



PUC

DEPARTAMENTO DE DIREITO

**Conflito de Interesses dos Administradores em
Tentativas de Aquisição Hostil: Uma Análise
Comparativa entre Brasil, Delaware, Reino Unido e
União Europeia**

por

João Zanine Barroso

ORIENTADORA: Norma Jonssen Parente

2016.2

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

RUA MARQUÊS DE SÃO VICENTE, 225 - CEP 22453-900

RIO DE JANEIRO - BRASIL

Conflito de Interesses dos Administradores em Tentativas de Aquisição Hostil: Uma Análise Comparativa entre Brasil, Delaware, Reino Unido e União Europeia

por

João Zanine Barroso

Monografia apresentada ao Departamento de Direito da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio) para a obtenção do Título de Bacharel em Direito.

Orientadora: Norma Jonssen Parente

2016.2

“The directors of such companies, however, being the managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own.”

(WN V.i.e.18: 741)

-Adam Smith

AGRADECIMENTOS

O presente trabalho representa o término de uma importante etapa cuja conclusão somente foi possível porque pude contar com o apoio e a colaboração de pessoas importantes.

Em primeiro lugar, não poderia deixar de agradecer àqueles que com muito esforço e sacrifício tornaram tudo isso possível: meus pais, Jorge e Déa. Obrigado por todo amor e carinho. Agradeço também ao meu irmão, Joaquim Pedro, cuja generosidade e inteligência somente são superadas pela vocação para o ócio.

À Manuela, dona de um sorriso contagiante e de um coração do tamanho do mundo. Obrigado por todo amor e compreensão nos longos fins de semana de elaboração deste trabalho.

À Professora Norma Parente minha eterna gratidão por ensinar a nunca abrir mão de minhas convicções, pelas agradáveis tardes de domingo e pelo carinho nos últimos períodos de faculdade.

Agradeço também aos grandes amigos Higor Biana pelas incontáveis lições e amizade incondicional e Evandro Sússekind pelas manhãs de sábado no canto esquerdo de Grumarí (cada vez mais raras).

Aos eternos companheiros da saudosa Contra Corrente, por terem proporcionados os melhores anos de faculdade e por ensinar a não fugir à luta mesmo que tudo pareça perdido. Não nos afastemos.

Por fim, meus sinceros agradecimentos à Mariana Rezende por todo o carinho e paciência (não foi pouca) e aos eternos Paulo Penna, Daniela Bessone e Manoel Vargas pelos valores éticos e pelo valioso aprendizado no período em que tive o privilégio de fazer parte da família Lobo&Ibeas.

Resumo

BARROSO, João Zanine. Conflito de Interesses dos Administradores em Tentativas de Aquisição Hostil: Uma Análise Comparativa entre Brasil, Delaware, Reino Unido e União Europeia – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro: Rio de Janeiro, 2016.

O presente trabalho tem por objetivo promover uma reflexão acerca do conflito de interesses dos administradores em tentativas de tomada hostil de controle, através da análise comparativa entre os principais modelos adotados sobre o tema. O presente trabalho é dividido em três partes principais. Em primeiro lugar serão tecidas breves considerações sobre os interesses envolvidos em uma tentativa de tomada hostil de controle. Em seguida, proceder-se-á a uma análise comparativa entre a abordagem do tema sob a ótica do estado de Delaware, da União Europeia, do Reino Unido e do Brasil. Por fim, serão apresentadas as peculiaridades que envolvem a adoção das principais medidas defensivas utilizadas por companhias abertas.

Palavras Chave: Direito Societário – Mercado de Capitais – Oferta Pública de Aquisições – *Business Judgment Rule* – *Enhanced Scrutiny* – Dever de Diligência – Dever de Lealdade – Conflito de Interesses – Delaware – União Europeia – Reino Unido – *Poison Pill* – Tomada de Controle – Comissão de Valores Mobiliários.

