de o Conselho emitir opções dilutivas a fim de proteger a companhia ou seus minoritários da exploração levada a cabo por um controlador que esteja violando seus deveres fiduciários devidos à companhia. Entretanto, nada dá aos membros do Conselho o direito de executar essa manobra através de trapaça ou fraude, e eu não estou pronto a permiti-lo<sup>562</sup>.

Mais recentemente, a Suprema Corte de Delaware, em *o MM Companies, Inc. v. Liquid Audio, Inc.* (2003)<sup>563</sup>, reafirmou alguns de seus posicionamentos anteriores,

<sup>562</sup> Adlerstein v. Wertheimer WL 205684 (Del. Ch. 2002).

<sup>563</sup> A Liquid Audio, Inc., uma *Delaware corporation* com sede em Redwood, Califórnia, cujo principal negócio está relacionado com softwares de transmissão digital de músicas, possui um *staggered board* dividido em 3 classes. Em 2001, a situação do Conselho de Administração Liquid Audio era a seguinte: a Classe III possuía dois membros, cujos mandatos expiravam já em 2002; a Classe I tinha dois membros, cujos mandatos expiravam em 2003; e a Classe II possuía um membro, cujo mandato expirava em 2004. O principal efeito do *staggered board* é evitar a tomada de controle do órgão e, conseqüentemente, da companhia, em um prazo inferior a 2 anos. Em agosto de 2002, estando claro que a MM Companies conseguiria eleger os dois membros do Conselho de Administração da Liquid Audio cujos mandatos encerravam naquele ano (o Conselho possuía cinco membros), o Conselho da mesma procede a uma emenda no estatuto da companhia, aumentando o número de conselheiros de cinco para sete (a referida “expansão do Conselho”). Ao mesmo tempo, já aponta os seus novos membros (isto era permitido pelo estatuto). Nessa manobra, foi indicado um membro da Classe II (cujos mandatos só expiravam em 2004) e outro da Classe I (cujos mandatos só expiravam em 2003). Assim, como apenas a Classe III seria eleita naquele ano (2002), mesmo tendo a maioria dos votos em assembléia, a MM não conseguiria eleger a maioria dos membros do Conselho e tomar o controle da companhia — na realidade, efetivamente, mesmo sem a expansão do Conselho, a MM só conseguiria eleger dois membros, o que não a daria, *ab initio*, o controle da companhia (cujo Conselho contava com cinco membros). Entretanto, havia o temor de que um eventual mal-estar instalado entre os conselheiros pela eleição de “membros hostis” para o órgão fizesse com que alguns dos membros antigos pedissem exoneração de seus cargos e, com isso, enfraquecessem o panorama de poder posto. Em resposta, a MM pediu em assembléia que fosse votada uma expansão do Conselho de sete para onze membros, o que poderia lhe dar o direito de indicar mais quatro membros, que, somados aos dois já eleitos, dar-lhe-ia o controle da companhia. Em assembléia, os dois indicados pela MM foram eleitos; porém, a expansão do Conselho não foi aceita, não logrando a MM obter o poder de controle. Depois da eleição, a MM ingressa com um pedido perante a Corte de Chancelaria de Delaware, pedindo a invalidação da expansão de cinco para sete membros do Conselho, pois a expansão do conselho efetivada pelo próprio contraria os princípios já estabelecidos em *Unocal e Blasius*. *o MM Companies, Inc. v. Liquid Audio, Inc.*, 813 A.2d 1118 (Del. 2003).



aplicando em um mesmo caso dois precedentes importantes, o *Unocal* e o *Blasius*, afirmando não serem eles mutuamente excludentes, mas sim, passíveis de serem utilizados em conjunto. No caso aqui em questão, a Corte confirmou ser inválida a expansão do número de membros do Conselho da Liquid Audio feita pelo próprio Conselho às vésperas de uma assembléia, pois a esta tinha por objetivo impedir os esforços legítimos dos acionistas em prol de uma alteração no panorama de controle da companhia.

Considerou a Corte que a medida defensiva empreendida pelo Conselho da Liquid Audio comprometeu o papel essencial da democracia acionário, sobretudo no que diz respeito ao equilíbrio do poder na relação entre a assembléia dos acionistas e o Conselho. Com efeito, se a expansão do Conselho e a eleição de seus novos membros estavam entre os poderes conferidos ao próprio Conselho pelo estatuto, uma alteração como essa, às vésperas de uma assembléia controvertida e com o intento de autoperpetuação no poder, não pode ser tida como legítima. Como os conselheiros não apresentaram uma justificativa razoável para a tomada dessa manobra defensiva, claro ficou o intento daqueles. Desde *Schnell v. Chris-Craft Industries, Inc* (1971), já havia ficado explícito que “ações não eqüitativas não se tornam permissíveis só porque são legalmente possíveis”<sup>564</sup>.

A controvérsia nesse caso não está na validade da autorização dada ao Conselho pelo estatuto de se expandir ou mesmo de eleger os membros para os novos cargos, mas sim, na utilização desses poderes legítimos com um propósito iníquo, qual seja, com o propósito principal de impedir ou de interferir nos esforços legítimos dos acionistas de exercitar o seu direito de voto em prol de uma alteração no panorama de poder da companhia — por isso a conduta é ilegítima segundo o padrão estabelecido em *Blasius Industries v. Atlas Corp* (1988). Além disso, a Corte entendeu não haver uma ameaça tão grave que justificasse interferir no poder conferido aos acionistas de controlar a companhia por meio do exercício do direito de voto — portanto a conduta não é proporcional nem razoável ante a ameaça posta sob a ótica do estabelecido em

---

<sup>564</sup> O’KELLEY; THOMPSON, 2006, op. cit., p. 832.

*Unocal v. Mesa Petroleum* (1985).

No mesmo ano, em outro caso importante, a Suprema Corte de Delaware volta a utilizar os padrões *Unocal /Unitrin*, com pequenos ajustes que fariam do *Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc.* (2003)<sup>565</sup>, uma referência. O ponto interessante consiste no fato de que o *Unocal test* havia sido criado e posteriormente utilizado em contextos de oferta hostil, sempre com o intuito de impedir uma mudança de controle. O caso em questão,

---

<sup>565</sup> A NCS estava atravessando uma séria crise financeira. Buscando evitar a falência, o seu Conselho estava avaliando uma série de alternativas, dentre elas uma possível combinação societária. Entre as propostas recebidas, a NCS foi assediada pela Omnicare. Inicialmente, as propostas da Omnicare foram consideradas insatisfatórias. Por outro lado, foi recebida uma proposta de fusão mais vantajosa de uma empresa denominada Genesis, porém condicionada à celebração de acordos do tipo *lock-up*, pois esta não queria arriscar perder a transação. Sabendo da proposta da Genesis, a Omnicare fez uma proposta ainda melhor, contudo condicionada a algumas condições de revogação, entre elas a realização de uma *due diligence*. Tendo em conta as ofertas apresentadas, a NCS preferiu a da Genesis, pois temia a queda do negócio com a Omnicare e a perda da chance de contratar com a Genesis, que seria preterida em um primeiro momento. O Conselho da NCS celebrou com a Genesis, em um acordo prévio de fusão, uma série de *deal protection provisions* que protegiam a consumação final da transação, que ainda deveria ser aprovada em assembléia dos acionistas. Entre as medidas defensivas estavam (i) uma garantia de que a operação seria levada à votação em assembléia, mesmo que uma proposta melhor surgisse e que o Conselho não mais recomendasse a transação; (ii) o não-estabelecimento de qualquer cláusula que liberasse a NCS deste acordo; (iii) em conexão, um acordo de voto com os dois maiores acionistas da NCS, que deveriam votar em assembléia a favor da operação (os dois maiores acionistas também eram membros do Conselho); essa combinação de acordo de fusão com acordo de voto garantia, *ab initio*, a aprovação da operação, pois os dois acionistas detinham 65% do poder de voto na companhia. Para impedir a fusão da NCS com a Genesis, a Omnicare ingressou com uma ação perante a Corte de Chancelaria de Delaware para dismantelar as medidas de defesa do negócio. Em uma apertada decisão (3x2), a Suprema Corte de Delaware reformou a decisão da Corte de Chancelaria, considerando que os acordos celebrados entre NCS e Genesis trancavam o recebimento de novas propostas, sendo aqueles, portanto, inválidos e não-obrigatórios. Com efeito, pelo parâmetro *Unocal/Unitrin*, a Corte concluiu serem as medidas de defesa coercitivas e preclusivas. O ponto interessante é que o *Unocal test* havia sido criado e posteriormente utilizado em contextos de oferta hostil, sempre com o intuito de impedir uma mudança de controle. O caso em questão, no entanto, não envolve a proteção do Conselho acuado por uma tentativa de tomada hostil, mas sim, a proteção de uma operação de fusão amigável do recebimento de uma oferta superior, ainda que também amigável. A Suprema Corte considerou que o Conselho agiu de boa-fé, tendo em vista a condução de uma investigação adequada acerca da transação, e que não havia nenhum conflito de interesses. Contudo, a Corte não considerou as medidas adotadas razoáveis em relação ao risco posto, além do que seriam elas coercitivas e preclusivas. As medidas protetivas da fusão foram adotadas para forçar a consumação do negócio e para impedir que fosse avaliada outra proposta de transação, ainda que mais vantajosa. Como as medidas adotadas são coercitivas e preclusivas, não são, conseqüentemente, razoáveis ante ao risco posto (risco de perder a oferta da Genesis). — as medidas são, portanto, não-obrigatórias. Além disso, os dispositivos de proteção são inválidos e não-obrigatórios, pois impedem o Conselho da NCS de desempenhar os seus deveres fiduciários. A Corte entendeu que o Conselho da NCS não tinha a autoridade para aceitar a exigência da Genesis por um *lock-up* absoluto; pelo contrário, o conselho deveria ter exigido o estabelecimento de uma cláusula “*fiduciary out*” no acordo preliminar de fusão, que lhe garantisse pular fora do negócio em caso de surgimento de uma oferta mais vantajosa, cumprindo, assim, com os seus deveres fiduciários. *Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc.*, 818 A.2d 914 (Del. 2003).

entretanto, não envolve a proteção do Conselho acuado por uma tentativa de tomada hostil, mas sim, a proteção de uma operação de fusão amigável do recebimento eventual de uma oferta, ainda que amigável e em valores superiores.

No caso específico, o Conselho da NCS garantiu a Genesis, empresa com a qual havia celebrado um acordo prévio de fusão, uma série de *deal protection provisions* que protegiam a consumação final da transação, a qual ainda deveria ser aprovado em assembléia dos acionistas. Entre as medidas defensivas estavam (i) uma garantia de que a operação seria levada à votação em assembléia, mesmo que surgisse uma melhor proposta e ainda que o Conselho não mais recomendasse a transação; (ii) o não-estabelecimento de qualquer cláusula que liberasse a NCS deste acordo; (iii) em conexão, um acordo de voto com os dois maiores acionistas da NCS, que deveriam votar em assembléia a favor da operação (os dois maiores acionistas também eram membros do Conselho). Deve-se ressaltar que essa combinação de acordo de fusão com acordo de voto garantia, *ab initio*, a aprovação da operação, pois os acionistas comprometidos detinham 65% do poder de voto na companhia.

A Corte de Chancelaria entendeu que os acordos de voto, quando casados com a cláusula do acordo de fusão que obrigava a operação a ser levada à votação em assembléia, constituem medidas de defesa sujeitas ao escrutínio nos parâmetros previstos em *Unocal v. Mesa Petroleum*. Aplicando o *Unocal test*, considerou as medidas razoáveis ante ao risco posto, qual seja, o de perder a oportunidade de efetivar a operação, a qual salvaria a companhia da insolvência. Entretanto, a Suprema Corte de Delaware, tendo em vista o *Unocal test* refinado pelo que fora estabelecido em *Unitrin v. American General Corp.*, considerou que os acordos, quando casados, trancavam o recebimento de novas propostas (no caso, a proposta efetivamente realizada pela Omnicare), sendo estes, portanto, inválidos e não-obrigatórios. Com efeito, pelo parâmetro *Unocal/Unitrin*, a Corte concluiu serem as medidas de defesa coercitivas e preclusivas.

A Suprema Corte reconheceu que o Conselho agiu de boa-fé, tendo em vista a

condução de uma investigação adequada acerca da transação, e que não havia nenhum conflito de interesses. No entanto, a Corte considerou as medidas adotadas razoáveis em relação ao risco que se punha. Além disso, os dispositivos de proteção são inválidos e não-obrigatórios, pois impedem o Conselho da NCS de desempenhar os seus deveres fiduciários. A Corte referiu que o Conselho da NCS não tinha a autoridade para aceitar a exigência da Genesis por um *lock-up* absoluto; pelo contrário, o Conselho deveria ter exigido o estabelecimento de uma cláusula “*fiduciary out*” no acordo preliminar de fusão, que lhe garantisse pular fora do negócio em caso de uma oferta mais vantajosa, cumprindo, assim, com os seus deveres fiduciários.

### 5.3 O papel dos administradores: a legislação

No Direito norte-americano, a principal fonte dos deveres fiduciários possui origem na jurisprudência, que define as obrigações fundamentais na complexa relação companhia-administrador, inclusive aquelas relacionadas ao contexto das ofertas hostis. Nesse sentido, a atuação das Cortes é preponderante quanto se trata de definir qual é o papel da Administração quando defrontada por uma tentativa de tomada de controle.

Em acréscimo, a legislação dos vários Estados norte-americanos traz positivados os deveres básicos (diligência, lealdade e obediência)<sup>566</sup>, sendo a grande maioria dessas leis estaduais criadas com base no *Business Model Corporation Act* - MBCA, lei modelo<sup>567</sup> da *American Bar Association* sobre sociedades anônimas<sup>568 569</sup>.

---

<sup>566</sup> Para além, disso, é possível encontrar certos deveres na legislação federal, como no *Securities and Exchange Act* de 1934, que estatui regras com relação ao uso de informação privilegiada — *insider trading*, por exemplo.

<sup>567</sup> Sobre o papel das leis modelos no Direito norte-americano, cf. DAVID, René. **Os grandes sistemas do Direito contemporâneo**. 4. ed. São Paulo: Martins Fontes, 2002. p. 497, 506-508.

<sup>568</sup> Nascida dos trabalhos de seu Comitê de Legislação Societária da Seção de Direito Empresarial e revisada pela última vez no ano de 2002, dando origem ao conhecido *Revised Model Business Corporation Act*.

<sup>569</sup> Além disso, outras fontes, porém sem força legal, são o *Corporate Director's Guidebook* da *American Bar Association* (baseado no MBCA, cuja função é auxiliar os administradores de companhias no

Para além disso, a maioria dos Estados norte-americanos apresenta, nos dias de hoje, leis que regulam as ofertas públicas de aquisição de controle, as chamadas *anti-takeover statutes*. De certa forma, essas leis começaram a ser promulgadas em reação à onda de tomadas hostis dos anos 70 e 80, legislação que evoluiu com o passar dos anos, até atingirem o atual estado em que se encontram. Devido a esse desenvolvimento, essas leis são seguidamente referidas como leis de primeira, segunda e terceira geração.

O traço comum da maioria dessas leis é o fato de que elas foram elaboradas com o intento de criar dificuldades àqueles que desejam tomar o controle de uma companhia local<sup>570</sup>, de certa forma facilitando o “trabalho” de uma Administração que queira resistir a uma oferta hostil. Entre as medidas de defesa estão (i) a necessidade de submissão da oferta a determinadas agências reguladoras estaduais; (ii) a impossibilidade de votar com as ações adquiridas além de um determinado percentual, exceto com a anuência dos demais acionistas; (iii) a existência de um período de espera (*stay period*) entre o anúncio da intenção de adquirir o controle de uma companhia e a efetiva publicação da oferta, prazo durante o qual somente a Administração do alvo poderia posicionar-se quanto a isso; (iv) a exigência de audiências sem prazo definido perante órgãos estaduais, sem as quais a oferta não poderia ser completada; (v) a obrigação de estender o prêmio da oferta pública aos acionistas remanescentes envolvidos em uma segunda operação de reorganização societária, etc<sup>571</sup>.

Outras legislações, sobretudo as de terceira geração, apresentam traços peculiares, como as que permitem ou as que requerem que a Administração leve em consideração os outros interesses que gravitam em torno da companhia, como os dos trabalhadores, dos consumidores, dos fornecedores, dos credores e os da comunidade

---

cumprimento de seus deveres e no entendimento dos modernos princípios de governança corporativa) e o *Principles of Corporate Governance: analysis and recommendations* do *American Law Institute* (cuja função alvo é o auxílio aos tribunais, aos legisladores e às companhias na compreensão sobre os deveres dos administradores). Ver: PARENTE, 2005, op. cit., p. 88.

<sup>570</sup> LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel. **Fundamentals of securities regulation**. 5. ed. New York: Aspen Publishers, 2004. p. 655-668.

<sup>571</sup> Para uma análise mais detida dessas leis, ver: *ibid.*, p. 655 e EISENBERG, 2000, op. cit., p. 874-877.

local, dando uma maior margem de manobra para que se possam resistir às tomadas de controle quando essas representam risco para essas classes<sup>572</sup> — são, pois, os chamados *constituency statutes*<sup>573</sup>, os quais, segundo Loss e Seligman, expandem os deveres fiduciários dos administradores<sup>574</sup>.

Muitos desses dispositivos, porém, foram considerados ilegais pela Suprema Corte<sup>575</sup> por várias razões, boa parte deles por ser considerado que esses estatutos ferem o espírito de neutralidade do *Williams Act*, lei federal que regula as ofertas públicas de aquisição de controle<sup>576</sup>, cujo caráter é de não tomar partido por nenhuma das posições em conflito (interesses dos ofertantes x interesses da Administração que resiste às ofertas hostis)<sup>577</sup>. Por tudo isso, mas sobretudo pela própria natureza da *common law*<sup>578</sup>, o papel preponderante — quando da definição da legitimidade da conduta dos administradores, e também dos controladores —, em contexto de oferta hostil, continua sendo o das Cortes.

---

<sup>572</sup> EISENBERG, 2000, op. cit., p. 874-877.

<sup>573</sup> Para Eduardo Munhoz, depois do Estado da Pennsylvania, o primeiro a adotar esse tipo de *statute*, outros 24 Estados norte-americanos seguiram a mesma orientação. MUNHOZ, 2002, op. cit., p. 40.

<sup>574</sup> LOSS; SELIGMAN, 2004, op. cit., p. 663.

<sup>575</sup> Dentre os que não ferem o espírito de neutralidade, estão os *fair price statutes* e os *constituency statutes*. LOSS; *Ibid.*, p. 662-663.

<sup>576</sup> O *Williams Act* veio à lume em 1968 como uma emenda ao *Securities and Exchange Act* de 1934, lei do mercado de capitais norte-americana. Para uma análise sobre o sistema norte-americano acerca das ofertas públicas em língua portuguesa, cf. CARVALHOSA, 1978, op. cit., p. 123-148.

<sup>577</sup> LOSS; SELIGMAN, 2004, op. cit., p. 615-616.

<sup>578</sup> “A lei (*statute*) é geralmente considerada, nos países da *common law*, como uma peça estranha à *common law*, capaz de trazer ao Direito apenas certos aditivos, retificações de pontos particulares”. Em suma, “(...) procuram completar ou retificar um direito de essência jurisprudencial”. Além disso, “as leis são plenamente integradas no Direito apenas quando o seu alcance foi determinado por decisões judiciais”. Essas são algumas das características que fazem das leis uma fonte do Direito de alcance limitado na *common law*. DAVID, 2002, op. cit., p. 497, 503.

## 6 AS TÁTICAS DE DEFESA

O mercado costuma chamar de *sleeping beauty* (Bela Adormecida) a companhia cujo potencial para ser alvo de uma oferta hostil é consideravelmente alto. Essa companhia, além de capital pulverizado, possui outras características que a torna altamente vulnerável ao ataque, tais como potencial econômico, eventuais bens imóveis subavaliados e grandes reservas de capital, fatores esses que inclusive podem ser usados para financiar a própria oferta hostil após a tomada do controle.

Exatamente por isso, algumas companhias buscam adotar medidas de defesa. É da natureza do homem não querer abrir mão do controle sobre algo. Por uma série de razões, pode o atual controlador de uma companhia ou mesmo a sua Administração querer manter-se na condição de senhores da empresa. Desta maneira, em face de uma oferta hostil, os atuais controladores, sejam eles acionistas minoritários ou administradores, podem empregar certas táticas de defesa no intuito de fazer naufragar a tentativa de tomada de controle.

As técnicas de defesa assumem as mais variadas formas e podem ser empregadas isolada ou conjuntamente. Sua utilização é praxe entre as grandes empresas estrangeiras e consiste em mecanismos de alerta, técnicas para desestimular, para dificultar ou até mesmo para impedir o ataque, assim como acordos colaterais com outros agentes do mercado para que a empresa-alvo receba auxílio de um terceiro em caso de perigo, além de táticas de contra-ataque, dentre outras. No Brasil, como veremos adiante, um bom número de companhias já adota várias dessas táticas de defesa em seus estatutos.

O objetivo do presente capítulo é apresentar, ainda que resumidamente, uma seleção das táticas de defesa mais utilizadas nos Estados Unidos, berço das ofertas hostis, e aqui no Brasil, nova fronteira para a utilização dessa técnica de aquisição de controle. São tantas as modalidades de defesa que os autores norte-americanos

chegam a designá-las de *o arsenal*.

Devemos advertir o leitor de que não apresentaremos as táticas de defesa conforme uma classificação criada para isso. As classificações, apesar de desejáveis quando do estudo de certos temas, podem tornar-se verdadeiramente odiosas, sobretudo quando a matéria não se presta para ser classificada. Como se diz, não existem classificações certas ou erradas, apenas classificações úteis ou inúteis.

Todas as tentativas de se encontrar um critério lógico e seguro para classificar as táticas de defesa esbarraram em dificuldades de várias ordens. Agrupá-las em táticas preventivas ou reativas demonstrou ser algo temerário, pois várias delas serviam para serem utilizadas tanto preventiva como reativamente. Separá-las em estatutárias e não-estatutárias, apesar de ser isso possível, pareceu um esforço inútil e que em nada acrescentaria para o estudo da matéria.

Classificá-las em legítimas e ilegítimas seria a pior de todas as idéias. Com efeito, é muito difícil, senão impossível, fazer um juízo apriorístico sobre a legalidade das medidas de defesa possivelmente empregadas. Nesse sentido, a única saída que resta ao intérprete é analisar a utilização de cada uma delas no caso concreto e à luz daquilo que foi estudo nos capítulos anteriores (poder de controle, interesse social, deveres dos administradores e critérios já estabelecidos pela doutrina, pela jurisprudência e pela legislação norte-americana). Só assim será possível dizer se uma ou outra medida poderia ou não ser empregada.

Por tudo isso, apresentaremos as táticas de defesa sem nos referirmos a uma classificação estanque, porém dentro de uma lógica segunda a qual iniciamos por aquelas que consideramos mais rudimentares e, a partir daí, seguiremos a exposição de modo que uma se ligue à outra por simples critérios de semelhança.



## 6.1 Ações sem voto (*non-voting stock*)

As técnicas estatutárias são assim designadas por estarem previstas no estatuto da companhia. São, em sua grande maioria, limitações ao exercício do direito de voto, com o condão de, eficazmente, diminuir as chances de sucesso de uma oferta hostil ou mesmo de impedi-la definitivamente. Talvez a mais conhecida dessas técnicas seja a emissão de ações sem direito de voto.

A prática de emitir ações sem direito de voto é bastante difundida, inclusive no Brasil, em que a atual legislação societária permite a emissão de até 50% do total de ações da companhia do tipo preferencial sem direito de voto (Art. 15, §2º e Art. 111 Lei das S.A.)<sup>579</sup>. Nessa configuração, um acionista com 26% das ações com voto<sup>580</sup>, por exemplo, pode controlar de forma quase absoluta os destinos da companhia. Essa prática permite ao controlador financiar as atividades sociais ou mesmo remunerar-se sem, contudo, perder o poder de mando sobre a companhia.

Essa é uma prática bastante eficaz para a manutenção do controle minoritário, ainda mais acentuado antes da entrada em vigor da Lei n. 10.303/01, a qual alterou o Art. 15, §2º, da Lei n. 6.404/76, pois antes era possível a emissão de 2/3 (dois terços) das ações sem direito de voto, ou seja, era possível deter o poder de mando de uma companhia com algo em torno de 17% do capital votante<sup>581</sup>. Nas palavras de Calixto Salomão Filho, essa “regra nada mais é do que a consagração legal do controle minoritário”<sup>582</sup>.

Todavia, com a crescente atenção atualmente dada às práticas de governança

---

<sup>579</sup> Art. 15. “As ações, conforme a natureza dos direitos ou vantagens que confirmam a seus titulares, são ordinárias, preferenciais, ou de fruição”. § 2º “O número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas à restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas”. Art. 111. “O estatuto poderá deixar de conferir às ações preferenciais algum ou alguns dos direitos reconhecidos às ações ordinárias, inclusive o de voto, ou conferi-lo com restrições, observado o disposto no Artigo 109”.

<sup>580</sup> Na realidade, 25% + 1 ação.

<sup>581</sup> Na realidade, aproximadamente 16,33% + 1 ação.

<sup>582</sup> SALOMÃO FILHO, 2006a, op. cit., p. 122.

corporativa, sobretudo porque hoje se sabe que elas refletem diretamente na cotação das ações em Bolsa, a tendência é o surgimento cada vez maior no mercado de companhias com 100% das ações com direito de voto. Esse é o requisito para que as companhias sejam aceitas no mais alto grau de governança corporativo da Bovespa, o Novo Mercado. A Bolsa de Nova York (NYSE) apenas admite a negociação de ações de companhias em que todas as ações tenham direito de voto.

De qualquer modo, a emissão de ações sem direito de voto é uma prática bastante eficaz contra as ofertas hostis, pois o acionista ou o bloco de acionistas com 26% do capital votante, por exemplo, está a salvo de ataques que atinjam o controle da companhia, pelo simples fato de que, no mercado, não há ações com voto em número suficiente para alterar substancialmente o panorama de poder. Assim, inúmeras companhias fazem uso dessa técnica como forma de captar recursos sem abrir o flanco para eventuais tomadas hostis, dentre elas uma considerável parcela das maiores empresas nacionais como Petrobrás, Vale do Rio Doce, Gerdau, Ambev, Aracruz, Brasken, Bradesco, Eletrobrás, Embratel, Banco Itaú, Marcopolo, Randon e Unibanco.

## 6.2 Ações com voto limitado

O estatuto da companhia pode prever que nenhum acionista terá o direito de votar utilizando mais do que um determinado percentual do capital social, como 5%, 10%, 25% e daí afora (Art. 110, §1º, da Lei das S.A.)<sup>583</sup>. Desta forma, no caso de uma limitação em 10%, por exemplo, mesmo que um atacante adquira no mercado 20% do capital votante da companhia A, um bloco de 3 acionistas em que cada um detenha 4% de ações com voto e unido por acordo que determine que os mesmos votarão em conjunto nas deliberações sociais ainda controlará a companhia, pois tal bloco votará com 12% do capital em face do máximo de 10% que pode ser usado pelo agressor.

---

<sup>583</sup> Art. 110. "A cada ação ordinária corresponde 1 (um) voto nas deliberações da assembléia geral". § 1º "**O estatuto pode estabelecer limitação ao número de votos de cada acionista**". (grifo nosso)

Na Volkswagen AG da Alemanha, os direitos de voto estão limitados em 20%. Desta forma, a Porsche, acionista majoritária com 27,3% do capital da montadora, tem o mesmo poder de voto e, conseqüentemente, divide o controle da companhia com o Estado federado da Baixa Saxônia, que possui “apenas” 20,5% do capital votante<sup>584</sup>. No Brasil, o estatuto da antiga BM&F previa um limite de voto por acionista em 7,5%, por exemplo.

Deve-se ressaltar que a técnica das ações com voto limitado é uma tática que possibilita atrair investimentos, sobretudo estrangeiros, mas ainda assim possibilita manter o poder de controle nas mãos de um grupo de acionistas — é, portanto, bastante eficaz contra ofertas hostis.

### 6.3 Ações com voto plural (*voting plans*)

Prática bastante comum nos Estados Unidos, porém entre nós proibida pelo Art. 110, § 2º da Lei das S.A.<sup>585</sup>, os *voting plans* constituem uma das 5 principais espécies de *poison pills* empregadas para repelir ofertas hostis.

O estatuto das companhias norte-americanas pode prever classes distintas para as ações com direito de voto (ações ordinárias), de modo a conferir “poder de fogo” diferenciado às mesmas. Nesse sentido, geralmente são chamadas de *preferred stocks*<sup>586</sup> as ações da classe com poder de voto superior e *ordinary stocks*, as de inferior. A mineradora americana Asarco<sup>587</sup> implementou um *voting plan* em que 99%

---

<sup>584</sup> Revista *Valor Econômico*, edição de 26 de março de 2007.

<sup>585</sup> Art. 110. “A cada ação ordinária corresponde 1 (um) voto nas deliberações da assembléia geral”. § 2º “**É vedado atribuir voto plural a qualquer classe de ações**”. (grifo nosso)

<sup>586</sup> Nos Estados Unidos, quando se trata de ações com “poder de fogo” diferenciado — companhias com *voting plans* —, chama-se *preferred stock* aquela ação que possui maior força e *ordinary stock* a que possui menor. Ambas são da espécie *common stock* (ação ordinária), isto é, com direito de voto.

<sup>587</sup> Asarco Incorporated, constituída em 1889 sob a denominação de American Smelting and Refining Company, é uma das mineradoras líderes mundiais em produção de metais não-ferrosos, tendo ficado famosa por ser controlada pela lendária família Guggenheim. Disponível em: <[http://www.asarco.com/history\\_T.html](http://www.asarco.com/history_T.html)>. Acesso em: 20 fev. 2008.

das *ordinary stocks* da companhia representariam apenas 16,5% do capital votante, isto é, cada ação ordinária teria um poder de voto aproximadamente 5 vezes menor do que uma *preferred stock*. Desta maneira, mesmo que um ofertante adquirisse os 99% das ações ordinárias da companhia no mercado, ainda assim não teria o controle sobre esta, porque o 1% de ações preferenciais representa 83,5% do poder de voto<sup>588</sup>.

A NCS Healthcare, uma *Delaware corporation* com sede em Beachwood, Ohio, possui duas classes de ações: as da Classe A dão direito a 1 voto por ação, enquanto que as da Classe B dão direito de 10 votos por ação. Nos outros aspectos, as ações das classes A e B são virtualmente idênticas<sup>589</sup>.

Outro exemplo é o da holding Berkshire Hathaway, do multibilionário Warren Buffett, companhia cujas ações ordinárias estão divididas igualmente em duas classes: as da Classe B possuem 1/200 (0,005%) de poder de voto em relação às da Classe A<sup>590</sup>. Em outras palavras, as ações ordinárias da classe A possuem um poder de voto 200 vezes maior do que as ordinárias da Classe B<sup>591</sup>.

Recentemente, a Google, Inc., ao abrir capital, também segregou as ações ordinárias em duas classes: as da Classe B, de propriedade dos fundadores Larry Page e Sergey Brin, dariam direito a 10 votos cada, enquanto que as da Classe A, dos investidores comuns, 1 voto cada, em um esquema em que os fundadores manteriam um poder quase absoluto sobre os rumos da companhia e, sobretudo, construiriam uma barreira intransponível contra tentativas hostis de tomada de controle.

A justificativa para esse esquema acionário foi a de que os fundadores do Google não desejavam a interferência de terceiros no modelo de gestão da sua

---

<sup>588</sup> Disponível em: <<http://governanceanalytics.com/content/menutop/content/subscription/usvmfiles/x3138.html>>. Acesso em: 17 nov. 2008.

<sup>589</sup> O'KELLEY; THOMPSON, 2006, op. cit., p. 846.

<sup>590</sup> Curiosamente, as ações da Classe A possuem valor unitário de mais de 100 mil dólares, sendo as ações de valor mais elevado negociadas na Bolsa de Nova York.

<sup>591</sup> Memorando de Warren Buffett, *chairman* da Berkshire Hathaway Inc., acerca dos "Comparative Rights and Relative Prices of Berkshire Class A and Class B Stock", datado de 2 de fevereiro de 1999 e atualizado em 3 de julho de 2003. Disponível em <<http://www.berkshirehathaway.com/compab.html>>. Acesso em: 20 fev. 2008.

ferramenta de busca, considerado o principal ativo da companhia<sup>592</sup>. Segundo as próprias palavras de Larry Page,

o principal efeito dessa estrutura é permitir que nossa equipe, especialmente Sergey e eu, tenha controle significativo e crescente sobre as decisões e o destino da empresa enquanto as ações do Google trocam de mãos. (...). Nós acreditamos que a estrutura de duas classes permitirá que o Google, enquanto empresa aberta de capital público, mantenha os principais aspectos positivos de ser privada. (...) Nós acreditamos que uma sociedade que funciona bem deve ter acesso abundante, gratuito e imparcial à informação de alta qualidade. Portanto o Google tem uma responsabilidade com o mundo. A estrutura dual de classes nos ajuda a garantir que esta responsabilidade seja cumprida<sup>593</sup>.

Essa responsabilidade com relação ao acesso à “informação imparcial” referida pelos fundadores do Google foi, aliás, o argumento utilizado pelos controladores de algumas das maiores companhias de mídia estadunidenses, para utilizar *voting plans*, os quais, segundo eles, garantiriam a independência editorial de seus veículos de comunicação<sup>594</sup>. Com esse objetivo, as famílias controladoras do *The Washington Post*, *The New York Times* e do *The Wall Street Journal*, utilizam ações ordinárias de múltiplas classes, mantendo o controle editorial desses importantes jornais<sup>595</sup>.

Em um caso nacional bastante divulgado pela imprensa especializada, a Cosan S.A., sociedade anônima de capital aberto controlada por Rubens Ometto, passou por uma reorganização na sua estrutura acionária, que envolvia a constituição de uma *holding* nas Bermudas, a Cosan Limited, a qual passaria a controlar a Cosan S.A. Por sua vez, a *holding* sediada no paraíso fiscal emitiria duas classes de ações ordinárias, uma das quais, a de propriedade de Ometto, teria poder de voto 10 vezes maior do que a dos acionistas minoritários<sup>596</sup>. Essa tática possibilitaria a Cosan S.A. buscar novos

<sup>592</sup> Havia um consenso de que a ferramenta poderia, a curto prazo, ser muito mais lucrativa, vendendo espaços publicitários em sua página inicial e explorando outras formas de venda de anúncios, o que, a médio e longo prazo, prejudicaria a imagem da empresa. O modelo de gestão e a política de *links* patrocinados da companhia são considerados ativos importantíssimos e os fundadores não queriam abrir mão da forma como o Google era gerido em troca de incremento de receita a curto prazo. Nesse sentido, cf. VISE, David A.; MALSEED, Mark. **Google**: a história do negócio de mídia e tecnologia de maior sucesso dos nossos tempos. Trad. de Gabriel Frões. Rio de Janeiro: Rocco, 2007.

<sup>593</sup> *Ibid.*, p. 203-204.

<sup>594</sup> *Revista Exame*, edição de 21 de novembro de 2007, p. 82.

<sup>595</sup> VISE; MALSEED, 2007, op. cit., p. 203.

<sup>596</sup> Haveria uma troca em que os acionistas minoritários integralizariam o capital da *holding* Cosan Limited com suas ações da Cosan S.A. e, em troca, receberiam papéis ordinários da classe com poder de voto menor.

recursos no mercado pela emissão de novas ações, sem que, contudo, ficasse o seu controlador exposto a uma tomada hostil de controle<sup>597</sup>.

Como se constata, as ações com voto plural afiguram-se como outro efficientíssimo instrumento de manutenção do controle minoritário, porque o controlador, mesmo que detentor de apenas 1% das ações preferenciais, pode estar absolutamente seguro de que nenhuma tentativa de tomada hostil será bem sucedida contra a sua companhia. Entretanto, como já foi referido, a utilização desses mecanismos aqui no Brasil está proibida pelo Art. 110, § 2º da Lei das S.A., a não que ser use um estratagema semelhante ao utilizado pela Cosan.

#### 6.4 Ações com vantagens políticas (privilégio para a eleição de administradores)

Pode o estatuto da companhia determinar que as ações, tanto ordinárias como preferenciais, sejam de classes distintas, para as quais pode ser dada a vantagem de se votar em separado para a eleição de determinadas posições da Administração (Art. 16, III e Art. 18 da Lei das S.A.)<sup>598</sup>. Como exemplifica Fábio Konder Comparato, em uma fusão, talvez surja a necessidade de se acomodar os interesses de 3 grupos distintos de acionistas dentro de uma nova sociedade<sup>599</sup>. Uma boa alternativa seria a sociedade que surge dessa fusão emitir 3 classes de ações ordinárias distintas, as quais aqui denominamos de Classe “X”, “Y” e “Z.”

---

<sup>597</sup> Esse estratagema, entretanto, sofreu muita oposição, levando à criação de um outro tipo de papel, o qual garantiria o mesmo direito de voto aos acionistas que desejassem migrar para a nova empresa, porém com a exigência de que aquele não fosse negociado nos próximos três anos (restrição à livre circulação dos títulos representativos do capital), tentativa que igualmente recebeu forte reação do mercado, sofrendo as ações uma acentuada desvalorização. **Revista Exame**, edição de 21 de novembro de 2007, p. 81-82.

<sup>598</sup> Art. 16. “As ações ordinárias de companhia fechada poderão ser de classes diversas, em função de: III – direito de voto em separado para o preenchimento de determinados cargos de órgãos administrativos”. Art. 18. “O estatuto pode assegurar a uma ou mais classes de ações preferenciais o direito de eleger, em votação em separado, um ou mais membros dos órgãos de Administração”. Parágrafo único. “O estatuto pode subordinar as alterações estatutárias que especificar à aprovação, em assembléia especial, dos titulares de uma ou mais classes de ações preferenciais”.

<sup>599</sup> COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2005, op. cit., p. 194 ss.

A Classe “X,” que representa 25% do capital votante, elege em separado os diretores presidente, financeiro e comercial; a Classe “Y”, que representa 15% do capital votante, indica os diretores industrial, operacional e de logística; a Classe “Z”, a qual será negociada em Bolsa de Valores e que representa 60% do capital votante da companhia, elege apenas os diretores de marketing, de Recursos Humanos, do setor jurídico, de tecnologia da informação e de relações com os investidores.

Nessa configuração, mesmo que um atacante lance uma ofensiva e adquira todas as ações da Classe “Z” em negociação na Bolsa, as quais representam 60% do capital votante da companhia, ele não terá o controle efetivo sobre esta, pois os cargos administrativos mais importantes, aqueles que efetivamente dirigem os rumos da companhia, estão a salvo e são indicados pelas Classes “X” e “Y.” Assim, é muito pouco provável que um atacante se sinta estimulado a lançar uma oferta hostil sobre a companhia. Arranjo semelhante poderia ser feito com relação ao Conselho de Administração, distribuindo-se o número de cargos de conselheiro de acordo com as classes de ações.

Contudo, essa é uma tática de defesa que só pode ser utilizada parcialmente no Brasil para repelir ofertas hostis, visto que o Art. 16, *caput*, da Lei das S.A. é claro ao dispor que somente as ações ordinárias da companhia fechada poderão ser de classe diversa<sup>600</sup>. O que se pode é, sim, estabelecer ações preferenciais com vantagens políticas (Art. 18 da Lei das S.A.<sup>601</sup>), as quais dão o direito de eleger, em votação em separado, um ou mais membros dos órgãos de Administração e deixar aquelas nas mãos do controlador ou de acionistas aliados.

---

<sup>600</sup> Art. 16. “As ações ordinárias de companhia fechada poderão ser de classes diversas, em função de: III – direito de voto em separado para o preenchimento de determinados cargos de órgãos administrativos”.

<sup>601</sup> Art. 18. “O estatuto pode assegurar a uma ou mais classes de ações preferenciais o direito de eleger, em votação em separado, um ou mais membros dos órgãos de Administração”.

### 6.5 Conselho de Administração escalonado (*staggered board of directors* ou *classified board*)

Um Conselho de Administração escalonado é aquele em que os cargos dos conselheiros são divididos em categorias diferentes, cada uma cumprindo um mandato que se inicia e que se encerra em períodos distintos<sup>602</sup>. Em um exemplo prático, um Conselho pode ser escalonado em até 3 categorias, com mandatos de 3 anos, sendo cada uma delas eleita em uma assembléia anual distinta. Em outras palavras, a cada ano apenas 1/3 (um terço) dos conselheiros são substituídos. Desse modo, deve-se esperar o fim do próximo mandato para o novo controlador poder começar a eleger os conselheiros de sua confiança e, ao menos 2 anos, para assumir a maioria no *board* e assim efetivamente controlar a companhia.

A Liquid Audio, Inc., uma *Delaware Corporation* com sede em Redwood, Califórnia, cujo principal negócio está relacionado com softwares de transmissão digital de músicas possui um *staggered board* dividido em 3 classes. Em 2001, a situação do Conselho de Administração da Liquid Audio era a seguinte: a Classe III possuía dois membros, cujos mandatos expiravam já em 2002; a Classe I tinha dois membros, cujos mandatos expiravam em 2003; a Classe II possuía um membro, cujo mandato expirava em 2004. O principal efeito disso é evitar a tomada de controle do órgão e, conseqüentemente, da companhia, em um prazo inferior aos referidos 2 anos<sup>603</sup>.

É importante destacar que a adoção desse dispositivo estatutário desestimula ofertas hostis, pois, como foi visto acima, o atacante precisa esperar por um período mais ou menos longo durante o qual o controle não pode ser eficazmente exercido, impedindo manobras de autofinanciamento da própria oferta hostil, por exemplo.

Na maioria das vezes, conjuntamente com esse mecanismo de defesa, também

---

<sup>602</sup> CLARK, 1986, op. cit., p. 574.

<sup>603</sup> O'KELLEY; THOMPSON, 2006, op. cit., p. 823-824.



é adotado um dispositivo que atribui somente ao Conselho de Administração a prerrogativa de alterar ou de excluir o mecanismo do Conselho escalonado, excluindo, portanto, esse poder da assembléia geral. Dessa forma os acionistas não podem burlar essa técnica de defesa pela simples alteração do estatuto.

Contudo, apesar da eficiência deste mecanismo na prevenção às ofertas hostis nos Estados Unidos, essa técnica não pode ser implementada no Brasil em face do dispositivo 140 da Lei das S.A.<sup>604</sup>, o qual outorga exclusivamente à assembléia geral a prerrogativa de eleger e de destituir, a qualquer tempo, os conselheiros da companhia. Assim, mesmo que estabelecido um Conselho escalonado, os conselheiros poderiam ser imediatamente substituídos pelo controlador sem a observância do término da sua gestão.

Além disso, o Novo Mercado criou a obrigatoriedade de mandato unificado para os membros do Conselho de Administração das companhias listadas nesse segmento, selando, de vez, o destino desse tipo de tática de defesa no Brasil.

#### 6.6 Supermaioria para deliberar sobre as reorganizações societárias (*supermajority provision* ou *anti-freezeout provision*)

É bastante comum que, após a tomada do controle de uma companhia, o atacante queira incorporar ou fundir-se com a companhia-alvo, agora sua controlada<sup>605</sup>. Nesse caso, os acionistas minoritários geralmente são prejudicados, já que, em troca de sua participação na companhia que deixa de existir, recebem ações da incorporadora em valor substancialmente inferior àquele atribuído aos aceitantes da oferta hostil (em uma *freezeout merger*)<sup>606</sup>. Tal situação faz com que os destinatários da

---

<sup>604</sup> Art. 140. "O Conselho de Administração será composto por, no mínimo, 3 (três) membros, eleitos pela assembléia geral e por ela destituíveis a qualquer tempo (...)"

<sup>605</sup> CLARK, 1986, op. cit., p. 576.