Sumário

1	O Mercado de Controle Corporativo e a Aquisição Originária de	
Controle	6	
2	Os Diferentes Interesses Envolvidos na Aquisição Hostil	10
2.1	Os Interesses dos Administradores da Empresa Ofertante	10
2.2	Os Interesses dos Acionistas da Empresa Ofertante	13
2.3	Os Interesses dos Acionistas da Empresa-Alvo	13
2.4	Os Interesses dos Administradores da Empresa-Alvo	15
3	Conflito de Interesses dos Administradores em Tomadas Hostis	18
3.1	A Jurisprudência de Delaware e o <i>Enhanced Scrutiny Test</i>.....	20
3.1.1	<i>Business Judgment Rule</i> e a Revisão Judicial das Decisões	
Negociais	22	
3.1.2	A Evolução do <i>Enhanced Scrutiny Test</i>	24
3.1.2.1	Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.	25
i.	Os Fatos	26
ii.	A Decisão da Suprema Corte de Delaware.....	31
iii.	O Unocal Test	36
3.1.2.2	Revlon, Inc. v. MacAndrews &Forbes Holdings, Inc.	37
i.	Os Fatos	37
ii.	A Decisão da Suprema Corte de Delaware.....	45
iii.	Os “Revlon Duties”	50
3.2	A Diretiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho da	
União Europeia e a Tentativa de Harmonização nos Estados Membros	51	
3.2.1	Breve Histórico	53
3.2.2	Estrutura da Diretiva 2004/25/CE	58
3.2.3	Âmbito e Aplicação.....	59
3.2.4	Oferta Pública Compulsória.....	60
3.2.5	Board Neutrality Rule	64
3.2.5.1	Críticas à BNR	68
3.2.6	Breakthrough Rule.....	71
3.2.7	Regime Facultativo	74
3.2.7.1	A regra de Reciprocidade	77
3.3	O City Code on Takeovers and Mergers e a Experiência Inglesa	79
3.3.1	O City Code e o Takeover Panel	79

3.3.2	Non-Frustration Rule	83
3.3.3	Neutralidade na Promoção de Ofertas Públicas	85
3.3.4	Dispensa da Breakthrough Rule	86
3.4	O Tratamento Medidas Defensivas no Brasil	88
3.4.1	O Dever de Diligência dos Administradores em Tentativas de Aquisição Hostil	89
3.4.2	O Dever de Lealdade dos Administradores em Tentativas de Aquisição Hostil	93
3.4.3	O Conflito de Interesses dos Administradores em Tentativas de Aquisição Hostil	95
3.4.4	O Caso HRT	98
3.4.5	O Caso GPC	103
4	Algumas Medidas Defensivas contra Tomadas de Controle.....	106
4.1	Medidas Defensivas Pré-Oferta.....	108
4.1.1	Supermajority Rule	110
4.1.2	Voting Cap	114
4.1.3	Poison Pills.....	118
4.1.3.1.	Primeira Geração (“Flip-in Rights”)	118
4.1.3.2	Segunda Geração (“Flip-over”)	119
4.1.3.3	Brazilian Pills – Poison Pill à Brasileira	120
4.1.3.3.1	O parecer de Orientação CVM nº 36/09	121
4.1.4	Staggered Board – Conselho “Escalonado”	123
4.1.5	Golden Parachute	124
4.2	Medidas Defensivas Pós-Oferta	127
4.2.1	Greenmail	128
4.2.2	White Knight.....	133
4.2.3	White Squire.....	136
4.2.4	Sale of Crown Jewel.....	137
4.2.5	Pac-Man.....	138
4.2.6	People Pill	139
4.2.7	Safe Harbour.....	140
4.2.8	Macaroni.....	141
4.2.9	Just Say No.....	142
5	Conclusão.....	142

1 O Mercado de Controle Corporativo e a Aquisição Originária de Controle

O mercado de controle corporativo é uma das ferramentas mais importantes do mercado de capitais.