<sup>606</sup> CLARK, loc. cit.

oferta, para não ficarem “congelados”, presos, em uma situação desfavorável pós-tomada de controle, aceitem uma oferta não tão vantajosa, porém ainda assim melhor do que o valor em ações que receberiam na incorporação ou na fusão.

Para evitar tal situação, a maioria das companhias norte-americanas possui em seus estatutos um dispositivo que prevê um *quorum* elevadíssimo para que sejam aprovadas as incorporações societárias realizadas pós-oferta hostil: é o chamado *quorum* de supermaioria, geralmente de 2/3 (dois terços) a 95% do capital votante. Desta forma, para que o atacante possa concluir com êxito o seu plano de tomada de controle e de incorporação, será necessária a aquisição da quase totalidade das ações votantes, dificultando-se consideravelmente a empreitada.

No Brasil, não é possível implementar essa *poison pill*, visto que a Lei das S.A. permite a criação de um *quorum* de supermaioria apenas nas companhias de capital fechado (Art. 136, caput)<sup>607</sup>. Portanto, o *quorum* para deliberar sobre a incorporação da companhia segue sendo o de metade das ações com direito de voto, no mínimo (Art. 136, IV).

#### 6.7 Limite para a conversão de títulos (*lobster trap*)

O limite de conversibilidade ou *lobster trap* (armadilha de lagosta) é mais uma *poison pill* bastante utilizada pelas companhias norte-americanas. Essa técnica consiste na adoção de um dispositivo estatutário que impede qualquer detentor de títulos conversíveis de exercer a sua conversão em ações com direito de voto, caso essa ultrapasse determinado percentual do capital da companhia, 10% por exemplo.

---

<sup>607</sup> 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 a deliberação sobre: IV – fusão da companhia, ou sua incorporação em outra” (grifo nosso).

Dessa maneira, a companhia pode buscar financiamento no mercado com a emissão de títulos sem, no entanto, correr o risco de sofrer uma mudança inesperada de controle pela conversão daqueles mesmos em ações com voto.

No Brasil, não parece haver qualquer óbice à implantação desse dispositivo de defesa, porquanto a Lei S.A. prevê uma cláusula geral de condições para a conversão de debêntures (Art. 57, IV, da Lei das S.A.)<sup>608</sup> e a restrição será conhecida de antemão, já que deve constar na escritura de emissão (Art. 61 da Lei das S.A.)<sup>609</sup>. Quanto aos bônus de subscrição, igual limitação afigura-se possível, porque a legislação não a veda e o Art. 75, § único, da Lei das S.A.<sup>610</sup> faculta o estabelecimento de condições ao direito de subscrição.

## 6.8 Obrigação de realizar oferta pública

É o dispositivo estatutário utilizado que impõe ao acionista que esteja aumentando a sua participação no capital da companhia e que atinja determinado limite (10%, 20%, 30% etc.) a realização de uma oferta pública para a aquisição das demais ações da companhia. O preço deve ser justo, podendo ser baseado em laudo de avaliação ou mesmo ser equivalente ao valor de mercado, sendo acompanhado, no mais das vezes, por um prêmio pelo controle.

Os estatutos das antigas Bovespa Holding e BM&F previam um gatilho que dispararia uma OPA em 20%. No caso da Redecard, o gatilho funciona quando atingido o percentual de 26%. Além disso, no caso da Bovespa Holding, havia um prêmio de

---

<sup>608</sup> Art. 57. "A debênture poderá ser conversível em ações nas condições constantes da escritura de emissão, que especificará: IV - as demais condições a que a conversão acaso fique sujeita".

<sup>609</sup> Art. 61. "A companhia fará constar da escritura de emissão os direitos conferidos pelas debêntures, suas garantias e demais cláusulas ou condições".

<sup>610</sup> Art. 75. "A companhia poderá emitir, dentro do limite de aumento de capital autorizado no estatuto (Artigo 168), títulos negociáveis denominados "Bônus de Subscrição". Parágrafo único. "Os bônus de subscrição conferirão aos seus titulares, nas condições constantes do certificado, direito de subscrever ações do capital social, que será exercido mediante apresentação do título à companhia e pagamento do preço de emissão das ações".

25% sobre o valor da ação, que devia ser calculado pela média das cotações dos últimos 90 dias anteriores, enquanto que no caso da Redecard esse prêmio chega a pesados 50%.

Como observa Érica Gorga, o mecanismo funciona da seguinte forma:

há uma compra das participações para aquisição de controle realizada aos poucos: 5%, mais 10%, até chegar a um determinado percentual em que a cláusula de *poison pill* é acionada e será preciso realizar uma oferta pública a todos os acionistas da companhia. Isso torna a operação mais onerosa porque o ofertante vai ser obrigado a comprar as ações de quem quiser vender. Se muitos quiserem vender, ele terá que ter recursos para arcar com isso<sup>611</sup>.

Uma variável dessa tática de defesa é a cláusula estatutária que prevê a necessidade da realização de um leilão toda vez que algum acionista ultrapasse determinado percentual de ações da companhia. Em outras palavras, a partir de um determinado percentual, o acionista só pode fazer novas aquisições em Bolsa por meio de leilão organizado pela Bovespa — é uma forma, pois, de se verificar se existem outros compradores interessados no controle da companhia<sup>612</sup>. Utilizam o gatilho de leilão a operadora de planos de saúde Amil e a construtora MRV, por exemplo, que o fazem no percentual de 8% e 10%, respectivamente.

Esses são mecanismos de defesa bastante eficazes, visto que obrigam o atacante a empregar uma enorme quantia para adquirir o controle da empresa, ao passo que, em companhias onde não há essa *poison pill*, o controle pode ser assumido com uma participação muito menor e com um dispêndio bem inferior de recursos financeiros.

É interessante referir que tais mecanismos de defesa parecem ter caído nas graças dos estrategistas anti-oferta hostil brasileiros, afirmação essa que tem respaldo nos números apresentados por Érica Gorga, segundo os quais aproximadamente 56% das companhias com ações listadas nos segmentos diferenciados da Bovespa

---

<sup>611</sup> Disponível em < <http://www.bovespa.com.br/Investidor/Juridico/080602NotA.asp>>. Acesso em: 14 nov. 2008.

<sup>612</sup> Disponível em < <http://www.bovespa.com.br/Investidor/Juridico/080602NotA.asp>>. Acesso em: 14 nov. 2008.

possuem uma ou outra espécie desta *poison pill*. Para sermos mais exatos, das 84 empresas pesquisadas, 36,9% adotam a cláusula de oferta pública, 14,28% utilizaram essa cláusula conjuntamente com aquela que prevê o leilão, enquanto que 4,76% adotam apenas a cláusula de leilão<sup>613</sup>. Quanto aos gatilhos que disparam o mecanismo de defesa, os percentuais preferidos têm sido de 20% para a oferta pública e de 10% para o leilão.

Na prática, essa é uma medida eficiente para repelir ofertas hostis e que, em tese, pode ser facilmente desarmada pela convocação de uma assembléia geral extraordinária que deliberará, por maioria simples, pela retirada desse mecanismo do estatuto no caso de uma aquisição desejada do controle.

Entretanto, a pesquisa de Érica Gorga aponta para a existência de mecanismos de defesa das próprias *poison pills*, isto é, as táticas de defesa *anti-takeover* possuem defesas próprias, o que produz um verdadeiro entrincheiramento do controlador. No jargão do mercado, essas são as “pílulas blindadas”, técnicas de proteção que consistem em duras penalidades àqueles acionistas que pretendem votar a retirada de uma cláusula estatutária *anti-takeover*.

Duas são as espécies de penalidades previstas àqueles que votam a eliminação de uma cláusula como aquela que prevê a realização de uma oferta pública: a primeira dispõe que o acionista adquirente que falha ao realizar a oferta para a compra das demais ações da companhia pode ter suspenso o direito de voto de suas ações recém-adquiridas por uma assembléia geral extraordinária convocada pelos administradores e que deliberará a suspensão desse direito<sup>614</sup>. Possuem esse mecanismo a Embraer, a Localiza, a Natura, a Cyrela, a Perdigão, a SLC Agrícola, entre outras.

---

<sup>613</sup> Disponível em <<http://www.bovespa.com.br/Investidor/Juridico/080602NotA.asp>>. Acesso em: 14 nov. 2008.

<sup>614</sup> Modesto Carvalhosa exemplifica a redação que esse tipo de cláusula estatutária costuma ter: “Na hipótese de o acionista adquirente descumprir as obrigações impostas por essa cláusula, inclusive o que concerne ao atendimento dos prazos, o Conselho de Administração da companhia convocará assembléia geral extraordinária, na qual o acionista adquirente não poderá votar, para deliberar sobre a suspensão do exercício dos seus direitos, conforme disposto no Artigo 120 a Lei das S.A., sem prejuízo da sua responsabilidade pelas perdas e danos causados aos demais acionistas e à companhia”. CARVALHOSA, 2009, op. cit., p. 25-26.

A segunda prevê que o acionista que elimina a cláusula de *poison pill* a fim de facilitar a aquisição do controle por um terceiro é obrigado, ele mesmo, a realizar uma oferta pública para adquirir as ações dos outros acionistas que não aprovam a mudança, o que transforma a *poison pill* praticamente em uma cláusula pétrea, inviabilizando uma eventual mudança saudável de controle. Tal situação é encontrada nos estatutos da Datasul, das Lojas Renner, da Odontoprev, da Perdigão, da Positivo, da Multiplan, entre outras.

O somatório dessas modalidades de defesa pode gerar situações nas quais a posição do controlador fica extremamente protegida, como se o titular do poder de mando fosse um monarca que reina absoluto do alto da torre de um castelo pesadamente fortificado. General Shopping e Trisul, por exemplo, estabelecem gatilhos de 15%, prêmios de 50% e a imposição de OPA a acionistas que votarem a favor da exclusão da *poison pill*<sup>615</sup>, o que faz da analogia acima referida algo lá não muito distante da realidade destas companhias — é como se trancassem a porta e jogassem fora a chave da entrada do castelo<sup>616</sup>.

A despeito da larga utilização dessas *poison pills*, é fato que essas podem ocasionar efeitos colaterais bastante danosos, como o engessamento do controle da companhia, situação que pode travar uma eventual alienação benéfica do controle ou mesmo afastar investidores estratégicos que queiram adquirir parcelas importantes do capital do capital daquela.

Imaginemos, nesse sentido, uma companhia que procura um investidor estratégico para aportar nova tecnologia capaz de modernizar a sua linha de produção e, conseqüentemente, reduzir custos de fabricação, por hipótese, fatores necessários para a conquista de uma parcela maior do mercado (*market share*). Pois bem, essa companhia precisa urgentemente de um parceiro estratégico, porém as tratativas com as empresas estrangeiras que poderiam suprir essa necessidade esbarram em uma

---

<sup>615</sup> GREGÓRIO, 2008, op. cit., p. 21 ss.,

<sup>616</sup> Ibid., p. 26.

cláusula do seu estatuto que dispara a obrigação de realizar uma oferta pública quando qualquer investidor adquirir participação de 10% do capital e, ainda por cima, impõe aos acionistas que votarem a favor da remoção desse gatilho (cláusula estatutária) a obrigação de realizar eles próprios uma oferta pública aos outros acionistas, com o agravante de ter que pagar um prêmio de 50% sobre a média do valor de mercado dos últimos 90 dias das ações da empresa. Neste caso, a companhia está tão trancada que as suas defesas não só afastam eventuais ofertas hostis mas também qualquer investimento desejado.

Por tudo isso, não há como deixar de indagarmos sobre a legalidade desse tipo de *poison pill*. O que fazer quando essas defesas acabam por afastar investidores com interesses alinhados aos dos acionistas? Ela não estaria em posição contrária ao próprio interesse social? Antes de mais nada, é importante frisar que a questão não é de fácil resposta. Já vimos a posição dos tribunais norte-americanos acerca disso, que certamente considerariam a tática de defesa preclusiva e, portanto, ilegal. Vejamos, agora, as primeiras opiniões da doutrina nacional acerca do assunto.

Nelson Eizirik considera discutível a validade das cláusulas que proíbem os acionistas de votar em determinado sentido, pois não haveria como penalizar alguém apenas pelo exercício do direito de voto<sup>617</sup>, posição semelhante à de Modesto Carvalhosa, para quem esse tipo de blindagem constrange o exercício do direito de voto<sup>618</sup>.

Gustavo Moraes assevera que esse tipo de cláusula é uma afronta ao direito do acionista de alterar o estatuto, uma restrição à circulação das ações (Art. 36 da Lei das S.A.)<sup>619</sup>; além disso, pode significar uma proteção demasiada de um determinado grupo

---

<sup>617</sup> GREGÓRIO, 2008, op. cit., p. 23.

<sup>618</sup> CARVALHOSA, 2009, op. cit., p. 26.

<sup>619</sup> Art. 36. "O estatuto da companhia fechada pode impor limitações à circulação das ações nominativas, contanto que regule minuciosamente tais limitações e não impeça a negociação, nem sujeite o acionista ao arbítrio dos órgãos de Administração da companhia ou da maioria dos acionistas". Parágrafo único. "A limitação à circulação criada por alteração estatutária somente se aplicará às ações cujos titulares com ela expressamente concordarem, mediante pedido de averbação no livro de "Registro de Ações Nominativas".

de acionistas em detrimento do interesse da companhia<sup>620</sup>. Carvalhosa é ainda mais enfático, salientando que esse tipo de disposição estatutária está em absoluta dissonância com o interesse social, à lei societária e ao próprio sistema jurídico<sup>621</sup>.

Por outro lado, Luiz Leonardo Cantidiano não considera essas cláusulas defensivas como limitações à circulação das ações, visto que os acionistas estão livres para vender as suas ações a qualquer outro que não aquele que estiver à beira de acionar o gatilho de uma *poison pill*<sup>622</sup>.

Paulo Aragão vai mais além e observa que as sucessivas aceitações da CVM (quando da análise do estatuto das companhias debutantes em Bolsa) parecem indicar que essas cláusulas não são ilegais e que as regras do jogo estão claras nos estatutos, portanto não existe motivo para a insatisfação dos acionistas. De certa forma, estamos inclinados a concordar com os fundamentos desse ponto de vista.

A nosso ver, entretanto, o cerne da questão reside em uma possível falta de legitimidade do exercício do direito de voto do controlador quando da reforma do estatuto que está sendo preparado para a abertura de capital da companhia. Com efeito, é neste ponto que talvez seja vedado ao controlador criar mecanismos capazes de lhe manter no poder a todo custo, inclusive em detrimento do interesse da companhia<sup>623</sup>. Lembremos, nesse sentido, que é modalidade de exercício abusivo de poder promover alteração estatutária que não tenha por fim o interesse da companhia e que vise causar prejuízo aos minoritários e aos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia (Art. 117, §1º, c, da Lei das S.A.)<sup>624</sup>. Ao fazer isso, o

---

<sup>620</sup> CARVALHOSA, 2009, op. cit., p. 24.

<sup>621</sup> Ibid., p. 27.

<sup>622</sup> GREGÓRIO, 2008, op. cit., p. 24.

<sup>623</sup> "(...) os beneficiários dessas medidas são, na realidade, não os acionistas — como idealmente deveriam ser — (...), mas sim os próprios controladores, quer se trate de controle difuso, compartilhado ou minoritário". SALLES DE TOLEDO, Paulo Fernando Campos. *Poison pill: modismo ou solução?* In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos de. (coord.). **Direito Societário: desafios atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 176.

<sup>624</sup> Art. 117. "O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder". § 1º "São modalidades de exercício abusivo de poder: c) promover alteração estatutária, emissão de valores mobiliários ou adoção de políticas ou decisões que não tenham por fim o interesse da



controlador parece ferir diametralmente o seu dever de lealdade, mais especificamente o dever de não atuar em conflito de interesses. Assim, poderiam os minoritários buscar judicialmente a invalidação da cláusula.

Nos Estados Unidos, questão semelhante já foi decidida em *Carmody v. Toll Brothers, Inc.* (1995). Nesse caso já referido no presente trabalho, o mecanismo de defesa era uma *dead hand*, um dispositivo inserido no estatuto da Toll Brothers que funcionava como uma espécie de cadeado, pois proibia os membros do Conselho de Administração, salvo aqueles que inseriram a tática de defesa, de desativar o *shareholder rights plan (poison pill)*<sup>625</sup>. Deste modo, ainda que fossem eleitos novos membros para o Conselho, a *poison pill* não poderia ser desativada, mesmo no caso de uma oferta benéfica — era preciso contar, pois, com a boa vontade dos conselheiros que trancaram a companhia. A Corte de Chancelaria de Delaware considerou ilegal esse tipo de provisão, porque (i) criava poder de voto diferenciado entre os membros do Conselho; (ii) interferia no poder de administrar o negócio, o qual era conferido legalmente ao Conselho de Administração; (iii) intencionalmente interferia no poder de voto dos acionistas sem qualquer justificativa razoável; (iv) não era proporcional sob os parâmetros *Unocal/Unitrin*, visto que é medida de defesa preclusiva<sup>626</sup>.

Por esse parâmetro, sobretudo porque a blindagem do dispositivo que obriga a realização de oferta pública parece consistir em uma manipulação do direito de voto dos acionistas, no mínimo bastante contestável é a validade dessa modalidade de tática de defesa. Contra mudanças oportunistas no sistema de voto e deliberação, a Suprema Corte de Delaware já se manifestou em vários casos, sendo os mais emblemáticos os também á referidos *Schnell v. Chris-Craft Industries, Inc.* (1971) e *Blasius Industries v. Atlas Corp* (1988).

---

companhia e visem a causar prejuízo a acionistas minoritários, aos que trabalham na empresa ou aos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia;”.

<sup>625</sup> Um *dead hand rights plan* é medida de defesa que não pode ser desativada exceto pelos membros do Conselho de Administração que adotaram o plano ou pelos seus sucessores designados. EISENBERG, 2000, op. cit., p. 856.

<sup>626</sup> Ibid., p. 861.

## 6.9 Emissão de títulos que conferem direito de subscrever ações aos seus titulares (*share purchase rights*)

Nesse ponto começa toda uma nova geração de táticas de defesa, cujo traço comum é a sofisticação do mecanismo empregado pelas companhias que não querem ser alvo de uma oferta hostil. A técnica defensiva que agora se estuda envolve a emissão de títulos que, em determinado momento, conferirão direitos de subscrição de ações da companhia emitente aos seus titulares.

Especialmente desenvolvida em meados dos anos 80 pelo escritório nova-iorquino Wachtell, Lipton, Rosen & Katz para seus clientes<sup>627</sup>, essa técnica de defesa é a mais popular entre as companhias norte-americanas<sup>628</sup>. O chamado *share purchase rights plan* é a defesa prevista no estatuto, pela qual a companhia emite direitos de subscrição (*rights*)<sup>629</sup>, que acompanham as ações com voto. Esses *rights* conferem ao acionista, exceto o ofertante caso ele também seja acionista, o direito de adquirir mais ações da companhia com desconto em relação ao valor de mercado (50%, por exemplo) na ocorrência de certos eventos. O que dispara tal direito (*triggering event*) pode ser o lançamento de uma oferta hostil ou mesmo a aquisição de um certo percentual de ações (10%, 20% etc.) no mercado.

O efeito é a multiplicação das ações da companhia, estratégia que dilui a participação do atacante e faz da tomada de controle um evento muito mais oneroso. Pode, entretanto, o Conselho de Administração concordar com os termos da oferta e proceder ao cancelamento do *share purchase rights plan*<sup>630</sup>. Assim, os ofertantes ficam obrigados a negociar com o Conselho de Administração<sup>631</sup>.

---

<sup>627</sup> O'KELLEY; THOMPSON, 2006, op. cit., p. 779.

<sup>628</sup> 260 das 500 empresas que fazem parte do índice *Standard & Poor's* a empregam. Revista *Business Week*, edição de outubro de 2005.

<sup>629</sup> Geralmente emitidos como dividendos aos acionistas. O'KELLEY; THOMPSON, 2006, op. cit., p. 779.

<sup>630</sup> SALOMÃO NETO, Eduardo. Brazilian poison pills: rare but legitimate. **International Financial Law Review**, v. 9, n. 2, p. 37, fev. 1992.

<sup>631</sup> O'KELLEY; THOMPSON, loc. cit.

Com relação às diferentes modalidades dessa técnica, deve-se observar que, quando o direito de subscrição é ativado pelo lançamento de uma oferta hostil, as ações a serem adquiridas pelos detentores de tais títulos são as da companhia-alvo, aquela cujo controle está sendo tomado (*flip-in device*). Contudo, há uma variação dessa técnica: pode estar previsto que o direito de subscrição venha à tona em um momento subsequente à tomada de controle, como em uma fusão, por exemplo. Nesse caso, fica previsto no estatuto da companhia que adota o *flip-over*, que, no evento de uma fusão, é dado aos seus acionistas o direito de receber ações da nova companhia em uma relação de troca bastante vantajosa<sup>632</sup>.

É claro que o ofertante pode evitar essa *poison pill* ao manter as companhias operando de forma independente — essa é uma opção possível, mas que talvez não seja lá muito atrativa<sup>633</sup>.

Um exemplo prático da aplicação do *share purchase rights plan* ocorreu em 2005, quando a Pac-West Telecomm, companhia cujas ações são negociadas na Nasdaq, anunciou que o seu Conselho de Administração adotara *um preferred share purchase rights plan*, pelo qual atribuiria aos seus acionistas direitos de subscrição, na proporção de um *right* para cada ação ordinária Pac-West Telecomm de propriedade desses acionistas.

Wally Griffin, presidente do Conselho de Administração da Pac-West Telecomm, assim explica a motivação para a adoção dessa *poison pill*:

---

<sup>632</sup> Como refere Robert Clark, “o Conselho de Administração da companhia pode fazê-la criar uma nova classe de ações ordinárias com direitos especiais e distribuí-las aos acionistas detentores de ações ordinárias como uma espécie de dividendo. As disposições estatutárias, definindo os direitos dessas novas ações, estabeleceriam que a companhia não poderia consumir determinadas transações, como uma fusão com uma outra pessoa ou a transferência de uma parte substancial de seus ativos, a menos que o adquirente sujeite-se a certas disposições referentes às novas ações. De acordo com essas disposições, essas ações com direitos especiais se tornariam conversíveis em ações ordinárias do adquirente. A taxa de conversão (relação de troca) refletiria o mais alto preço de aquisição pago pelo adquirente ou, se mais alto, o preço corrente de mercado das ações da companhia-alvo. Se o plano der certo como planejado, ele reduziria os incentivos dos acionistas da companhia-alvo de venderem as suas ações, desde que eles pensem ter nada a perder com a espera” (tradução livre). CLARK, 1986, op. cit., p. 574.

<sup>633</sup> O’KELLEY; THOMPSON, 2006, op. cit., p. 780.

O Conselho de Administração aprovou, por unanimidade, a adoção de um *rights plan* que contém dispositivos projetados para proteger os acionistas da Pac-West em uma situação em que uma oferta hostil é lançada para adquirir o controle da Pac-West por um valor inadequado. O *rights plan* não vai impedir a tomada de controle, mas deve encorajar qualquer um que esteja querendo controlar ou adquirir a Pac-West a negociar com o Conselho antes de lançar qualquer investida<sup>634</sup>.

Outro caso exemplificativo da utilização de *flip-in* ocorreu em 2004, quando a Oracle, de Larry Allison, tentou adquirir agressivamente o controle da Peoplesoft pela quantia de 7 bilhões de dólares. Nesse caso, considerado um das mais rumorosas batalhas pelo controle de uma companhia norte-americana, Peoplesoft tentou resistir desesperadamente, fazendo uso de várias táticas de defesa, dentre as quais a do *flip-in*. Ao final, pela resistência oferecida, o valor derradeiro atingiu 10,3 bilhões de dólares (26,5 dólares por ação) contra um valor inicial de 19,5 dólares<sup>635</sup>.

Em *Moran v. Household International, Inc.*, julgado em 1985, a Suprema Corte de Delaware já tinha reconhecido como legal a adoção do *shareholder rights plan*<sup>636</sup>. É, segundo a opinião da maior parte dos autores norte-americanos, tática de defesa bastante efetiva<sup>637</sup>, sendo muito menos danosa para a companhia do que o malfadado

<sup>634</sup> No caso da Pac-West Telecomm, o mecanismo funcionará da seguinte maneira: “Os *Rights* poderão ser exercidos dez dias do anúncio público de que uma pessoa ou grupo de pessoas adquiriu, ou dez dias úteis depois de que uma pessoa ou grupo de pessoas tenha anunciado uma oferta pública por 15% ou mais de ações ordinárias da Pac-West negociadas em Bolsa. Até o momento em que elas se tornarem exercitáveis, os *rights* estarão ligados e serão negociados com as ações ordinárias da Pac-West. Se uma pessoa ou grupo de pessoas adquirir 15% ou mais das ações ordinárias da Pac-West negociadas em Bolsa, os *rights*, exceto os de propriedade do acionista adquirente, se ativarão (*flip-in*) e darão direito de adquirir ações ordinárias da Pac-West com um desconto de 50%. Além do mais, se depois disso a Pac-West for envolvida em uma fusão ou em outra reorganização societária ou mais de 50% dos seus ativos ou fontes de receita forem vendidos, outros direitos se ativarão (*flip-over*) e darão aos seus proprietários, exceto o adquirente, o direito de adquirir ações ordinárias do adquirente com um desconto de 50%. Depois que uma pessoa ou grupo de pessoas adquirir 15%, mas antes de que essa pessoa ou grupo de pessoas adquira 50% ou mais das ações ordinárias da Pac-West negociadas em Bolsa, a Pac-West pode, ao invés de permitir que os *rights* sejam exercidos, trocar os *rights* por ações ordinárias da Pac-West na razão de um por um. Antes da aquisição por uma pessoa ou por um grupo de pessoas de mais de 15% de ações ordinárias da Pac-West ou de outros títulos que sejam conversíveis em ações, os direitos são resgatáveis por US\$ 0.0001 por *right*, valor sujeito a ajuste. Os *Rights* expirarão em 30 de agosto de 2015, exceto se os *Rights* forem resgatados anteriormente, exercidos ou trocados por outros pela Pac-West” (tradução do autor). Disponível em: [http://www.lexdon.com/article/Pac-West\\_Telecomm\\_Adopts\\_a\\_Preferred/4358.html](http://www.lexdon.com/article/Pac-West_Telecomm_Adopts_a_Preferred/4358.html). Acesso em: 14 nov. 2008.

<sup>635</sup> Disponível em: [http://www.businessweek.com/technology/content/dec2004/tc20041213\\_8884\\_tc024.htm](http://www.businessweek.com/technology/content/dec2004/tc20041213_8884_tc024.htm). Acesso em: 17 nov. 2008.

<sup>636</sup> *Moran v. Household International* 500 A.2d 1346 (Del. 1985)

<sup>637</sup> EISENBERG, 2000, op. cit., p. 817.

*greenmail*, por exemplo<sup>638</sup>. Além disso, o *rights plan* não é absoluto, pois, quando ao Conselho é requerida a desativação da *poison pill* para que uma proposta possa ser considerada, o órgão não pode arbitrariamente rejeitá-la. O Conselho estará, nessas ocasiões, enquadrado pelos mesmos deveres fiduciários a que estava quando da adoção do mecanismo de defesa<sup>639</sup>.

Estando claro que a adoção de um *rights plan* fora permitida pelas Cortes, o ponto central das discussões passou a ser qual é o momento e sob quais circunstâncias seria a Administração obrigada a desativar a medida de defesa<sup>640</sup>. Para Eisenberg, esse assunto foi bastante discutido pelas Cortes norte-americanas na segunda metade da década de 80, restando evidente que estas eram extremamente relutantes em ordenar o desmantelamento da medida de defesa<sup>641</sup>. A razão para isso era que a prudente utilização do *rights plan* havia-se demonstrado bastante benéfica para os acionistas, que freqüentemente recebiam um valor maior por suas ações<sup>642 643</sup>.

Então, uma vez claro que a obtenção de um remédio judicial para o desmantelamento do *rights plan* era bastante improvável, os potenciais ofertantes passaram a empregar uma tática de ataque distinta: uma oferta hostil casada com uma solicitação de procurações (*tender offer coupled with a proxy machinery*), cujo outorgado seria o próprio atacante, para que esse pudesse votar em assembléia em nome dos acionistas, a fim de remover os membros do Conselho e indicar pessoas de sua confiança, que desativariam a medida defensiva (*rights plan*), deixando o caminho livre para a tomada de controle<sup>644</sup>.

Em face disso, foi apenas uma questão de tempo para que os defensores

---

<sup>638</sup> O' KELLEY; THOMPSON, 2006, op. cit., p. 780.

<sup>639</sup> EISENBERG, 2000, op. cit., p. 817, 859.

<sup>640</sup> Ibid., p. 859.

<sup>641</sup> Ibid., p. 859-860.

<sup>642</sup> Deste modo, para que a defesa fosse desmantelada, os ofertantes deveriam oferecer um valor mais alto. Em suma, o *rights plan* dava poder de barganha para que a Administração pudesse "negociar" um melhor preço para os seus acionistas.

<sup>643</sup> EISENBERG, 2000, op. cit., p. 860.

<sup>644</sup> EISENBERG, loc. cit.

criassem contramedidas<sup>645</sup>. A maior parte delas veio na forma de estratégias destinadas a atrasar a tomada do Conselho<sup>646</sup>, as quais, porém, demonstraram-se bastante ineficientes<sup>647</sup>. A resposta efetiva veio na forma de uma blindagem do *rights plan*, isto é, uma tática de defesa erigida para proteger a própria tática de defesa inicialmente adotada, cujo nome dado pelo mercado foi o de *dead hand*.

Como já foi referido no presente trabalho, uma *dead hand* consiste em um dispositivo inserido no estatuto da companhia, funcionando como uma espécie de cadeado, que proíbe os membros do Conselho de Administração, salvo aqueles que criaram o *shareholder rights plan (poison pill)*, de desativá-lo<sup>648</sup>. Deste modo, embora fossem eleitos novos membros para o Conselho, a *poison pill* não poderia ser desmantelada, mesmo no caso de uma oferta benéfica. Seria preciso contar com a boa vontade dos conselheiros que “trancaram” a companhia, fazendo do lançamento de uma *proxy fight* para remover os membros do Conselho um esforço inútil<sup>649</sup>.

No entanto, a *dead hand* foi considerada ilegal pelas Cortes de Delaware, tendo em vista que a Administração não pode erigir defesas preclusivas, de acordo com os padrões estabelecidos em *Unocal v. Mesa Petroleum* (1985) e *Unitrin v. American General Corp.* (1995). Isto ficou claramente assentado em *Carmody v. Toll Brothers* (1998). No caso aqui em questão, a Corte de Chancelaria de Delaware considerou ilegal esse tipo de provisão, pois, como já foi referido no presente trabalho, (i) criava

<sup>645</sup> EISENBERG, 2000, op. cit., p. 860.

<sup>646</sup> É bom lembrar que a Administração pode, agindo de boa-fé, empregar medidas não-preclusivas a fim de ganhar tempo para explorar transações alternativas. EISENBERG, loc. cit.

<sup>647</sup> Como explica Eisenberg, enquanto a resposta do Conselho foi simplesmente atrasar o acontecimento da assembléia anual de eleição de administradores para que se pudessem estudar outros meios de defesa (uma simples tentativa de ganhar tempo para pensar o que fazer ou mesmo para esperar por uma oferta concorrente), os tribunais não viram maiores problemas. Entretanto, quando a resposta foi (i) postergar a reunião dos acionistas para uma data posterior para que se pudesse requerer a revogação das procurações outorgadas ao atacante; ou (ii) expandir o tamanho do Conselho para que se pudesse preencher os novos cargos com pessoas de confiança, fazendo com que o resultado da *proxy fight* não alterasse substancialmente a situação posta, as Cortes declararam as medidas inválidas. EISENBERG, loc. cit. Nesse sentido, sempre é bom lembrar os precedentes *Schnell v. Chris-Craft Industries, Inc.* (1971) e *Blasius Industries v. Atlas Corp.* (1988).

<sup>648</sup> Uma *dead hand rights plan* é a medida de defesa que não pode ser desativada exceto pelos membros do Conselho de Administração que adotaram o plano ou pelos seus sucessores designados. Ibid., p. 856.

<sup>649</sup> Como observa Eisenberg, fazendo isso, seria eliminado de cena o único grupo de pessoas capaz de remover a “tranca”. Seria como trancar o cadeado e jogar fora a chave. EISENBERG, 2000, op. cit., p. 861.

poder de voto diferenciado entre os membros do Conselho; (ii) interferiria no poder de administrar o negócio, o qual era conferido legalmente ao Conselho de Administração; (iii) intencionalmente interferiria no poder de voto dos acionistas sem qualquer justificativa razoável; (iv) não era proporcional sob os parâmetros *Unocal/Unitrin*, visto que é medida de defesa preclusiva<sup>650</sup>, isto é, não permitia a tomada de controle, mas, por via de consequência, impedia também o recebimento de qualquer outra oferta, ainda que benéfica.

Quase que concomitantemente, como alternativa à invalidação das *dead hand provisions*, surge uma variação desta, isto é, a *no hand provision*. Tal dispositivo consiste em uma cláusula que prevê a possibilidade de remoção do *rights plan* apenas algum tempo depois da tomada de controle do Conselho (6 meses depois, por exemplo) — por isso, também recebeu o nome de *deferred redemption provision* (DRP). O feito dessa medida defensiva, como foi salientado, deveria ser o de retardar a habilidade dos membros do Conselho recém-empossados de dismantelar o *rights plan*, medida essencial para que, posteriormente, houvesse a tomada de controle<sup>651</sup>.

Em alguns casos, a justificativa para a utilização da *no hand provision* era a de que os acionistas precisavam de algum tempo para refletir acerca de uma eventual oferta lançada. Como sustentavam os criadores dessa tática de defesa, o verdadeiro valor intrínseco da companhia deve ser um fator importante a ser considerado pelos acionistas em um contexto de oferta hostil; além disso, uma *no hand provision* dá o tempo necessário para que aqueles se informem acerca desse dado e de outros.

Em *Quickturn Design Systems, Inc. v. Shapiro* (1998), contudo, a medida foi reputada desproporcional sob os parâmetros estabelecidos no *Unocal test*, embora o valor da oferta tenha sido considerado uma possível ameaça pela Corte de Chancelaria Delaware<sup>652</sup>. Eisenberg salienta que, ainda que o *rights plan* seja tido como uma medida passível de ser empregada pela Administração em resposta a uma oferta hostil

---

<sup>650</sup> EISENBERG, 2000, op. cit., p. 861.

<sup>651</sup> Ibid., p. 867-868.

<sup>652</sup> Ibid., p. 871.

desde *Moran v. Household* (1985), a sua utilização não é discricionária, nem tampouco absoluta<sup>653</sup>.

Com efeito, em *Moran v. Household* (1985), ficou estabelecido, como referido anteriormente, que a derradeira resposta a uma oferta hostil posta deve ser avaliada pelos membros do Conselho ao tempo desta, sempre tendo em vista os deveres fundamentais destes para com a companhia e para com os seus acionistas<sup>654</sup>. Cabe referir que um dos princípios basilares do Direito Societário em Delaware é que o Conselho possui a responsabilidade derradeira de administrar a companhia<sup>655</sup>. De fato, a negociação de uma possível venda da empresa consiste em uma das áreas de maior importância sob a Administração do Conselho<sup>656</sup>. Como a *no hand provision* causa uma limitação inadmissível na capacidade de o Conselho gerir a companhia (no caso específico, por 6 meses), qual seja, a impossibilidade de dismantelar o *rights plan* para facilitar a alienação do controle da empresa, a referida tática de defesa não pode ser tida como legítima<sup>657</sup>.

É necessário frisar que os novos membros do Conselho de Administração, quando empossados, devem ter total poder para administrar a companhia e para cumprir os seus deveres fiduciários, defendendo os interesses desta e de seus acionistas<sup>658</sup>. Qualquer mecanismo que impeça os administradores de agir no melhor interesse da companhia e de seus acionistas é inválido por si só<sup>659</sup>. Desde *Revlon v. MacAndrews* (1986), a Suprema Corte de Delaware estabeleceu que nenhuma medida de defesa pode ser tolerada quando ela ocasiona uma violação dos deveres fiduciários dos administradores<sup>660</sup>.

Pelo exposto, ficou estabelecido em *Quickturn Design Systems, Inc. v. Shapiro*

---

<sup>653</sup> EISENBERG, 2000, op. cit., p. 873.

<sup>654</sup> Ibid., p. 872.

<sup>655</sup> EISENBERG, loc. cit.

<sup>656</sup> EISENBERG, loc. cit.

<sup>657</sup> EISENBERG, loc. cit.

<sup>658</sup> EISENBERG, loc. cit.

<sup>659</sup> Ibid., p. 873.

<sup>660</sup> EISENBERG, loc. cit.



(1998) que a *no hand provision* impediria o novo Conselho de Administração da Quickturn de gerir a companhia através da desativação do *rights plan*, medida necessária para facilitar uma transação que serviria aos melhores interesses da companhia e de seus acionistas, mesmo quando os deveres fiduciários desses agentes o obrigassem a tanto<sup>661</sup>. O mecanismo de defesa, ficou constatado, impedia os administradores de cumprirem com os seus deveres fiduciários, portanto era ilegal<sup>662</sup>.

Quanto à utilização do *rights plan* no contexto brasileiro, como observa Eduardo Salomão Neto, a implementação dessa tática de defesa é possível pela utilização dos bônus de subscrição, previstos no Art. 5º das S.A.<sup>663</sup>. Para tanto, atribuir-se-ia tais títulos aos subscritores do capital da companhia quando da sua constituição ou por ocasião de eventuais aumentos de capital, os quais dariam aos tomadores a prerrogativa de subscrever novas ações no caso da ocorrência de uma fusão ou de uma oferta hostil<sup>664 665</sup>.

Contudo, há ao menos uma importante restrição à livre implementação dessa técnica: como expõe Modesto Carvalhosa, a emissão desses bônus que acompanham as ações subscritas da companhia não pode ser fruto de mero ato de liberalidade. Desta maneira, a atribuição gratuita dos bônus de subscrição deve corresponder a uma vantagem para a companhia emissora, sem a qual as ações teriam pouca receptividade dos investidores (Art. 77 da Lei das S.A.)<sup>666</sup> Deve ser tida, pois, como um meio de viabilização de ingresso de recursos. Com efeito, companhias prósperas, cujos títulos são disputados pelo mercado, não possuem justificativa para adoção de tal prática<sup>667</sup>.

---

<sup>661</sup> EISENBERG, 2000, op. cit., p. 873.

<sup>662</sup> EISENBERG, loc. cit.

<sup>663</sup> SALOMÃO NETO, 1992, op. cit., p. 37.

<sup>664</sup> Nesse mesmo sentido, Modesto Carvalhosa observa que certas operações estruturais como fusões e aquisições, usuais após uma tomada de controle, podem estar subordinadas ao exercício antecipado do direito de subscrição contido nos bônus. CARVALHOSA, 1998a, op. cit., p. 22.

<sup>665</sup> Como observa Gevurtz, foi uma mera questão de tempo para que os administradores reconhecessem que os *flip-in* e *flip-over devices* não precisariam, necessariamente, estar vinculados a ações da companhia, podendo sê-los a outros títulos, os quais poderiam ser distribuídos a título de dividendos aos acionistas, tais como debêntures conversíveis e bônus de subscrição. GEVURTZ, 2000, op. cit., p. 676.

<sup>666</sup> Art. 77. “Os bônus de subscrição serão alienados pela companhia ou por ela atribuídos, como vantagem adicional, aos subscritos de emissões de suas ações ou debêntures”.

<sup>667</sup> CARVALHOSA, 1998a, op. cit., p. 37-38.

Portanto, se os controladores de uma companhia querem fazer uso dessa prática (no Brasil) como forma de manutenção de poder, o seu uso deve ser planejado com grande antecipação, preferencialmente no momento da abertura de capital da companhia, quando a atenção do mercado ainda não recaiu sobre ela e ainda há justificativa para a emissão gratuita de bônus de subscrição.

No que concerne aos mecanismos de defesa do *rights plan*, as *dead hand* e a *no hand provisions*, as mesmas críticas tecidas pela jurisprudência norte-americana possivelmente podem ser transpostas para a nossa realidade. De fato, uma tática de defesa preclusiva e outra que impeça os administradores de cumprirem com os seus deveres fiduciários parecem ser de legalidade bastante duvidosa.

#### 6.10 Emissão de ações “resgatáveis” na ocorrência de certos eventos (*redemption rights*)

Na linha das táticas de defesa que utilizam a emissão de direitos conexos às ações, a prática norte-americana criou uma outra técnica chamada *redemption rights*, pela qual a companhia, ao invés de emitir direitos de conversão ou de subscrição, emite ações que dão direito ao acionista de resgatá-las na ocorrência de determinados eventos, como a aquisição de um percentual de 40% das ações da companhia, por exemplo.

Geralmente, o preço de resgate é baseado no preço mais alto pago pelo adquirente quando da compra das ações da companhia-alvo, mais os dividendos pendentes<sup>668</sup>. É claro que o “veneno” pode ser ainda maior caso o estatuto preveja um preço de resgate arbitrariamente alto, como, por exemplo, três vezes o preço pago pelo adquirente<sup>669</sup>. O efeito é “fazer a companhia sangrar” quando da alteração do panorama

---

<sup>668</sup> CLARK, 1986, op. cit., p. 575.

<sup>669</sup> CLARK, loc. cit.

de controle, pois aquela deverá resgatar as suas ações e pagar aos acionistas um valor alto para tanto. Como refere Clark, essa técnica de defesa corporifica a política de “terra arrasada”.

É importante referir que sérias restrições à utilização dessa tática de defesa poderiam ser suscitadas no Brasil. Em primeiro lugar, como acontece também no Direito norte-americano, o resgate das ações e a sua conseqüente retirada de circulação não poderia ocorrer em prejuízo do direito de credores da própria companhia<sup>670</sup>. Nesse sentido, sempre é bom lembrar a função de garantia exercida pelo capital social. Em segundo lugar, o dispositivo da Lei das S.A. referente ao resgate de ações (Art. 44)<sup>671</sup> indica que isso só pode ser feito se for autorizado por uma assembléia geral extraordinária; para isso, somente podem ser utilizados lucros ou reservas. Além disso, também em prol da proteção dos credores, as normas que dizem respeito ao capital prescrevem que a sua redução só pode ser operada, tendo em vista perdas substanciais, até o montante dos prejuízos acumulados (caso em que a redução é meramente nominal), ou quando o capital é considerado excessivo para a realização do objeto social (e ainda assim é necessária a aquiescência dos credores — Arts. 173 e 174, §1º)<sup>672</sup>. Levando-se em conta essas considerações e o potencial destrutivo contido nessa técnica de defesa, parece bastante improvável a sua utilização no Brasil.

---

<sup>670</sup> CLARK, 1986, op. cit., p. 575.

<sup>671</sup> Art. 44. “O estatuto ou a assembléia geral extraordinária pode autorizar a aplicação de lucros ou reservas no resgate ou na amortização de ações, determinando as condições e o modo de proceder-se à operação”.

<sup>672</sup> Art. 173. “A assembléia geral poderá deliberar a redução do capital social se houver perda, até o montante dos prejuízos acumulados, ou se julgá-lo excessivo”. Art. 174. “Ressalvado o disposto nos Artigos 45 e 107, a redução do capital social com restituição aos acionistas de parte do valor das ações, ou pela diminuição do valor destas, quando não-integralizadas, à importância das entradas, só se tornará efetiva 60 (sessenta) dias após a publicação da ata da assembléia geral que a tiver deliberado”. § 1º “Durante o prazo previsto neste Artigo, os credores quirografários por títulos anteriores à data da publicação da ata poderão, mediante notificação, de que se dará ciência ao registro do comércio da sede da companhia, opor-se à redução do capital; decairão desse direito os credores que o não exercerem dentro do prazo”.