Através dele, é possível que companhias abertas cuja administração se mostre ineficiente consigam tomar novos rumos sob a batuta de um novo controlador e que acionistas controladores interessados em se desfazer do controle de determinada sociedade consigam liquidar seu ativo sem precisar aliená-lo de maneira fracionada no mercado, nem proceder à liquidação do próprio empreendimento.

Os motivos que levam um investidor a adquirir o controle acionário de determinada companhia são os mais variáveis.

Dentre os mais comuns, podem ser citados as possíveis sinergias criadas com a combinação de operações da empresa adquirente e da empresa alienada, os benefícios privados do controle, a subvalorização da cotação das ações da empresa-alvo e até a eliminação de ameaças concorrenciais.

O Controle acionário de uma sociedade anônima pode ser adquirido de duas formas distintas: (i) a título derivado; ou (ii) a título originário.

São consideradas derivadas as aquisições de controle nas quais determinado investidor se torna o novo controlador de uma companhia através da aquisição do bloco de ações que, reunidas, garantiam o controle acionário ao(s) acionista(s) alienante(s).

Em outras palavras, será derivada a aquisição na qual o antigo controlador figure como alienante.

Já as aquisições originárias decorrem da formação de um novo bloco de ações que garantam o controle àquele que as reuniu. Ou seja, o novo controlador não adquire de outrem o poder de determinar os rumos sociais, mas, ao contrário, usa os recursos disponíveis para formar um novo bloco de controle para si.

Os principais meios de aquisição originária do controle acionário são: (i) a subscrição de ações em quantidade que assegure modo permanente a maioria dos votos nas deliberações sociais; (ii) a celebração de acordos de acionistas; (iii) a aquisição sucessiva de ações em bolsa de valores, estratégia conhecida como “escalada”; e (iv) a realização de uma oferta pública de aquisição de ações (“OPA”).

A menos comum dentre estes meios é a subscrição de ações, uma vez que dificilmente no curso da vida social a assembleia geral aprovará uma emissão de novas ações em quantidade suficiente para assegurar o controle e que um único acionista as subscreva em sua totalidade.

Esta modalidade de aquisição originária, no entanto, é geralmente utilizada no momento de constituição da sociedade, na qual o principal idealizador do empreendimento subscreve ações com direito de voto em quantidade suficiente para lhe assegurar o controle.

Diferente da subscrição de ações, a escalada em bolsa é geralmente utilizada por investidores que pretendem manter a intenção de adquirir o controle acionário sob sigilo.

A grande vantagem da escalada em bolsa sobre OPA repousa no fato de que para que a OPA seja bem-sucedida, o preço oferecido deverá ser superior ao de mercado, caso contrário não haverá qualquer aderência dos acionistas-alvo.

Na escalada em bolsa, por outro lado, o preço pago pelo adquirente será sempre aquele praticado no mercado, uma vez que a transação será necessariamente efetuada em ambiente bursátil.

Além disso, a escalada em bolsa não exige maiores providências administrativas, tais como a publicação de edital ou a contratação de instituição financeira para garantir a sua operacionalização.

O grande risco da escalada em bolsa é a quebra do seu sigilo, hipótese na qual o preço de cotação das ações-alvo será elevado rapidamente pela especulação do mercado e pelo efeito manada.

A oferta pública de aquisição de ações, por seu turno, é a “*proposta oferecida fora de bolsa de valores a um número indeterminado de acionistas para a celebração de um negócio jurídico, qual seja a compra de ações de determinada espécie ou classe.*”¹

Dentre as diversas modalidades de OPA, há aquela destinada à aquisição de controle de companhia aberta, prevista no artigo 257, da Lei das S.A.

Através deste mecanismo, o investidor interessado em adquirir o controle de uma companhia cujo o atual controlador não tenha interesse em desfazer-se do seu bloco acionário ou cuja estrutura de capital seja pulverizada, pode realizar uma oferta dirigida à totalidade dos acionistas detentores de ações votantes, visando adquirir tantas ações quanto necessárias para garantir o controle da companhia².