### 6.11 Bloqueio dos recursos do fundo de pensão (*pension parachute*)

Uma aquisição alavancada (*leveraged buyout*) é a técnica pela qual uma empresa, geralmente de menor porte — o atacante —, toma agressivamente o controle de uma grande companhia — o alvo —, empregando uma pequena quantidade de recursos próprios combinados com uma vultosa quantia de capital de terceiros (bancos, recursos de fundos de pensão ou de participações). Ao assumir o controle da companhia, o novo controlador muitas vezes precisa desfazer-se de alguns ativos ou aumentar a distribuição de dividendos para honrar empréstimos tomados para a aquisição do alvo. A tendência, portanto, é que o novo controlador procure na companhia-alvo ativos excedentes para, com eles, aliviar o grande passivo contraído. Nesse caso, um superávit do fundo de pensão dos funcionários pode ser por demais conveniente para tal fim.

Para impedir isso, foi desenvolvida uma *poison pill* apelidada pelo mercado de *pension parachute*, dispositivo estatutário por meio do qual os ativos do fundo de pensão ficam apenas disponíveis para o benefício dos seus participantes e para nenhum outro fim. A utilização não parece suscitar problemas de legalidade, visto que se afigura como uma boa fórmula para proteger a companhia e seus funcionários contra a nociva utilização dos fundos sociais para financiar uma tomada de controle.

### 6.12 Emissão de títulos cujo vencimento é atrelado à alienação do controle (*macarroni defense* ou *poison put*)

Outra técnica bastante comum nos Estados Unidos é a emissão de títulos com vencimento atrelado à alienação do controle. Como observa Eduardo Salomão Neto, originalmente criado com o objetivo de proteger os tomadores dos títulos de uma queda no valor destes, decorrente de uma fusão ou de uma tomada de controle, esse

mecanismo foi logo empregado diretamente com o intuito de repelir as ofertas hostis<sup>673</sup>.

Nesse caso, a companhia emite debêntures sob a condição de resgate obrigatório em caso de alienação de controle, fazendo com que o novo controlador tenha que lidar com uma conta mais “salgada” após o sucesso da investida ou negociar com a Administração a retirada da técnica de defesa. Isso faz da *macaroni defense*<sup>674</sup> um eficaz meio de defesa, pois desestimula o lançamento de uma oferta hostil.

Calixto Salomão Filho e Mário Stella Richter Júnior sugerem uma improvável ilegalidade na adoção dessa tática quando conjuntamente é utilizada uma cláusula que permite à Administração desativar o mecanismo de defesa (como no caso de uma oferta amigável). Tal situação, segundo os autores, dá à Administração um arbítrio de licitude ao menos duvidosa<sup>675</sup>, sobretudo em face da vedação legal das condições puramente potestativas (Art. 122 do novo Código Civil)<sup>676</sup>.

No entanto, acreditamos que a situação pode ser tratada exatamente sob o mesmo ângulo pelo qual foi analisado o dispositivo que permite o desmantelamento do *rights plans* no caso do surgimento de uma oferta considerada adequada. Com efeito, quando do julgamento de *Moran v. Household International, Inc.* (1985), a Suprema Corte de Delaware já tinha reconhecido como legal a adoção do *shareholder rights plan*<sup>677</sup>. Além disso, naquele caso, ficou claro que o *rights plan* não é absoluto, porque, quando ao Conselho é requerida a desativação da *poison pill* para que uma proposta possa ser considerada, o órgão não pode arbitrariamente rejeitá-la. O Conselho estará, nessas ocasiões, enquadrado pelos mesmos deveres fiduciários a que estavam quando da adoção do mecanismo<sup>678</sup>.

---

<sup>673</sup> SALOMÃO NETO, 1992, op. cit., p. 37.

<sup>674</sup> O jargão *macaroni defense* é atribuído a essa tática de defesa, pois, se a empresa estiver em perigo e for adquirida, o passivo da companhia expande-se como o macarrão em uma panela.

<sup>675</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto; RICHTER JR., Mário Stella. Interesse social e poderes dos administradores na alienação de controle. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, Nova Série, ano 32, n. 89, p. 74, jan. / mar. 1993.

<sup>676</sup> Art. 122 “(...) entre as condições defesas se incluem as que privarem de todo efeito o negócio jurídico ou o sujeitarem ao puro arbítrio de uma das partes”.

<sup>677</sup> *Moran v. Household International* 500 A.2d 1346 (Del. 1985)

<sup>678</sup> EISENBERG, 2000, op. cit., p. 817, 859.

Afora essa questão, parece plenamente possível a emissão de títulos com resgate condicionado à alienação de controle. O Art. 52 da Lei das S.A. prevê a emissão de debêntures que conferirão aos seus titulares direitos creditícios contra a companhia, nas condições constantes da escritura de emissão<sup>679</sup>. Conjuntamente, o Art. 55, § 3º, prevê que o vencimento pode estar atrelado a “outras condições previstas no título”<sup>680</sup>. Como observa Eduardo Salomão Neto, essas condições podem muito bem ser o lançamento de uma oferta hostil ou uma reorganização societária no contexto de uma mudança de controle, as quais funcionam como gatilhos para ativar a armadilha (*poison pill*)<sup>681</sup>. Ainda, quanto ao resgate do título na ocorrência de um evento futuro e determinado, não resta dúvida da sua possibilidade. Modesto Carvalhosa afirma ser o resgate um direito da sociedade de se liberar antecipadamente de suas obrigações debenturísticas<sup>682</sup>.

Também é dado à companhia implementar esses esquemas de defesa com relação às debêntures já emitidas. Essa é a posição de Eduardo Salomão Neto, que argumenta, com base no Art. 71, § 5º, da Lei das S.A.<sup>683</sup>, que é possível alterar as condições das debêntures com a anuência de pelo menos a metade dos debenturistas (reunidos em assembléia). Isso demonstra a maleabilidade dessa modalidade de defesa. Contudo, cumpre mais uma vez alertar, uma vez armado, o desarme desse mecanismo (para facilitar uma oferta amigável) pode ser contestado.

Finalmente, do ponto de vista da sua eficácia, Eduardo Salomão Neto lembra que os esquemas de *poison put* podem ser extremamente bem sucedidos para repelir ofertas hostis em companhias que estejam altamente capitalizadas por meio da emissão de debêntures, como as sociedades de *leasing* no Brasil<sup>684</sup>.

---

<sup>679</sup> Art. 52. “A companhia poderá emitir debêntures que conferirão aos seus titulares direito de crédito contra ela, nas condições constantes da escritura de emissão e, se houver, do certificado”.

<sup>680</sup> § 3º “A companhia poderá emitir debêntures cujo vencimento somente ocorra nos casos de inadimplemento da obrigação de pagar juros e dissolução da companhia, ou de outras condições previstas no título”.

<sup>681</sup> SALOMÃO NETO, 1992, op. cit., p. 38.

<sup>682</sup> CARVALHOSA, 2000, op. cit., p. 517.

<sup>683</sup> § 5º “A escritura de emissão estabelecerá a maioria necessária, que não será inferior à metade das debêntures em circulação, para aprovar modificação nas condições das debêntures”.

<sup>684</sup> SALOMÃO NETO, loc. cit.

### 6.13 Plano de compensação aos administradores (*golden parachute*)

Também conhecido como *change-of-control agreement* ou *golden parachute*, o plano de compensação aos administradores é uma fórmula bastante comum para desestimular ofertas hostis nos Estados Unidos. Consiste basicamente na celebração de contratos de trabalho com os principais executivos da companhia, pelos quais fica prevista a possibilidade de rescisão quando e se houver uma alteração na estrutura de controle da companhia, com o pagamento de compensações em valores bastante elevados<sup>685</sup>.

O mercado utiliza o jargão *golden parachute*, visto que, na queda do atual controlador, os executivos por ele escolhidos podem “saltar” da companhia, fazendo uso de seus “pára-quedas de ouro”, representados pelas gordas compensações concedidas. Como refere Clark, a idéia básica é que, se o administrador vai ejetar do *cockpit*, que ao menos ele o faça em grande estilo<sup>686</sup>. Uma variação é o contrato de trabalho que prevê a “abertura do pára-quedas” apenas se o executivo for demitido pelo seu novo patrão, o que é bastante comum em contexto de mudança de controle.

De qualquer forma, a utilização possui três efeitos primários: (i) faz da tomada de controle um evento um pouco mais dispendioso, pois, para se ver livre dos antigos executivos, o controlador deverá pagar as compensações estipuladas<sup>687</sup>; (ii) o *golden parachute* é tido como um estímulo extra para convencer bons administradores a trabalharem para companhias que sofrem o risco de tomadas de controle; (iii) o *golden parachute* é um grande estímulo para que os administradores não queiram continuar na companhia, trabalhando para o novo controlador, mesmo que esse tenha a intenção de mantê-los.

---

<sup>685</sup> CLARK, 1986, op. cit., p. 577.

<sup>686</sup> CLARK, loc. cit.

<sup>687</sup> Claro que a eficácia é parcial, pois é difícil que a compensação prevista vá impedir uma tomada de controle, a não ser que essa indenização seja “inacreditavelmente gigantesca”. De qualquer forma, é difícil imaginar tais tipos de arranjo, sobrevivendo a uma contestação judicial. CLARK, loc. cit.

Contudo, a utilização desse mecanismo pode trazer algumas conseqüências adversas para a companhia, dentre as quais, por exemplo, a de que executivos gananciosos tenham incentivo para estimular uma mudança de controle, para receberem os valores rescisórios<sup>688</sup>. Por isso, o Congresso norte-americano incluiu um dispositivo no *Tax Reform Act*, de 1984, fazendo incidir um imposto pesadíssimo sobre os ganhos da pessoa física beneficiada pelo *golden parachute*<sup>689</sup>. Da mesma forma, foi enviada ao Congresso dos Estados Unidos uma proposta de emenda ao *Exchange Act*<sup>690</sup>, a fim de proibir, definitivamente, o aumento da remuneração e das indenizações a favor dos administradores quando uma oferta hostil já estiver em curso.

#### 6.14 Plano de compensação aos demais empregados (*tin parachute*)

Também conhecida como *silver parachute*, essa é uma variação do *golden parachute*, porém aplicada a um grupo muito maior de empregados, os quais recebem uma indenização em caso de demissão pelo novo controlador. Esses empregados não recebem valores tão altos como a alta diretoria no caso dos *golden parachutes*, porém o volume das demissões tende a ser tão expressivo que pode gerar um passivo imenso para a companhia, desestimulando, assim, a oferta hostil.

Apesar de ser uma técnica bastante útil para impedir ataques oportunistas que visam apenas ao lucro fácil a despeito do interesse social, o *tin parachute* também pode ser imensamente danoso para a companhia, porquanto o proibitivo custo das demissões tende a impedir que um bem intencionado novo controlador implemente um plano de redução de custos com vistas a restabelecer a lucratividade da companhia.

Com efeito, a posição jurisprudencial prevalecente no Direito norte-americano

---

<sup>688</sup> O que, por outros, é visto como uma vantagem, pois os administradores teriam um incentivo econômico para não desperdiçar recursos da companhia. CLARK, 1986, op. cit., p. 577.

<sup>689</sup> CARVALHOSA, 1998c, op. cit., p. 230.

<sup>690</sup> Como informa Modesto Carvalhosa, emenda do Senador Jake Garn's de Utah. Ver: *ibid.*, p. 229.



acerca dos deveres dos administradores em contextos de oferta hostil demonstra que a utilização de estratégias de defesa apenas pode ser empreendida com vistas a maximizar o valor de venda da companhia ou quando a oferta representa uma ameaça à empresa. Portanto, a celebração de contratos de trabalho do tipo *tin parachute*, tendo em vista que isso pode obstruir definitivamente uma aquisição benéfica, não pode ser tida como legítima.

#### 6.15 Vencimento antecipado de contratos e dívidas

Como forma de precaução contra uma oferta hostil, a companhia pode celebrar contratos relevantes, com cláusulas que prevêm a rescisão em caso de mudança no controle. Uma variável é a celebração de financiamentos com previsão de vencimento antecipado das parcelas no caso de alienação de controle<sup>691</sup>.

A primeira hipótese poderia funcionar da seguinte maneira: a companhia X, uma metalúrgica, celebra um contrato de fornecimento de minério de ferro, matéria-prima essencial para a sua linha de produção, em condições bastante favoráveis, talvez impossíveis de serem negociadas no futuro, em vista de um aumento vertiginoso no preço da *commoditie*. Esse é, inclusive, uma das grandes vantagens competitivas da companhia em relação a seus concorrentes; entretanto, o contrato de fornecimento celebrado com dispositivo prevê a sua rescisão em caso de alienação de controle. Em face disso, a companhia X é um alvo bem menos atraente aos olhos de potenciais ofertantes.

Em uma lógica semelhante, se as dívidas contraídas com instituições financeiras vencerem antecipadamente com o evento da alienação do controle, a companhia igualmente será bem menos interessante para um eventual ofertante, visto que estará com a sua capacidade de endividamento seriamente prejudicada, sem falar do passivo

---

<sup>691</sup> CLARK, 1986, op. cit., p. 576.

de curto prazo que cairá “no colo” do novo controlador — o efeito será, pois, o da política de terra arrasada (*scorched earth strategy*)<sup>692</sup>.

## 6.16 Propaganda

Algumas vezes, quando defrontados por uma oferta hostil, é mais fácil aos controladores e menos prejudicial aos acionistas o emprego de técnicas de persuasão ao invés de outras modalidades famosas pela sua agressividade e pelo potencial de dilapidar o patrimônio da companhia. Esses meios de defesa visam tanto convencer os acionistas de que a venda de suas ações é um mal negócio como desestimular o atacante de completar a investida.

Uma das técnicas de defesa menos controversas dentre todo o arsenal à disposição dos administradores de uma companhia visada é a propaganda<sup>693</sup>, um esforço muitas vezes legítimo para persuadir os próprios acionistas a não venderem as suas ações ao ofertante, em atenção, por exemplo, ao preço eventualmente inadequado que lhes é oferecido.

É claro que até a propaganda pode ser uma tática de defesa ilegal quando é utilizada com propósitos iníquos, sobretudo quando a Administração faz declarações inverídicas acerca da qualidade da proposta. É sempre bom lembrar que os administradores possuem o dever de informar adequadamente os acionistas acerca da oferta que lhes foi formulada.

Infelizmente, como já foi referido anteriormente neste trabalho, não existe na Lei das S.A. um dispositivo específico que ordene aos administradores manifestarem-se acerca da oferta, como existe atualmente nos Estados Unidos. Contudo, embora

---

<sup>692</sup> Contudo, realisticamente falando, para contornar o problema, basta que o ofertante refinance os empréstimos com outros bancos. CLARK, 1986, op. cit., p. 577.

<sup>693</sup> Ibid., p. 572.

desejável um dispositivo nesse sentido, este pode ser despiciendo se observados estritamente os deveres que informam a relação administrador-acionista, sobretudo o dever de informar.

Com efeito, a Administração da companhia visada possui a obrigação primária de proteger os acionistas e a própria companhia de uma eventual proposta inadequada. Como observa Carvalhosa em sua citada dissertação sobre as ofertas públicas, “se os administradores julgarem de seu dever alertar os acionistas quanto às deficiências ou mesmo irregularidades da proposta ou, ainda, sob o aspecto empresarial, com relação à inoportunidade ou inconveniência do negócio, deverão indeclinavelmente fazê-lo (...)”<sup>694 695</sup>.

Além disso, é possível que a Administração dê um passo adiante e empreenda uma verdadeira campanha pública contra a oferta formulada, com o objetivo de incitar os empregados, consumidores e membros da comunidade contra o atacante<sup>696</sup>, o que pode, eventualmente, fazê-lo desistir do ataque. Exatamente nesses termos, porém sem o resultado prático almejado pela Administração, foi o que ocorreu no recente caso em que a belgo-brasileira ImBev tentava adquirir o controle da “americaníssima” Anheuser Bush, fabricante da cerveja Budweiser.

Aqui, a Administração da companhia, por intermédio de seu presidente e também controlador, empreendeu uma verdadeira campanha pública com o objetivo de “impedir que um dos maiores símbolos da América caísse em mãos estrangeiras”. O que se viu foi uma verdadeira comoção pública, com manifestações de congressistas, empresários locais e pessoas comuns, passeatas, camisetas com palavras de ordem contra a

---

<sup>694</sup> “Nada impede, por outro lado, que os administradores da companhia visada, concordando com a proposta, publicamente a recomendem aos seus acionistas. Em ambos os casos, a recomendação deve ser jurídica e economicamente fundamentada, ao apontar os méritos e deméritos da proposta e da companhia ofertante e a situação da sociedade visada”. CARVALHOSA, 1978, op. cit., p. 36.

<sup>695</sup> Francisco Müssnich sugere que os *shark repellents* cumpriram o seu verdadeiro papel de proteger o interesse dos acionistas (como afastar *asset strippers*, por exemplo), se estivessem consubstanciados em cláusulas estatutárias que previssessem a obrigação de uma manifestação da Administração no sentido de recomendar ou não aos acionistas a aceitação de uma oferta hostil, manifestação essa obviamente pautada pelos deveres de lealdade e de diligência. **Revista Capital Aberto**, fev. 2008, p. 27.

<sup>696</sup> GEVURTZ, 2000, op. cit., p. 677.

operação, *sites* e *blogs* na Internet com o mesmo teor, etc. Tudo isso, entretanto, foi em vão, pois a operação acabou se concretizando, o que demonstra, de certa forma, a pouca efetividade da tática de defesa.

Mais dramaticamente, a Administração poderia iniciar uma companhia de *lobby* diretamente sobre os legisladores, na esperança de que estes promulguem leis que dificultem as tomadas de controle<sup>697</sup>. O resultado dessa medida, contudo, é de eficácia bastante reduzida também.

Como foi referido, todas essas defesas são, em princípio, legítimas, contanto que a Administração preencha o seu dever de bem informar os acionistas. Todavia, há ainda mais uma outra possível ilegalidade a ser suscitada. Essa diz respeito à utilização indevida dos fundos sociais para financiar toda essa maquinaria de propaganda e de *lobby*. Aqui, obviamente, a fronteira da legalidade é a existência de uma ameaça aos acionistas, como a que poderia representar uma proposta economicamente inadequada, por exemplo, e a própria proporcionalidade da medida adotada.

Difícilmente uma companhia publicitária de milhões de dólares simplesmente para alertar aos acionistas sobre alguns aspectos da proposta pode ser tida como válida. A regra da proporcionalidade da medida de defesa adotada provavelmente circunscreverá a propaganda à inserção de algumas informações em jornais de grande circulação ou ao envio de correspondências sóbrias aos acionistas, contendo uma declaração da Administração e talvez alguns dados financeiros. Nada de anúncios televisivos no intervalo do Superball, ou, no caso brasileiro, nos reclames da novela das oito.

Aqui o parâmetro será a capacidade econômica da empresa-alvo e o tamanho da ameaça posta; deste modo, somente o caso concreto poderá dizer o que é e o que não é proporcional. A Lei das S.A., por meio da fixação de deveres amplos aos administradores, no entanto, fornece os meios para coibir tais práticas.

---

<sup>697</sup> GEVURTZ, 2000, op. cit., p. 677.

### 6.17 Ameaça de demissão em massa da diretoria (*people pill*)

Uma outra defesa do tipo tática de “persuasão” é a chamada *people pill*, técnica que visa desestimular uma oferta hostil já em curso, por meio de uma ameaça de demissão da alta diretoria da companhia-alvo no caso de mudança no controle.

Essa tática pode ser eficiente já que o agressor pode não se sentir encorajado a substituir administradores competentes e já habituados ao negócio. Além disso, a demissão de executivos populares pode fazer com que os empregados, inclusive aqueles em cargo de gerência, fiquem extremamente desgostosos com a mudança — isso afeta a produtividade da companhia ou faz com que esses também se demitam, causando assim vários distúrbios na capacidade de produção da companhia, por exemplo.

Por outro lado, se a Administração goza de grande prestígio entre os acionistas, é possível que muitos deles não queiram se desfazer de suas ações simplesmente por “amor à Pátria”, o que pode dificultar ou mesmo impossibilitar o sucesso da oferta hostil.

Entretanto, a efetividade dessa técnica é bastante limitada, sobretudo se o objetivo do atacante for desmantelar a companhia. Além disso, mesmo que a intenção seja a de continuar com o negócio, geralmente o ofertante deseja substituir a atual Administração, seja porque a considera incompetente, seja porque queira pessoas de sua confiança nos postos-chave da companhia.

Realmente, a técnica só seria realmente eficaz se a alta Administração conseguisse uma adesão em massa da gerência da companhia, de modo a torná-la inoperante em caso de demissão desses empregados. Contudo, é bom lembrar que uma campanha nesse sentido pode esbarrar nos deveres que os administradores têm para com a própria companhia. Com efeito, se o objetivo do atacante não representa uma ameaça para os acionistas e para a própria companhia, maquinações da

Administração para arregimentar outros funcionários com a intenção de liquidar a capacidade operacional da empresa em caso de troca de controle violam, sobretudo, o dever de lealdade, não podendo ser tidas como ilegais.

#### 6.18 Ações judiciais

Como medida de defesa, pode, ainda, a Administração, desafiar judicialmente a oferta, alegando que esta não preenche os requisitos legais ou que as informações nela contidas são inverídicas, forçando o atacante a retirá-la<sup>698</sup>. Essa tática de defesa pode ganhar tempo para que a Administração tome outras providências ou mesmo faça com que o atacante fique “queimado” diante dos acionistas se conseguir provar que ele omitia informações relevantes, dificultando a adesão de acionistas a uma nova oferta eventualmente formulada.

De qualquer forma, é dever da Administração proteger os acionistas e a companhia de uma oferta inadequada sob o ponto de vista dos requisitos legais exigidos. As ofertas públicas existem justamente para fornecer aos acionistas todas as informações necessárias para que a venda de suas ações seja absolutamente uma decisão consciente e bem informada — sobre isso, leia-se a jurisprudência das Cortes norte-americanas já analisadas no capítulo anterior.

#### 6.19 Contra-ataque (*pac-man defense*)

Quando uma companhia sofre uma tentativa hostil de tomada de controle, ela pode tentar defender-se, passando de vítima a predador, lançando a sua própria oferta

---

<sup>698</sup> Plínio Shiguematsu atenta também para o fato de que o laudo de avaliação proposto pelo ofertante pode ser atacado pela companhia-alvo, que pode alegar erros na sua concepção e na metodologia de avaliação. SHIGUEMATSU, 2009, op. cit., p. 436.

hostil ou pode iniciar uma escalada em Bolsa para adquirir o controle daquela que lhe importuna. O mercado atribuiu ao contra-ataque a expressão *Pac-Man Defense*, em alusão ao astro do *videogame* de mesmo nome, sempre perseguido por fantasmas, mas que, ao comer uma pílula de superpoderes, dá uma virada surpreendente no jogo e passa a devorar os seus perseguidores.

O exemplo mais citado dessa tática de defesa é a oferta hostil da Martin Marietta pelo controle da Bendix Corporation em 1982. Na tentativa de escapar da agressão, a Bendix passou a comprar ações da atacante, visando assumir o controle desta. Curiosamente, a Martin Marietta lançou mão de uma outra famosa técnica de defesa, a *white knight*, empregada para repelir o contra-ataque. Como desfecho, aquela que começou a guerra, a Martin Marietta, acabou vendida para a Allied (o *white knight*) para evitar que o seu controle caísse nas mãos da contra-atacante Bendix, outrora vítima<sup>699</sup>.

Em caso análogo, a American Brands Corporation adquiriu a E-II Holdings, proprietária da linha de produtos Sansonite, que anteriormente estava na posição de atacante<sup>700</sup>.

A grande vantagem dessa medida reside no fato de que, no mais das vezes, o atacante fica obrigado a desviar recursos financeiros reservados à investida para se defender do contra-ataque, fazendo com que perca forças, pois isso diminui a margem de manobra para melhorar a oferta inicial. Todavia, do ponto de vista da legalidade, esse meio de defesa parece ser um tanto quanto controverso, primeiro porque a atuação dos administradores extravasa os limites de uma atuação considerada válida quando do recebimento de uma oferta hostil e, em segundo lugar, porque os fundos sociais são desviados para a defesa dos interesses do administrador (ou controlador).

---

<sup>699</sup> Revista Time. Disponível em: <<http://www.time.com/time/magazine/article/0,9171,953706,00.html>>. Acesso em 17 nov. 2008.

<sup>700</sup> SHIGUEMATSU, 2009, op. cit., p. 428.

## 6.20 Oferta concorrente amigável (*white knight*)

Talvez melhor do que adquirir as suas próprias ações é achar um adquirente amigo que o faça<sup>701</sup>. Isso evita problemas relacionados à utilização dos fundos sociais em operações de legalidade contestável.

Nos Estados Unidos, o cavaleiro branco (*white knight*) é a companhia ou o investidor que defende uma empresa-alvo quando está em curso uma oferta hostil; em contrapartida, o ofertante é chamado de cavaleiro negro (*black knight*). Em geral, esse “benfeitor” tem interesses alinhados aos do alvo e não o “prejudicará” após a aquisição do controle.

A forma mais típica de atuação de um cavaleiro branco é o lançamento de uma oferta concorrente economicamente mais interessante aos acionistas, a fim de fazer naufragar a investida do atacante. Se bem sucedida a intervenção do cavaleiro branco contra o preto, a companhia permanecerá em mãos amigáveis, permanecendo a Administração como estava.

Foi esse exatamente o papel desempenhado pela japonesa Nissin, quando lançou uma oferta concorrente amigável de 37 bilhões de *yens* pela Myojo, evitando que essa fosse adquirida pelo agressivo *hedge fund* norte-americano Steel Partners, que havia oferecido 29 bilhões de *yens*<sup>702</sup>.

## 6.21 Acordo para a manutenção ou para a aquisição de posição acionária (*white squire*)

Defrontada por uma oferta hostil, é possível que a Administração da companhia

---

<sup>701</sup> GEVURTZ, 2000, op. cit., p. 678.

<sup>702</sup> Site da BBC de Londres na rede mundial de computadores – Internet. Disponível em: <<http://news.bbc.co.uk/1/hi/business/6150196.stm>>. Acesso em 17 nov. 2008.



visada tente “costurar” um acordo com um grande acionista (*White Squire*), para que esse se comprometa a não alienar a sua participação societária, de modo a dificultar ou até mesmo a impedir o sucesso da proposta.

Além disso, um *white squire* pode ser aquele que adquire uma participação não majoritária na companhia-alvo, a fim de “retirar” do mercado as ações que possivelmente seriam adquiridas pelo ofertante<sup>703</sup>.

Ao fazer as vezes de escudeiro branco, Warren Buffet adquiriu participações importantes em algumas das mais prestigiadas companhias norte-americanas, entre elas, a Gillette, a Coca-Cola, a U.S. Air e o Banco de Investimentos Salomon Brothers<sup>704</sup>.

Do ponto de vista da legalidade dessa tática de defesa, se a companhia não usa os fundos sociais para “convencer” o acionista a manter a sua participação na sociedade ou mesmo para “financiar” a compra de suas ações por um terceiro, não parece haver maiores problemas em relação a isso.

## 6.22 Aquisição de ações pelos próprios administradores (*management buy-out*)

Além disso, é possível que a própria Administração se mobilize de alguma forma e adquira no mercado as ações que seriam compradas pelo ofertante. Uma das múltiplas maneiras de se fazer isso é a constituição de uma sociedade pelos administradores (que, eventualmente, poderia aceitar outros sócios-investidores ou mesmo tomar grandes quantias junto a instituições financeiras) ou pela emissão de títulos, e, com esse capital, adquirir ações no *free-float*, a fim de dificultar ou mesmo impedir a tomada de controle por um terceiro<sup>705</sup>.

---

<sup>703</sup> GEVURTZ, 2000, op. cit., p. 678.

<sup>704</sup> SHIGUEMATSU, 2009, op. cit., p. 430.

<sup>705</sup> GEVURTZ, loc. cit.

Essa tática de defesa foi largamente utilizada nos Estados Unidos a partir dos anos 80, tendo sido “inventada” pela firma de capital de risco KKR. O sucesso foi estrondoso, porém práticas tomadas pela Administração posteriores a operação podem, sem dúvida, suscitar questões de legitimidade.

Com efeito, na maior parte das vezes, a Administração dessas companhias não possuía recursos suficientes para levar a cabo tal operação. Como a operação era alavancada por quantias fabulosas tomadas junto aos bancos ou a investidores, a forma encontrada para aliviar a pressão exercida pelos empréstimos era a venda de ativos da companhia ou mesmo a distribuição de dividendos fabulosos. Era uma forma, pois, de autofinanciar a própria operação, e justamente esse era o grande atrativo do *management buy-out*, pois proporcionava a tomada ou a manutenção do controle de uma companhia com quase nada de recursos próprios.

É evidente que se os ativos vendidos forem essenciais para a companhia ou de alguma forma causarem dano aos acionistas minoritários, a conduta não pode ser tida como legal sobre o ponto de vista do dever de lealdade que administradores e controladores têm para com os acionistas. Além disso, se a distribuição de largas somas em dividendos se fizer em prejuízo da companhia, também haverá dano.

#### 6.23 Plano de recompra das próprias ações (*self-tender*, *treasure stock*, *top-up* ou PRA)

Ao invés de a própria Administração adquirir ações no mercado, pode ser que essa faça com que a própria companhia as compre, para, posteriormente, deixar essas ações em tesouraria, reduzindo o número de ações em circulação, o que limita as chances de sucesso da investida do ofertante.

O mecanismo é simples: se há 51% das ações no mercado e o controlador possui os outros 49%, a reaquisição de 2% das ações que estão no mercado já é

suficiente para impedir que uma oferta hostil seja bem sucedida. Pela mesma sistemática, embora o percentual de ações em circulação possa ser muito superior, a recompra de algumas ações diminui as chances de a oferta ser aceita pelo número mínimo capaz de fazer do ofertante controlador da companhia.

Além disso, ao adquirir ações no mercado, a atuação da companhia pressiona os preços para cima, fazendo da tentativa de tomada de controle um evento ainda mais dispendioso<sup>706</sup>.

O caso mais famoso de utilização dessa tática de defesa foi o programa de recompra seletiva lançado pela Unocal, que buscava adquirir as suas próprias ações no mercado, exceto as de propriedade da Mesa Petroleum, companhia que havia lançado uma oferta hostil para adquirir o seu controle. O objetivo era proporcionar aos acionistas uma alternativa de venda a um preço justo e, ao mesmo tempo, esvaziar a proposta da ofertante. Em resposta, a Mesa Petroleum questionou judicialmente a legalidade da sua exclusão da oferta de recompra das próprias ações feitas pela Unocal, medida de defesa considerada legítima pela Suprema Corte de Delaware pelos motivos aqui já expostos<sup>707</sup>.

No entanto, deve-se observar certas limitações à aplicação dessa técnica no Brasil, notadamente com relação à previsão do Art. 30 Lei das S.A.<sup>708</sup>, o qual limita a aquisição das próprias ações para a sua manutenção em tesouraria ao valor do saldo de lucros ou reservas, exceto a reserva legal.

Mais restritiva ainda é a regra disposta no Artigo 2º, alínea “e”, da Instrução CVM 10/80, a qual proíbe a aquisição das próprias ações por parte da companhia quando

---

<sup>706</sup> GEVURTZ, 2000, op. cit., p. 677.

<sup>707</sup> Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del. 1985).

<sup>708</sup> Art. 30. “A companhia não poderá negociar com as próprias ações. § 1º Nessa proibição não se compreendem: b) a aquisição, para permanência em tesouraria ou cancelamento, desde que até o valor do saldo de lucros ou reservas, exceto a legal, e sem diminuição do capital social, ou por doação”.

estiver em curso oferta pública de aquisição de suas ações<sup>709</sup>.

Além disso, várias questões de legalidade podem ser suscitadas. A primeira delas diz respeito à própria negociação da companhia com suas próprias ações; uma segunda, no que concerne à assunção de grandes débitos para que se possa intervir no mercado adquirindo as suas ações, o que pode causar prejuízo à própria companhia e seus acionistas. Por fim, uma terceira hipótese refere-se quanto à possibilidade de realizar uma oferta pública para todos os acionistas, mas que exclui o potencial atacante que por hipótese já possui uma participação na companhia (plano de recompra seletivo).

#### 6.24 Recompra das próprias ações pela companhia-alvo das mãos do potencial atacante (*greenmail* ou *targeted repurchase*)

Uma variação da técnica de defesa acima referida é o *greenmail*, pelo qual as ações são adquiridas pela companhia-alvo diretamente das mãos do potencial atacante. Por muitos é tida como a tática de defesa mais detestável entre todas e, geralmente, uma das que mais provoca furor entre os acionistas da própria companhia<sup>710</sup>.

De fato, a agressividade com que algumas companhias se lançam em certas manobras societárias é uma das características mais marcantes do capitalismo norte-americano. Berço das *leveraged buyouts* (LBO) e das *management buyouts* (MBO), a *Wall Street* foi palco, principalmente a partir dos anos 70, de uma prática ainda mais controversa e agressiva, o *asset stripping*, operação que consiste na tomada de controle de uma companhia subvalorizada — mas com ativos economicamente

---

<sup>709</sup> Art. 2º. “A aquisição, de modo direto ou indireto, de ações de emissão da companhia, para permanência em tesouraria ou cancelamento, é vedada quando: e) estiver em curso oferta pública de aquisição de suas ações”.

<sup>710</sup> CLARK, 1986, op. cit., p. 574.

valiosos, a qual é posteriormente desmembrada e vendida em várias partes —, permitindo, em caso de sucesso da operação, que se atinja rapidamente um lucro estrondoso, muito mais rápido do que a simples continuação do negócio.

Uma variante do *asset stripping* ocorre quando o atacante adquire uma parcela significativa das ações votantes do alvo e, ao invés de completar a tomada de controle por meio de uma oferta hostil, oferece as ações de volta para a “vítima” em troca do pagamento de um “resgate” (*greenmail*), ou seja, da recompra das ações por um preço substancialmente mais alto. Em outras palavras, o atacante visa ao recebimento de um resgate para não lançar uma oferta hostil e deixar o controle da companhia incólume nas mãos do atual controlador ou da Administração.

O termo *greenmail* é um jargão muito utilizado pelo mercado e advém das expressões *blackmail* (chantagem) e *green* (dinheiro), o que demonstra o real significado da *greenmail*: um resgate pago para dar fim a um “seqüestro”. Outras formas para designar essa técnica de defesa são o *goodbye kiss* e o *bon voyage* bônus.

Por meio dessa prática, nos anos 80, Sir James Goldsmith “extorquiu” 32 milhões de dólares da Goodyear Tire and Rubber Company quando a companhia se viu obrigada a recomprar as suas próprias ações para se livrar de uma oferta hostil<sup>711</sup>. Do mesmo modo, em 1984, após adquirir 6,3% das ações da Disney Corporation, Saul Steinberg ameaçou tomar agressivamente o controle da companhia, a qual se viu compelida a readquirir as ações do atacante no intuito de se safar da ameaça. Na operação, Steinberg lucrou 60 milhões de dólares<sup>712</sup>.

No entanto, o caso mais famoso de utilização de *greenmail* foi o paradigmático *Cheff v. Mathes*, julgado pela Suprema Corte de Delaware em 1964<sup>713</sup>. Aqui, Maremont, um financista com reputação de *corporate raider* e *asset stripper*, adquiriu uma parcela

---

<sup>711</sup> Revista Time. Disponível em: <http://www.time.com/time/magazine/article/0,9171,963106,00.html?iid=chix-sphere>. Acesso em 17 nov. 2008.

<sup>712</sup> Revista Time: Disponível em: <http://www.time.com/time/magazine/article/0,9171,926729,00.html>. Acesso em 17 nov. 2008.

<sup>713</sup> *Cheff v. Mathes* 199 A.2d 548 (Del. Ch. 1964).

significativa de ações da Holland Furnace Company na Bolsa. Para evitar um possível dano à companhia, a Holland, através de uma autorização do seu Conselho de Administração, comprou de Maremont as suas próprias ações, pagando um prêmio considerável sobre o valor de mercado destas.

Em seguida, um acionista minoritário propôs uma ação contra os membros do Conselho de Administração da Holland, requerendo uma indenização por danos sofridos. A *trial court* julgou a favor do requerente, pois entendeu que Maremont não representava um perigo real e que a motivação verdadeira por trás da aquisição das ações era a perpetuação no poder da Administração. Entretanto, a Suprema Corte de Delaware, em grau de recurso, julgou no sentido oposto. Para o Tribunal Superior, quando uma companhia compra as suas próprias ações para impedir uma tomada hostil, o réu possui o ônus de provar os fatos que o levam a crer que a operação representa um perigo de dano para a companhia. Assim o é, pois o Conselho de Administração pode estar inserido em uma situação em que há um potencial conflito de interesses (efetivamente, a Administração pode usar os fundos da companhia em uma operação que a leva a manter o poder). No presente caso, porém, a Corte reconheceu, com base nas provas produzidas no processo, que o Conselho de Administração apresentava motivos razoáveis para acreditar que a Maremont representava um perigo para a companhia e, portanto, reverteu o primeiro julgamento.

Com o passar do tempo, o pagamento do resgate (*greenmail*) evidenciou-se bastante eficiente para repelir ofertas hostis mas também excessivamente dispendioso para a companhia e inconvenientemente lucrativo para o agressor. Por isso, um tratamento fiscal diferenciado para os ganhos advindos de *greenmail* (taxados em 50%) tornou o recebimento do resgate um pouco menos atraente a partir do início dos anos noventa<sup>714</sup>.

Além disso, uma prática potencialmente tão nociva para companhia e para os

---

<sup>714</sup> Disponível em: <http://www.irs.gov/pub/irs-pdf/f8725.pdf>. Acesso em 17 nov. 2008.

seus acionistas não poderia deixar de sofrer forte oposição, inclusive nos tribunais<sup>715</sup>. Neste sentido, não foi surpresa quando os acionistas da Disney processaram os seus administradores, bem como o próprio “agressor”, Saul Steinberg, em busca de indenização pela quantia gasta com o pagamento do *greenmail*. Ao cabo, os réus pagaram em torno de 45 milhões de dólares em indenizações aos acionistas da Disney<sup>716</sup>. Donald Trump, para encerrar uma ação semelhante, viu-se obrigado a desembolsar a quantia de 6,5 milhões de dólares<sup>717</sup>.

De fato, o *greenmail* é tido como pagamento de “suborno” e de desvio dos recursos da companhia, portanto, é ilegal. Sobre isso, a maioria dos Estados aprovou *antitakeover laws*, entre as quais muitas delas com dispositivos *anti-greenmail*, obrigando os atacantes a devolver o dinheiro para a companhia “chantageada”.

Além da legislação societária que proíbe o *greenmail* e da tributária que o desestimula, os estatutos de algumas companhias simplesmente o vedam, constituindo-se, desta forma, uma outra técnica de defesa contra as ofertas hostis, visto que assegura que nenhum atacante tentará chantagear a companhia, porquanto não há a possibilidade do pagamento de resgate.

No Brasil, a Instrução CVM 10/80, em seu Artigo 2º, alínea “e”, proibiu a aquisição das próprias ações por parte da companhia quando estiver em curso oferta pública de aquisição de suas ações; contudo, nada dispôs no que se refere à aquisição antes do lançamento da oferta<sup>718</sup>.

Mesmo assim, não há como se supor válida uma prática tão nociva como o *greenmail*. Com efeito, a própria legislação societária esboça outros limites à aplicação de tal técnica: primeiramente, como observam Calixto Salomão Filho e Mário Stella

---

<sup>715</sup> Sobretudo os da Califórnia, apesar de já ter se verificado uma certa leniência dos Tribunais de Delaware acerca da referida tática de defesa. SHIGUEMATSU, 2009, op. cit., p. 425-426.

<sup>716</sup> Disponível em: <http://www.forbes.com/2001/06/18/0618steinberg.html>. Acesso em 17 nov. 2008.

<sup>717</sup> SHIGUEMATSU, 2009, op. cit., p. 426.

<sup>718</sup> Art. 2º. “A aquisição, de modo direto ou indireto, de ações de emissão da companhia, para permanência em tesouraria ou cancelamento, é vedada quando: e) estiver em curso oferta pública de aquisição de suas ações”.

Richter Júnior, o Art. 30 da Lei das S.A. estabeleceu limites quantitativos para a negociação da companhia com as próprias ações<sup>719</sup>. No caso específico, a aquisição não pode exceder a reserva de lucros, exceto a reserva legal. Em segundo lugar, dirigentes e controladores<sup>720</sup>, como administradores do patrimônio alheio, possuem deveres fiduciários os quais não podem ser ignorados. Mais do que nunca, o interesse dos acionistas, bem como o interesse social, deve ser salvaguardado por força de lei (Arts. 154 e 116, § único, da Lei das S.A.). Assim, não há como aceitar o uso dos fundos sociais para recomprar as próprias ações da companhia, porque a principal motivação não raras vezes é a sua perpetuação nos cargos diretivos e a manutenção do poder de mando. Portanto, por ferir explicitamente os deveres fiduciários de dirigentes e de controladores da sociedade anônima, não se afigura como possível a aplicação dessa técnica de defesa em nosso País.

#### 6.25 Acordo para a manutenção ou para a limitação de posição acionária (*standstill agreement*)

Uma situação próxima ao *greenmail*, porém muito menos danosa à companhia, é o que ocorre em um acordo do tipo *standstill agreement*. Em uma situação como essa, um acionista com potencial para se tornar atacante concorda em limitar a sua posição acionária em troca de certos benefícios, como a indicação de um membro do Conselho de Administração, por exemplo.

No mais das vezes, esse tipo de acordo busca eliminar as chances de uma oferta hostil, enquanto que a companhia se prepara para recomprar as suas próprias ações das mãos desse acionista ou prepara outras táticas de defesa. Em suma, é um meio para se ganhar tempo e, por si só, não causa maiores danos à companhia e a seus acionistas. De fato, desde que não sejam utilizados os fundos sociais para

---

<sup>719</sup> SALOMÃO FILHO; RICHTER JR., 1993, op. cit., p. 73.

<sup>720</sup> Calixto Salomão Filho lembra que, em função da realidade econômica, o controlador é o administrador do patrimônio alheio por excelência. SALOMÃO FILHO, 2006a, op. cit., p. 170.



“convencer” o acionista a limitar a sua posição acionária, essa técnica não suscita maiores problemas de legitimidade, visto que se circunscreve a um acordo entre o controlador e o possível atacante, no qual aquele cede a esse um direito inteiramente seu e do qual legitimamente poderia dispor, como, por exemplo, o de indicar um membro do Conselho de Administração, em troca da manutenção do controle.

#### 6.26 Aquisições defensivas (*safe harbour*)

Outra classe de técnicas de defesa são as chamadas aquisições e alienações defensivas. Nas primeiras a companhia visada adquire uma outra companhia ou ativos que criem problemas concorrenciais ou regulatórios para o interessado, constituindo-se, assim, um “porto seguro” para a companhia visada<sup>721</sup>.

Graças à vedação constitucional de participação estrangeira no ramo da aviação civil, uma companhia nacional que opera no ramo do turismo pode escapar de uma oferta hostil lançada por uma companhia estrangeira, em tese, pela aquisição de uma pequena empresa aérea que opere o transporte de passageiros. Da mesma forma, pode ser utilizada igual proibição nos casos de atividades jornalísticas e de prestação de serviços de saúde, por exemplo.

Deve-se destacar que a aquisição de uma companhia que atua no mesmo mercado relevante do ofertante pode constituir uma defesa formidável, em face das dificuldades que este pode enfrentar perante as autoridades concorrenciais para aprovar a operação. No Brasil, a criação dessa ordem de empecilho pode ocorrer quando a união do atacante e do alvo resultar em uma participação de 20% de um mercado relevante (Art. 54, § 3º, da Lei n. 8.884/94).

Entretanto, as aquisições defensivas podem abrir demasiadamente o flanco da

---

<sup>721</sup> CLARK, 1986, op. cit., p. 572.

Administração para contestações legais, baseadas no desperdício dos fundos sociais, utilizados na compra de companhias desinteressantes e, eventualmente, por preços excessivos, em vista unicamente da manutenção do seu poder e empregados<sup>722</sup>. Como observa Clark, uma situação como essa é um convite para que os acionistas processem a Administração<sup>723</sup>.