¹ PARENTE, Norma Jonssen. Mercado de Capitais / Norma Jonssen Parente; coordenação Modesto Carvalhosa. – São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016. (Coleção tratado de direito empresarial. v. 6). p.431.

² CARVALHOSA, Modesto. Sociedades anônimas / Modesto Carvalhosa, Luiz Fernando Martins Kuyven. – São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016. – (Coleção tratado de direito empresarial; v. 3). p.671.

Como bem assevera Norma Parente³, a depender da maneira como a OPA é recebida pelo conselho de administração e pelos acionistas da companhia-alvo, ela pode ser classificada em amigável (*friendly takeover*) ou hostil (*hostile takeover*).

A oferta será considerada amigável, segundo Modesto Carvalhosa, se “o conselho de administração considerar a proposta vantajosa para a companhia e seus acionistas (...), sendo irrelevante a forma como ela chegou ao conhecimento deste conselho”⁴.

A OPA hostil, por outro lado, ocorre quando a oferta é lançada contra a vontade dos administradores ou dos atuais controladores da companhia⁵.

As ofertas amigáveis não suscitam maiores discussões teóricas ou práticas, uma vez que os múltiplos interesses envolvidos estarão presumidamente em harmonia.

Já as ofertas hostis podem dar margem a uma série de discussões como, por exemplo, o conflito de interesses fatalmente existente entre os envolvidos.

Note-se que a aquisição originária de controle dependerá, em qualquer hipótese, da ausência de um controlador majoritário, pois, caso contrário, não importa quantas ações o adquirente consiga reunir, nunca conseguirá prevalecer nas deliberações sociais.

A escalada em bolsa e a OPA ocorrem com maior frequência em companhias cujo capital votante esteja disperso no mercado, já que a sua concentração nas mãos de um acionista ou grupo de acionistas que exerçam o controle minoritário tem o condão de inibir possíveis interessados.

³ CARVALOSA, Modesto. Op. Cit. p.457

⁴ CARVALOSA, Modesto. Op. Cit. p. 685

⁵ CARVALOSA, Modesto. Op. Cit. p. 457

2 Os Diferentes Interesses Envolvidos na Aquisição Hostil

Muitos são os interesses individuais envolvidos em uma tentativa de aquisição hostil, sendo alguns de fácil conciliação e outros dotados de um certo grau de antagonismo.

O antagonismo de alguns interesses é inerente ao próprio espírito da negociação, sendo inclusive saudável do ponto de vista negocial. O dever fiduciário imposto a alguns agentes, no entanto, presume que estes privilegiem os interesses daqueles com quem tem uma relação de confiança em detrimento dos seus próprios interesses individuais, hipótese na qual o conflito de interesses será sempre um problema a ser evitado.

Dentre os principais interesses envolvidos numa tentativa de aquisição hostil estão: (i) os interesses dos membros do conselho de administração da companhia ofertante; (ii) os acionistas da companhia ofertante; (iii) os membros do conselho de administração da companhia-alvo; e (iv) os acionistas detentores das ações alvo.

Em que pese a possibilidade de pessoas físicas figurarem como ofertantes em processos de aquisição hostil (o que é extremamente raro) o presente estudo pretende analisar apenas as tentativas de aquisição hostil efetuadas por investidores institucionais.

2.1 Os Interesses dos Administradores da Empresa Ofertante

Os administradores da sociedade ofertante são peça-chave na tentativa de aquisição hostil. É deles que, via de regra, partirá a motivação para tentar adquirir a companhia-alvo.

Os motivos determinantes para que os administradores se interessem na aquisição de outra sociedade são os mais variados. No entanto, a quase totalidade das possíveis motivações certamente estará de algum modo relacionada à criação de valor para a ofertante.