#### 6.27 Alienações defensivas (*crown jewel defense*)

Para tentar se defender de uma oferta hostil, a companhia-alvo pode também empregar alienações defensivas, por meio das quais venha a vender alguns de seus ativos mais valiosos para terceiros amigáveis. Com efeito, em alguns casos, a oferta hostil pode almejar unicamente a tomada de um ativo específico, o qual, uma vez alienado, torna a aquisição totalmente desinteressante — é, pois, a alienação das “jóias da coroa” (*crow jewel defense*).

Uma mineradora, por exemplo, pode considerar estratégica a aquisição da Companhia Siderúrgica Nacional — CSN — não pelos negócios de siderurgia, mas por causa das enormes reservas de ferro que esta possui na mina Casa de Pedra. Uma vez que o controle sobre a produção da mina pode ser a motivação principal para a aquisição hostil, a alienação da mina para um terceiro faz do ataque um ato sem sentido — aqui, nada mais óbvio que o agressor desista da investida.

Da mesma forma, uma variação dessa técnica de defesa pode ser a celebração de um contrato que preveja a exploração de um determinado ativo de tal maneira que torne uma oferta hostil que vise à sua utilização desinteressante. Por exemplo, por contrato, toda a produção excedente de minério de ferro da Casa de Pedra não-utilizada pela CSN é vendida para a Companhia Vale do Rio Doce. Portanto, outras

---

<sup>722</sup> CLARK, 1986, op. cit., p. 572.

<sup>723</sup> CLARK, loc. cit.

mineradoras não se sentiriam atraídas a tentar tomar o controle da CSN por causa dessa mina, já que esse negócio já está “bloqueado” por contrato com um terceiro (*lock-up*).

Além disso, em um contexto de uma oferta hostil, pode a Administração da companhia outorgar uma opção de compra de um de seus principais ativos (*lock-up agreement*), como um campo de petróleo, por exemplo, para um *white knight*, que, por sua vez, garante contratualmente um tratamento melhor para a companhia do que o tratamento que seria dispensado pelo atacante<sup>724</sup>. Fazendo isso, pode ser que o ofertante não ache mais o alvo assim tão atraente<sup>725</sup>.

Quanto à legalidade dessa técnica de defesa, deve-se tecer alguns comentários: em primeiro lugar, de acordo com a advertência de Calixto Salomão Filho e Mário Stella Richter Júnior, uma alienação defensiva que implique virtualmente a alienação do próprio negócio da companhia deve ser considerada como alienação simulada do controle, a qual é passível de anulação por um minoritário, por exemplo<sup>726</sup>. Além disso, a alienação de um bem que diminua a capacidade produtiva da companhia e que prejudique o empreendimento não é compatível com o interesse social e com os deveres fiduciários de administradores e controladores.

Contudo, há situações em que a alienação defensiva é, sim, legítima. Como exemplificam Calixto Salomão Filho e Mário Stella Richter Júnior, se o bem visado não está diretamente relacionado ao negócio principal da companhia e há indícios de que o novo controlador procederá a um desvirtuamento da atividade social, visando apenas a seus próprios interesses, é possível a alienação desse bem a fim de tornar a tomada de controle desinteressante<sup>727</sup>.

---

<sup>724</sup> A opção de compra serve inclusive como incentivo para que o *white knight* entre na briga pelo controle da empresa, pois, se “perder a batalha”, ao menos terá um “prêmio de consolação”. O’KELLEY; THOMPSON, 2006, op. cit., p. 679.

<sup>725</sup> CLARK, 1986, op. cit., p. 573.

<sup>726</sup> SALOMÃO FILHO; RICHTER JR., 1993, op. cit., p. 74.

<sup>727</sup> SALOMÃO FILHO; RICHTER JR., loc. cit.

No Brasil, a eficácia dessa técnica de defesa, quando empregada de forma reativa, é limitada, uma vez que, como o atacante não pode revogar a oferta, como factível no Direito norte-americano, a tendência é que, com a perda do ativo estratégico, somente arrefeça o ímpeto do ataque e, assim, não haja uma melhora da oferta pelo incremento do preço — revogá-la, no entanto, não é postura que cabe ao ofertante.

O que o atacante pode fazer para se resguardar desse tipo de tática de defesa é condicionar a oferta à não-venda de nenhum ativo relevante da companhia-alvo — tal situação é, pois, plenamente possível. Com efeito, o caráter irrevogável da oferta pública significa que, após o seu registro, ela não pode deixar de ser realizada exclusivamente em virtude da vontade do ofertante, porém isso não impede que ele subordine a sua eficácia a acontecimentos futuros e incertos, que não dependam de sua vontade<sup>728</sup>. “A CVM já manifestou o entendimento de que não há incompatibilidade entre a irrevogabilidade da oferta e a existência de condições”<sup>729</sup>. A própria oferta da Sadia pela Perdigão estava condicionada à manutenção do capital social desta aos patamares em que se encontrava no período anterior à oferta<sup>730</sup>.

#### 6.28 Emissão de ações abaixo do preço de mercado (*whitemail*)

Acoçada por oferta hostil, a companhia-alvo pode emitir um substancial bloco de ações com preço inferior ao de mercado, quiçá abaixo do preço patrimonial do título. Se o mercado estiver pagando mais pelos papéis da companhia do que estes valem em relação ao seu preço patrimonial, a tendência é que investidores sejam atraídos pela oportunidade de pagar menos por algo que teoricamente vale mais e subscrevam o aumento de capital, fazendo da aquisição hostil um evento bem mais oneroso, pois o atacante deverá também adquirir essas ações.

<sup>728</sup> EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, 2008, op. cit., p. 554-555

<sup>729</sup> EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, loc. cit.

<sup>730</sup> Item 5.2.4 do Edital de Oferta Pública para Aquisição de Ações de Emissão da Perdigão S.A. por Conta e Ordem de Sadia S.A.

Essa tática, apesar de eficiente para repelir ofertas hostis, é verdadeiramente nociva à companhia, já que esta, ao perder a oportunidade de emitir ações a um preço mais vantajoso (pelo critério do valor econômico, por exemplo), deixa de receber recursos que poderiam ser utilizados no incremento de seus negócios. Além disso, o Art. 170, § 1º, da Lei das S.A., dispõe que o aumento de capital não pode ser feito às custas da diluição injustificada da participação dos antigos acionistas. O deságio só é permitido em função das condições de mercado (Art. 170, § 1º, III, da Lei das S.A.), como o caso de o valor patrimonial estar acima do valor de cotação em Bolsa, por exemplo (nesse caso, é permitida uma diluição justificada)<sup>731</sup>. Estando o valor de mercado acima do valor patrimonial, é injustificável a emissão de ações abaixo do valor patrimonial.

Dispõe a Lei que o preço de emissão deve considerar alternativa ou conjuntamente (Art. 170, § 1º) a perspectiva de rentabilidade da companhia (inc. I), o valor do patrimônio líquido da ação (inc. II) e a cotação em Bolsa de Valores das ações da companhia (inc. III), devendo ser escolhido o critério mais benéfico para a companhia. É, pois, a emissão abaixo do preço de mercado, às custas do fundo social e da diluição da participação dos acionistas, um meio de defesa de legalidade extremamente duvidosa, em face dos prejuízos que a sua utilização pode trazer à companhia e a seus acionistas.

Além disso, o § 7º, do Art. 170, da Lei das S.A., exige que os administradores demonstrem aos acionistas a vantagem da escolha de um ou de outro critério ou da sua utilização combinada, de forma que as manobras defensivas de administradores e controladores ficam bastante limitadas. Como salienta Modesto Carvalhosa, o objetivo é evitar a diluição injustificada da participação dos atuais acionistas<sup>732</sup>. Havendo manipulação fraudulenta dos critérios para a fixação do preço de emissão, respondem pelos prejuízos causados os administradores e os auditores encarregados pela sua elaboração.

---

<sup>731</sup> CARVALHOSA, 1998b, op. cit., p. 477.

<sup>732</sup> Ibid., p. 459.

## 6.29 Emissão de ações para um *white knight* (*leg-up*)

Uma outra alternativa seria, então, emitir um bloco de ações para um *white knight*, o que faria com que o atacante precisasse adquirir mais ações para tomar o controle da companhia do que havia inicialmente planejado. Além disso, se o *white knight* planeja lançar uma oferta concorrente, essa emissão de ações daria alguma vantagem ao defensor-concorrente na briga contra o *black knight*; ademais, caso a batalha seja perdida, esse bloco de ações serviria de prêmio de consolo<sup>733</sup>.

Entretanto, tal tática de defesa sofre limitações importantes no Direito brasileiro, porque a Lei das S.A. estipula que o direito de preferência nas companhias abertas de capital autorizado só pode ser afastado nas hipóteses dos incisos I e II, do Art. 172, isto é, (I) para a venda em Bolsa ou em subscrição pública ou (II) para a permuta por ações, em oferta de aquisição de controle. Nas companhias de capital “não-autorizado”, a situação é mais simples. Senão vejamos: como cabe à assembléia geral extraordinária deliberar sobre o aumento de capital, ela poderia decidir pela exclusão do direito de preferência, decisão que necessita contar apenas com o *quorum* de maioria dos presentes (do Art. 129); assim parece viável emitir ações para um “terceiro amigo” como tática de defesa quando a companhia tiver capital autorizado.

## 6.30 Acordo de acionistas

O acordo de acionistas é uma eficiente técnica contratual para obstruir as ofertas hostis. Mesmo em face da vedação legal de negociação em Bolsa das ações-objeto de acordo de acionistas (Art. 118, §4º, da Lei das S.A.)<sup>734</sup>, é possível a utilização dessa

---

<sup>733</sup> GEVURTZ, 2000, op. cit., p. 678.

<sup>734</sup> Art. 118. “Os acordos de acionistas, sobre a compra e venda de suas ações, sobre a preferência para adquiri-las, sobre o exercício do direito a voto, ou do poder de controle deverão ser observados pela

tática de defesa. Senão vejamos: uma companhia que possui ações negociadas em Bolsa, possivelmente, tem um determinado percentual das suas ações que não estão em circulação bursátil, mas sim nas mãos da família controladora. Desta forma, a celebração entre os membros desta família de um acordo que prevê o direito de preferência ente eles para a aquisição dessas ações que estão “fora da Bolsa” impede que um potencial atacante negocie em separado com alguns destes, para, posteriormente, já em poder de uma posição acionária que lhe dê mais segurança, lance ao mercado uma oferta hostil, na tentativa de buscar as ações que lhe faltam para controlar definitivamente a companhia.

Partindo do pressuposto de que a companhia possui mais de 50% do capital votante no mercado, pois do contrário faltaria o pressuposto básico para uma oferta hostil, a celebração de um acordo de acionistas não impede em definitivo uma tomada de controle agressiva; contudo, se o contrato compreende um grande percentual do capital votante, 30%, por exemplo, diminuem as chances de sucesso do atacante, porquanto uma grande quantidade de destinatárias da oferta deverá aceitá-la para que haja mudança no controle.

### 6.31 Sociedade *holding*

A criação de uma sociedade *holding* é uma outra forma para se consolidar o poder de controle de uma companhia e, portanto, uma eficiente técnica preventiva para se dificultar o sucesso de uma oferta hostil. Em outras palavras, se a companhia “X” tem 9 (nove) grandes acionistas, todos da mesma família, os quais, conjuntamente, possuem 45% do capital votante da mesma (cada um com 5%), enquanto que o restante do poder de voto se encontra pulverizado no mercado, a reunião daqueles em uma sociedade *holding* previne que um atacante negocie em separado com um ou com

---

companhia quando arquivados na sua sede. § 4º “As ações averbadas nos termos deste Artigo não poderão ser negociadas em Bolsa ou no mercado de balcão”.

mais membros da família a aquisição de sua posição acionária e, depois, já partindo de uma posição acionária confortável, parta para uma oferta hostil na tentativa de assumir o controle da companhia-alvo. Nesse caso, a sociedade *holding* presta-se como uma eficiente forma de organizar a minoria e torná-la coesa.

É claro que o atacante pode partir diretamente para o mercado e lançar a sua oferta hostil sobre os 55% do capital votante disponível, contudo a chance de sucesso é bem menor, porque praticamente todos os destinatários devem aceitar a proposta para que a investida tenha êxito. Além disso, deliberadamente desconsideramos a possibilidade de uma *holding* com mais de 50% do capital votante, visto que, nessa situação, a companhia-alvo simplesmente não teria o seu capital pulverizado e conseqüentemente não haveria como assumir o controle via mercado. Faltaria, pois, o pressuposto básico para o lançamento de uma oferta hostil.

### 6.32 Outras táticas de defesa

Até poucas décadas atrás, utilizar uma oferta hostil como mecanismo de aquisição de controle era tido quase que como uma falta de educação, algo como uma violação das regras de etiqueta empresarial<sup>735</sup>. Essa concepção, de certo modo, mudou radicalmente, de tal sorte que as cabeças pensantes desenvolveram os mais variados e sofisticados métodos para facilitar a tomada indesejada de controle. De outro lado, os estrategistas de defesa não mediram esforços quando o objetivo era repelir tais ataques.

O resultado dessa “corrida armamentista”, como já foi referido anteriormente, foi a criação de tantas táticas de defesa possivelmente empregadas por companhias visadas em contexto de oferta hostil, que, por razões das mais diversas ordens, a tarefa de expô-las exaustivamente se torna bastante inglória. Não bastasse isso, tal estudo é

---

<sup>735</sup> GEVURTZ, 2000, op. cit., p. 673.



de uma utilidade no mínimo duvidosa, tendo como único benefício indiscutível o fato de servir de base para o início de outros debates. Seguem, abaixo, algumas outras técnicas de defesa pesquisadas junto à jurisprudência e à doutrina norte-americana, as quais entendemos, por uma razão ou por outra, não serem merecedoras de um destaque maior na exposição anteriormente feita.

Na própria linha das táticas relacionadas ao direito de voto, em alguns Estados norte-americanos, é possível a existência de um dispositivo estatutário que requer dos novos acionistas um período de espera durante o qual as ações recém-adquiridas ficam ceifadas do direito de voto<sup>736</sup>. Esse *stay period* faz da aquisição do controle um evento mais moroso e, eventualmente, pode desestimular um potencial atacante<sup>737 738</sup>.

Outra possibilidade é a emissão de ações com direito de veto sobre determinadas deliberações estratégicas (*veto stock*). Nesse caso, mesmo adquirindo a maioria das ações no mercado, um ofertante ainda não teria o poder completo sobre os negócios sociais, o que pode ser bastante desestimulante, tendo em vista a existência de um ou mais acionistas com poder diferenciado sobre certas decisões, como a realização de uma fusão ou de outro tipo de reorganização societária<sup>739</sup>. No Brasil, o Art. 17, §7º, da Lei das S.A.<sup>740</sup> permite a criação de ações preferenciais de classe especial, de propriedade exclusiva de ente desestatizante, com direito de veto sobre determinadas deliberações da assembleia geral — são as chamadas *golden shares* e foram utilizadas, por exemplo, na privatização da Vale do Rio Doce<sup>741 742</sup>.

<sup>736</sup> GEVURTZ, 2000, op. cit., p. 675.

<sup>737</sup> GEVURTZ, loc. cit.

<sup>738</sup> Já em 1919, Rathenau, mas por outros motivos, destacava as virtudes do direito de voto condicionado em antigos estatutos à propriedade da ação por um período de mais de um mês (...). RATHENAU, 2002, op. cit., p. 210-211.

<sup>739</sup> CLARK, 1986, op. cit., p. 576.

<sup>740</sup> § 7º “Nas companhias objeto de desestatização poderá ser criada ação preferencial de classe especial, de propriedade exclusiva do ente desestatizante, à qual o estatuto social poderá conferir os poderes que especificar, inclusive o poder de veto às deliberações da assembleia geral nas matérias que especificar”.

<sup>741</sup> Para um estudo acerca das *golden shares*, ver: SALOMÃO FILHO, Calixto. Golden share: utilidades e limites. In: \_\_\_\_\_. **O novo Direito Societário**. 3. ed. São Paulo: Malheiros, 2006c.

<sup>742</sup> No caso da Embraer, a União Federal, detentora de *golden share*, tem a prerrogativa de rejeitar a OPA. Ver: SALLES DE TOLEDO, 2009, op. cit., p. 175.

Mexendo no estatuto, também se pode criar um dispositivo que limita o direito dos acionistas de convocar antecipadamente uma assembléia para substituir a Administração. O efeito dessa tática é, obviamente, o de atrasar a tomada efetiva de controle<sup>743</sup>.

Uma classe distinta de táticas de defesa propugna uma política de terra arrasada. Entre elas está a distribuição de dividendos, proveniente da assunção de dívidas, também conhecida por *leveraged recapitalization*. Consiste essa técnica na tomada de recursos significativos com instituições financeiras, a fim de distribuí-los em forma de lucro aos acionistas. De fato, o uso dessa técnica aumenta substancialmente o passivo, acaba com o dinheiro em caixa e elimina a capacidade de endividamento da companhia. Assim, os novos controladores deveriam enfrentar a situação de precisar administrar uma companhia sem capacidade de investimento, o que é bastante crítico, especialmente no ramo industrial<sup>744 745</sup>.

Com relação ao auxílio prestado pelas instituições financeiras para efetivar táticas de defesa, alguns chamam de *bankmail* uma técnica pela qual uma companhia potencialmente visada firma acordos com várias instituições financeiras, sobretudo com aquelas com quem trabalha, para que essas não forneçam capital para um ofertante em busca de tomar o seu controle. É uma forma, pois, de fazer “secar” os recursos à disposição de eventuais atacantes. Não se precisa gastar muita tinta para referir o quão pouco efetiva é essa tática de defesa.

---

<sup>743</sup> GEVURTZ, 2000, op. cit., p. 674.

<sup>744</sup> Por sua versatilidade, portanto, é uma das técnicas de defesa mais utilizadas nos Estados Unidos. Entretanto, um grande percentual de companhias que a adotam ainda assim sofrem uma tomada de controle, como observa Iam Giddy, da Universidade de Nova York. Disponível em: <<http://pages.stern.nyu.edu/~igiddy/levrecap.htm>>. Acesso em: 12 nov. 2008.

<sup>745</sup> No Brasil, afora qualquer questão que possa ser suscitada quanto à efetiva possibilidade de se distribuir dividendos oriundos da assunção de dívidas, já de início é bastante difícil conceber a utilização dessa prática em face das obrigações fiduciárias de controladores e administradores para com a companhia. Via de regra, não se pode proteger o poder de controle à custa da miséria financeira da companhia. Afora a situação em que o ofertante revela a intenção de efetivar uma manobra do tipo *asset stripping* — liquidação da companhia e venda fracionada dos ativos da mesma —, não há como reconhecer a *leveraged recapitalization* alinhada com o interesse social, tampouco com os deveres atribuídos aos administradores e controladores — só mesmo para escapar de uma manobra do atacante ainda mais prejudicial à companhia.

Uma alternativa ao *white knight* anteriormente estudada é a venda de ações para o plano de pensão dos funcionários, patrocinado pela empresa<sup>746</sup>. Se os *trustees* do plano de pensão estiverem alinhados aos interesses da companhia, isso pode ser uma boa idéia, pois essa emissão de ações pode dificultar a tarefa do ofertante de adquirir ações suficientes para tomar o controle da companhia<sup>747</sup>.

---

<sup>746</sup> CLARK, 1986, op. cit., p. 573.

<sup>747</sup> CLARK, loc. cit.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

O mercado de capitais funciona como uma das principais engrenagens da máquina econômica de uma nação desenvolvida. O Brasil, desde a última virada de século, vem, por uma série de fatores, experimentando um progresso contínuo neste setor da atividade econômica, algo talvez sem paralelos na História de nosso País.

O estouro da bolha especulativa no mercado imobiliário e que se alastrou pelo setor financeiro — trazendo, com ela, a quebra de alguns dos ícones do capitalismo norte-americano como bancos de investimento de *Wall Street* e a inédita intervenção coordenada dos governos das principais nações industrializadas a um custo que superará o montante de 2 (dois) trilhões de dólares — já reflete pesadamente em nossa Bolsa de Valores, a qual era irrigada, em grande parte, justamente pelo capital estrangeiro, responsável por aproximadamente 70% dos recursos aportados nas ofertas públicas realizadas entre os anos de 2004 e 2007, e que agora deve ser repatriado para cobrir os “buracos” deixados pela crise.

No entanto, apesar de não se saber com exatidão qual será a extensão da atual crise e por quanto tempo perdurarão os seus efeitos, é certo que a evolução experimentada pelo nosso mercado de capitais não foi efêmera. Um dos principais reflexos deste progresso, a gradativa mudança no perfil de elevada concentração acionária de nossas companhias, pode até andar mais lentamente por algum tempo em face das conseqüências que advirão da crise, porém seguirá, inexoravelmente, ainda que desacompanhado da euforia de outrora, a marcha rumo a uma maior disseminação das companhias de capital pulverizado.

A desconcentração acionária é positiva por vários motivos, entre eles o da maior capitalização dos empreendimentos de grande porte e o da democratização da riqueza advinda dos mesmos. Nesse processo de desenvolvimento, podem cumprir papel de destaque as técnicas de defesa contra oferta hostil como forma de encorajar os

fundadores das companhias a quebrar os blocos de controle e, assim, suscitar o surgimento de mais empresas de capital pulverizado.

Nesse desejável cenário, aumentará a importância do estudo das questões relacionadas ao papel da Administração e do controlador das companhias em contexto de oferta hostil. Pensamos, no entanto, que o arcabouço legislativo brasileiro é plenamente capaz de regular a conduta desses agentes.

Com efeito, os diversos deveres atribuídos aos administradores e aos controladores das companhias pela Lei das S.A., os quais muito se aproximam daqueles erigidos pelos tribunais e, mais recentemente, pela legislação norte-americana, parecem fornecer os subsídios necessários para tanto. Neste sentido, o estudo da jurisprudência e da legislação comparada podem fornecer interessantes subsídios para os intérpretes nacionais. Além disso, a legislação complementar, sobretudo a Instrução CVM 361, parece trazer regras capazes de tutelar os interesses não só dos acionistas mas também do mercado como um todo. Resta aberta, entretanto, a questão sobre qual será o grau de deferência que o intérprete dará à Administração das companhias quando da adoção de medidas de defesa, por exemplo. Vale lembrar, a respeito disso, que o Art. 159, §6º, da Lei das S.A. consagra norma muito próxima à *business judgment rule* norte-americana, regra que ainda carece de uma maior interpretação jurisprudencial em nosso País.

Quanto ao interesse social como instrumento para tutelar os interesses das partes envolvidas, consignamos que aí há uma boa dose de discricionariedade para aquele que estiver analisando as condutas eventualmente empreendidas por administradores e por controladores. Dependerá muito, isto parece claro, do modelo de orientação sobre a função social das companhias adotado pelo intérprete. Quanto mais “institucionalista” ele for, mais liberdade dará à Administração para repelir uma oferta hostil quando essa for potencialmente negativa ao interesse dos trabalhadores, por exemplo. No sentido oposto, o intérprete tende a dar maior deferência ao interesse dos acionistas, mesmo quando isso cause um pretense dano aos grupos que gravitam em

torno da companhia, se a sua concepção de interesse social estiver próxima ao contratualismo (ou *shareholder-oriented model* da doutrina norte-americana). Sobre isso, buscamos, ao longo do presente trabalho, trazer uma contribuição quando lançamos mão de nossa opinião acerca do interesse social, sem prejuízo da exposição de parte da extensa doutrina já existente sobre o assunto, em boa medida com posicionamento diverso do nosso.

Vale ainda referir que as principais questões relacionadas à conduta da Administração e dos controladores em contexto de oferta hostil devem acabar sendo resolvidas por meio de arbitragem, mais especificamente pela Câmara do Novo Mercado da Bovespa, pois as companhias com capital pulverizado, justamente aquelas que estão sujeitas a uma tomada hostil de controle, estão listadas nesse segmento especial, o qual prevê a arbitragem como mecanismo de solução de controvérsias societárias. Deste modo, cumpre referir que os estatutos das companhias que ingressam no novo mercado devem ser reformados para prever a resolução de controvérsias por meio de arbitragem (através de cláusula compromissória), o que é possível em face do disposto no Art. 109, § 3º, da Lei das S.A.: § 3º “O estatuto da sociedade pode estabelecer que as divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, poderão ser solucionadas mediante arbitragem, nos termos em que especificar”.

Tal previsão deve garantir uma maior qualidade técnica às decisões que envolverão essas questões, fato que deve ser comemorado, tendo em vista a percepção geral de que as nossas Cortes não possuem preparo específico para o trato das questões societárias mais complexas. Em aberta fica a possibilidade de um dos grupos que gravitam em torno da companhia buscar uma reparação judicial por eventuais danos sofridos, como o caso de trabalhadores demitidos em uma liquidação de companhia próspera. Nessas hipóteses, à Justiça Comum caberá a interpretação das normas que regulam a conduta dos controladores assim como a ela caberá a análise da conduta de administradores que fizerem uso de táticas de defesa ruinsas e que causem danos às classes afetadas.

Foi justamente pensando em todas essas questões intrincadas que desenvolvemos a presente pesquisa. Oxalá ela possa fornecer alguns elementos que possam ajudar nos estudos daqueles que daqui para frente se debruçarão sobre a matéria. Se isso acontecer, teremos atingido o nosso objetivo.

## BIBLIOGRAFIA

APRIGLIANO, Ricardo de Carvalho. Insider trading. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, Nova Série, ano 36, n. 109, p. 173-182, jan. / mar. 1998.

AKERLOF, George. The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism. **Quarterly Journal of Economics**, 84 (1970): 488-500.

ASCARELLI, Tullio. **Corso di Diritto Commerciale**: introduzione e teoria dell'impresa. 3. ed.. Milano: Dott. A. Giuffrè Editore, 1962.

\_\_\_\_\_. **Panorama do Direito Comercial**. São Paulo: Saraiva, 1947.

\_\_\_\_\_. **Problemas das sociedades anônimas e Direito Comparado**. São Paulo: Saraiva, 1945.

BAKER, Raymond W. **Capitalism's achilles heel**: dirty money and how to renew the free-market system. New Jersey: John Wiley & Sons, 2005.

BARBI, Celso. **Acordo de acionistas**. Belo Horizonte: Del Rey, 1993.

BEBCHUK, Lucian A. The pressure to tender: an analysis and a proposed remedy. **Delaware Journal of Corporate Law**, v. 12, p. 911-949, 1987.

\_\_\_\_\_. The case for facilitating competing tender offers: a reply and extension. In: ROMANO, Roberta. **Foundations of corporate law**. New York: Oxford University Press, 1993.

BENY, Laura. **Do insider trading laws matter? Some preliminary comparative evidence**. William Davidson Institute working paper n. 741, January of 2005. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=623481](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=623481)>. Acesso em: 20 fev. 2008.



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

BLACK, Bernard. Overpayment in takeovers: manager ignorance and the winner's curse. In: O'KELLEY, Charles R. T.; THOMPSON, Robert B. **Corporations and other business associations**. 5. ed. New York: Aspen Publishers, 2006.

BURNS, Edward McNail. **História da civilização ocidental**. v. 2. 20 ed. Porto Alegre: Globo, 1977.

BULGARELLI, Waldirio. **Manual das sociedades anônimas**. 8. ed. São Paulo: Atlas, 1996.

\_\_\_\_\_. **Regime jurídico da proteção às minorias**. Rio de Janeiro: Renovar, 1988.

BYRNE, John A. **Jack definitivo**. Trad. de Afonso Celso da Cunha Serra. Rio de Janeiro: Campos, 2001.

CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. **Tratado de Direito Comercial**. v. 1. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1945.

CARVALHOSA, Modesto. As poison pills estatutárias na prática brasileira – alguns aspectos de sua legalidade. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos de. (coord.). **Direito Societário: desafios atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

\_\_\_\_\_. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**. v. 1. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2000.

\_\_\_\_\_. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**. v. 2. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 1998a.

\_\_\_\_\_. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**. v. 3. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 1998b.

\_\_\_\_\_. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**. v. 4. t. 1. 2. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 1999.

\_\_\_\_\_. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**. v. 4. t. 2. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 1998c.

\_\_\_\_\_. **Oferta pública de aquisição de ações**. Dissertação (concurso para o provimento do cargo de Professor Titular de Direito Comercial). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 1978.

CHEESEMAN, Henry R. **Business law: ethical, international & e-commerce environment**. 4. ed. New Jersey: Prentice Hall, 2001.

CLARK, Robert. **Corporate law**. Boston: Little Brown and Company, 1986.

COELHO, Fábio Ulhoa. Profissão: minoritário. In: MONTEIRO DE CASTRO, Rodrigo R.; ARAGÃO, Leandro Santos de (orgs.). **Sociedade anônima – 30 anos da Lei n. 6.404/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2007. p. 146-155.

COFFEE JR., John C. Regulating the market for corporate control: a critical assessment of tender offer's role in corporate governance. **Columbia Law Review**, New York, p. 1145 ss, 1984.

COMPARATO, Fábio Konder. Restrições à circulação de ações em companhia fechada: "*nova et vetera*". **Revista de Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, Nova Série, ano 28, n. 36, p. 65-76, out. /dez. 1979.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005.

COSTA, Philomeno Joaquim da. **Anotações às companhias**. v. 1. Arts. 1º a 27. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1980.

COUTO E SILVA, Clóvis Veríssimo do. **A obrigação como processo**. Rio de Janeiro: Editora Fundação Getúlio Vargas, 2007.

\_\_\_\_\_. O princípio da boa-fé no Direito brasileiro e português. In: FRADERA, Véra Jacob de. **O Direito Privado brasileiro na visão de Clóvis do Couto e Silva**. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 1997.

DAVID, René. **Os grandes sistemas do Direito contemporâneo**. 4. ed. São Paulo: Martins Fontes, 2002.

EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. **The economic structure of corporate law**. Cambridge: Harvard University Press, 1996.

\_\_\_\_\_. The proper role of a target's management in responding to a tender offer. In: ROMANO, Roberta. **Foundations of corporate law**. New York: Oxford University Press, 1993.

EISENBERG, Melvin A. **Corporations and other business organizations**. New York: Foundation Press, 2000.

EIZIRIK, Nelson. "Insider trading" e a responsabilidade de administrador de companhia aberta. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, Nova Série, ano 22, n. 50, p. 42-56, abr. / jun. 1983.

\_\_\_\_\_. O mito do "controle gerencial" – alguns dados empíricos. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, Nova Série, ano 23, n. 66, p. 103-106, abr. / jun. 1987.

\_\_\_\_\_. **Temas de Direito Societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais** – regime jurídico. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

ESTRELLA, Hernani. **Curso de Direito Comercial**. Rio de Janeiro: José Konfino, 1973.

FABIAN, Cristoph. **Fidúcia** – uma análise dos negócios fiduciários a partir de suas relações externas. Tese (Doutorado em Direito). Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2005.

FAMA, Eugene. Efficient capital markets: a review of theory and empirical Work. **The Journal of Finance**, v. 25, n. 2, p. 383-417, may. 1970.

FERBER, Kenneth S. **Corporation law**. New Jersey: Prentice Hall, 2002.

FERREIRA, Waldemar. **Tratado das sociedades mercantis**. v. 1. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1952.

\_\_\_\_\_. **Tratado de Direito Comercial**. v. 1. São Paulo: Saraiva, 1960.

\_\_\_\_\_. **Tratado de Direito Comercial**. v. 4. São Paulo: Saraiva, 1961.

FORGIONI, Paula A. **Contrato de distribuição**. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2008a.

\_\_\_\_\_. **Fundamentos do antitruste**. 3. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2008b.

\_\_\_\_\_. Interpretação dos negócios empresariais. In: FERNANDES, Wanderley (coord.). **Fundamentos e princípios dos contratos empresariais**. São Paulo: Saraiva, 2007.

FRADERA, Véra Maria Jacob de. A boa-fé objetiva: uma noção comum no Direito alemão, brasileiro e japonês de contrato. In: ÁVILA, Humberto (org.). **Fundamentos do Estado de Direito**: estudos em homenagem ao Professor Almiro do Couto e Silva. São Paulo: Malheiros, 2005.

GALBRAITH, John Kenneth. **O novo Estado industrial**. Trad. de Leônidas Gontijo de Carvalho. 3. ed. São Paulo: Nova Cultural, 1988.

GALGANO, Francesco. **Lex mercatoria**. Bologna: Il Mulino, 2001.

\_\_\_\_\_. **Storia del Diritto Commerciale**. 2. ed. Bologna: Il Mulino, 1980.

GARRIGUES, Joaquín. **Problemas atuais das sociedades anônimas**. Porto Alegre: Sérgio Antônio Fabris Editor, 1982.

GEVURTZ, Franklin. **Corporation law**. St. Paul, Minn: West Group, 2000.

GILSON, Ronald J. Seeking competitive bids versus pure passivity in tender offer defense. In: ROMANO, Roberta. **Foundations of corporate law**. New York: Oxford University Press, 1993.

GOLDSCHMIDT, Levin. **Storia universale del Diritto Commerciale**. 2. ed. Torino: Unione Tipografico-Editrice Torinese, 1913.

GOWER, L. C. B. **The principles of modern company law**. London: Stevens & Sons, 1969.

GREGÓRIO, Danilo. **Novas posologias**. *Revista Capital Aberto*, São Paulo, n. 54, ano 5, p. 21 ss, fev. 2008.

GROSS, Daniel. **As maiores histórias do mundo dos negócios**. Trad. de Pedro Maia Soares. São Paulo: Companhia das Letras, 1997.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sociedade anônima: poder e dominação. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, Nova Série, ano 23, n. 53, p. 73-80, jan. / mar. 1984.

HAMILTON, Robert W. **The law of corporations**. 5. ed. Saint Paul: West Group, 2000.

HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. **The end of history for corporate law**. (January 2000). Yale Law School Working Paper No. 235; NYU Working Paper No. 013; Harvard Law School Discussion Paper No. 280; Yale SOM Working Paper No. ICF - 00-09. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=204528> or DOI: 10.2139/ssrn.204528. , p. 9-11>. Acesso em: 12 nov. 2008

HENN, Harry G.; ALEXANDER, John R. **Laws of corporations and other business enterprises**. 3. ed. St. Paul: West Group, 1983.

HUNT, E. K.; SHERMAN, Howard. **História do pensamento econômico**. Trad. de Jaime Larry Benchimol. 3. ed. Petrópolis: Editora Vozes, 1982.

JAEGER, Pier Giusto. Interesse sociale rivisitato (quarant' anni dopo). **Giurisprudenza Commerciale**, n. 1, p. 795-812, 2000.

JENSEN, Michael; RUBACK, Richard. The market for corporate control: the scientific evidence. In: ROMANO, Roberta. **Foundations of corporate law**. New York: Oxford University Press, 1993.

KRAAKMAN, Reinier. Taking discounts seriously: the implications of "discounted share prices as an acquisition motive". **Columbia Law Review**, New York, 88, p. 891 ss, 1988.

KRUGMAN, Paul; WELLS, Robin. **Introdução à Economia**. Trad. de Helga Hoffmann. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ DE SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. **Corporate ownership around the world**. Harvard Institute of Economic Research Paper No. 1840, 1998. Disponível em: <<http://ddrn.com/abstract=103130>>. Acesso em: 20 fev. 2008.

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

LARENZ, Karl. **Derecho de Obligaciones**. t. 1. Trad. de Jaime Santos Briz. Madrid: Editorial Revista de Derecho Privado, 1958.

LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel. **Fundamentals of securities regulation**. 5. ed. New York: Aspen Publishers, 2004.

MACEDO, Ricardo Ferreira. **Controle não-societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 2004.

MARTINS-COSTA, Judith H. **A boa-fé no Direito Privado**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2000.

\_\_\_\_\_. **Boa-fé objetiva e responsabilidade dos administradores**. Inédito.

\_\_\_\_\_. **Machado, a sociedade anônima e a modernidade impossível**. Inédito.

\_\_\_\_\_. **Sociedades anônimas:** deveres dos administradores. Palestra proferida no dia 03 de março de 2008. Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRGS. Curso de Especialização em Direito Empresarial.

MARTINS-COSTA, Judith H.; BRANCO, Gerson. **Diretrizes teóricas do novo Código Civil brasileiro.** São Paulo: Saraiva, 2002.

MARTINS COSTA, Luiz Felipe Duarte. **Contribuição ao estudo da responsabilidade civil dos administradores de companhias abertas.** 2006. 250f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006.

MCGEEVER, Elisabeth M.; ANDERSEN, Eric M. **Responding to hostile takeovers.** Material disponível no *site* da American Law Institute: < [http://files.aliaba.org/thumbs/datastorage/lacidoirep/articles/CMJ\\_CMJ0602McGEEVER\\_thumb.pdf](http://files.aliaba.org/thumbs/datastorage/lacidoirep/articles/CMJ_CMJ0602McGEEVER_thumb.pdf)>. Acesso em 12 nov. 2008.

MENEZES CORDEIRO, António Manuel da Rocha. **Da boa-fé no Direito Civil.** Coimbra: Livraria Almedina, 2001.

MICKLETHWAIT, John; WOOLDRIDGE, Adrian. **A Companhia:** breve história de uma idéia revolucionária. Trad. de S. Duarte. Rio de Janeiro: Objetiva, 2003.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Empresa contemporânea e Direito Societário.** São Paulo: Juarez de Oliveira, 2002.

MOURA AZEVEDO, Luís André N. A oferta pública para a aquisição de controle sob a perspectiva da companhia aberta ofertante. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos de. (coord.). **Direito Societário:** desafios atuais. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. A utilização desleal de informações privilegiadas – insider trading – no Brasil e nos Estados Unidos. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, Nova Série, ano 16, n. 34, p. 31-51, abr. / jun. 1979.

NAVARRINI, Umberto; FAGGELLA, Gabriele. **Das sociedades e das associações comerciais.** Rio de Janeiro: José Konfino Editor, 1950.

NOVAES FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e. **Assembléia geral**: conflito de interesses. Palestra proferida na Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRGS, em 10 de dezembro de 2007, no âmbito da 2ª edição do Curso de Especialização de Direito Empresarial.

\_\_\_\_\_. **Conflito de interesses nas assembleias de S.A.** São Paulo: Malheiros, 1993.

NUSDEO, Fábio. **Curso de Economia** – introdução ao Direito Econômico. 5. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2008.

O’KELLEY, Charles R. T.; THOMPSON, Robert B. **Corporations and other business associations**. 5. ed. New York: Aspen Publishers, 2006.

PAREDES, Troy A. **The firm and the nature of control**: toward a theory of takeover law. (October 16, 2003). Washington University School of Law Working Paper n. 03-10-03. Disponível em SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=507762>>. Acesso em 03. out. 2008.

PARENTE, Flávia. **O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

PARENTE, Norma Jonssen. **Aspectos jurídicos do insider trading**. Superintendência Jurídica da CVM, junho de 1978.

PARGENDLER, Mariana. **Modes of gap filling**: good faith and fiduciary duties reconsidered. Tulane Law Review, v. 82, 2008. Disponível em SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=1008400>, p. 04>. Acesso em 14 nov. 2008.

POSNER, Richard. **Economic analysis of law**. 6. ed. New York: Aspen Publishers, 2003.

POSSAS, Mário Luiz; FAGUNDES, Jorge; PONDÉ, João Luiz. **Política antitruste**: um enfoque schumpeteriano. Disponível em <[http://www.ie.ufrj.br/grc/docs/politica\\_antitruste\\_um\\_enfoque\\_schumpeteriano.doc](http://www.ie.ufrj.br/grc/docs/politica_antitruste_um_enfoque_schumpeteriano.doc)>. Acesso em: 19 fev. 2008.

PRADO, Roberta Nioac. **Oferta pública de ações obrigatória nas S.A.** – tag along. São Paulo: Quartier Latin, 2005.



RATHENAU, Walther. Do sistema acionário – uma análise negocial. Trad. e introd. de Nilson Lautenschleger Jr. Reprodução do texto clássico. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, Nova Série, ano 41, n. 128, p. 199-223, out. / dez. 2002.

REALE, Miguel. **Filosofia do Direito**. 20. ed. São Paulo: Saraiva, 2002.

REHME, Paul. **Historia universal del Derecho Mercantil**. Trad. de E. Gómez Orbaneja. Madrid: Editorial Revista de Derecho Privado, 1941.

RIPERT, Georges. **Aspectos jurídicos do capitalismo moderno**. São Paulo: Freitas Bastos, 1947.

ROLL, Richard. The hubris hypothesis of corporate takeover. In: ROMANO, Roberta. **Foundations of corporate law**. New York: Oxford University Press, 1993.

ROMANO, Roberta. **Foundations of corporate law**. New York: Oxford University Press, 1993.

SALLES DE TOLEDO, Paulo Fernando Campos. **O Conselho de Administração na sociedade anônima**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

\_\_\_\_\_. Poison pill: modismo ou solução? In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos de. (coord.). **Direito Societário: desafios atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo Direito Societário**. 3. ed. São Paulo: Malheiros, 2006a.

\_\_\_\_\_. Alienação de controle: o vaivém da disciplina e seus problemas. In: \_\_\_\_\_. **O novo Direito Societário**. 3. ed. São Paulo: Malheiros, 2006b.

\_\_\_\_\_. **Sociedade unipessoal**. São Paulo: Malheiros, 1995.

SALOMÃO FILHO, Calixto; RICHTER JR., Mário Stella. Interesse social e poderes dos administradores na alienação de controle. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, Nova Série, ano 32, n. 89, p. 65-78, jan. / mar. 1993.

SALOMÃO NETO, Eduardo. Brazilian poison pills: rare but legitimate. **International Financial Law Review**, v. 9, n. 2, fev. 1992.

\_\_\_\_\_. **O trust e o Direito brasileiro**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1996.

SHIGUEMATSU, Plínio J. L. Mecanismos de proteção e estratégias de defesa em tomadas hostis de controle. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos de. (coord.). **Direito Societário: desafios atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

SILVA, Jorge Cesa Ferreira da. **A boa-fé e a violação positiva do contrato**. São Paulo: Renovar, 2007.

SZTERLING, Fernando. **A função social da empresa no Direito Societário**. Dissertação (Mestrado em Direito). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, Alexandre Tavares. **Das sociedades anônimas no Direito brasileiro**. v. 1. São Paulo: Livraria e Editora José Bushatsky, 1979.

VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedades anônimas**. Rio de Janeiro: Borsoi & Cia, 1937.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de Direito Comercial**. v. 1. São Paulo: Malheiros, 2006a.

\_\_\_\_\_. **Curso de Direito Comercial**. v. 2. São Paulo: Malheiros, 2006b.

WISE, David A.; MALSEED, Mark. **Google: a história do negócio de mídia e tecnologia de maior sucesso dos nossos tempos**. Trad. de Gabriel Fróes. Rio de Janeiro: Rocco, 2007.

VIVANTE, Cesare. **Trattato di Diritto Commerciale**. v. 1. Torino: Fratelli Bocca Editori, 1902.

VON ADAMEK, Marcelo Vieira. **Responsabilidade civil dos administradores de S/A**. Dissertação. (Mestrado em Direito). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006.

WEBER, Max. **A gênese do capitalismo moderno**. Trad. de Rainer Domschke. São Paulo: Ática, 2006.

\_\_\_\_\_. **The History of commercial partnerships in the middle ages**. Trad. e intr. de Lutz Kaelber. Lanham: Rowman & Littlefield, 2003.

WITZ, Claude. **La fiducie en Droit Prive français**. Paris: Economica, 1981.

YAZBEK, Otávio. **Regulação do mercado financeiro e de capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

ZANINI, Carlos Klein. A doutrina dos "*fiduciary duties*" no Direito norte-americano e a tutela das sociedades e acionistas minoritários frente aos administradores das sociedades anônimas. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, Nova Série, ano 36, n. 109, p. 137-149, jan. / mar. 1998.

\_\_\_\_\_. **A boa-fé objetiva e os deveres fiduciários de administradores de S.A.** Palestra proferida no dia 07 de maio de 2008. Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRGS. Curso de Especialização em Direito Empresarial.