A mais comum dentre as justificativas é a criação de sinergias entre as operações da ofertante e da empresa alvo. Não raras são as vezes em que, para reduzir custos de produção, determinada companhia decide internalizar processos antes executados por empresas subcontratadas.

Em tais hipóteses pode ser mais vantajoso adquirir outra empresa que já disponha dos meios e do *know-how* para tal, do que começar a operação do zero.

Outra possível motivação para que os administradores decidam fazer uma oferta pelo controle de determinada empresa é subvalorização de suas ações no mercado.

Caso as ações da companhia-alvo estejam cotadas em bolsa em valor inferior ao patrimonial em virtude de uma assimetria informacional, pode ser interessante adquirir o seu controle acionário a título originário para aliená-lo posteriormente pelo preço justo acrescido do ágio decorrente do prêmio de controle.

Há ainda casos em que a aquisição é motivada por questões tributárias, regulatórias ou mercadológicas.

A motivação pessoal dos administradores, no entanto, nem sempre terá como base a criação de valor para a empresa ofertante.

Pode ocorrer de a motivação resultar de interesses puramente egoísticos, tais como a sua auto indicação para compor o conselho de administração da empresa adquirida em busca de uma maior remuneração e/ou benefícios privados do controle.

Outra possível motivação alheia à criação de valor é a eventual defesa contra outra oferta de aquisição hostil, na qual a empresa alvo faz uma OPA visando as ações da empresa ofertante (manobra conhecida como Pac-Man)⁶.

Além das possíveis motivações para a tentativa de aquisição hostil, os interesses dos administradores da empresa ofertante também devem envolver os riscos de uma oferta mal planejada.

Os mais relevantes riscos a serem considerados estão diretamente ligados ao processo de avaliação da empresa-alvo.

Caso a avaliação seja malconduzida e a oferta lançada a um preço demasiadamente alto, a adquirente perderá dinheiro ao adquirir um ativo por um preço muito maior do que o seu valor justo.

Por outro lado, se a oferta for lançada a um preço vil, decerto a operação não se concretizará, fazendo com que a ofertante tenha dispendido tempo e recursos em vão.

A má avaliação, para mais ou para menos, geralmente decorre da assimetria de informações disponíveis no mercado. A depender do mercado onde a empresa alvo é listada ou da jurisdição sob a qual é constituída, pode haver uma atenuação ou agravamento do risco de assimetria informacional como reflexo da eficiência regulatória e/ou dos padrões de governança impostos.

Desta maneira, será menos arriscado formular uma oferta hostil em jurisdições com maiores padrões de governança corporativa do que em jurisdições onde tais padrões são relegados.

⁶ Ver item 4.2.5.

2.2 Os Interesses dos Acionistas da Empresa Ofertante

Os interesses dos acionistas da empresa ofertante estão em grande parte ligados aos dos próprios administradores. Isto porque o sucesso ou fracasso do empreendimento afetará ambos os grupos.

Pela sua própria condição de acionistas, no entanto, estes estão sujeitos a certos riscos não extensíveis aos administradores, tais como o risco de diluição injustificada caso a avaliação da companhia-alvo seja malconduzida ou os conflitos de agência por parte da administração.

A diluição injustificada, no entanto, somente ocorrerá quando, cumulativamente: (i) a companhia-alvo for mal avaliada; e (ii) a oferta envolver a permuta de valores mobiliários.

Em contrapartida, caso a oferta seja bem-sucedida, os acionistas poderão se beneficiar das sinergias criadas ou da diversificação do investimento e, conseqüentemente, da maior geração de valor.

2.3 Os Interesses dos Acionistas da Empresa-Alvo

Os interesses dos acionistas da empresa-alvo são de extrema relevância para o processo de aquisição hostil. É deles que, em última análise, dependerá o sucesso ou o fracasso da oferta realizada.

Em que pese a possibilidade dos administradores atuarem de maneira ilegítima para influenciar a sua decisão de aderir ou não à oferta realizada, a jurisprudência e a legislação cuidam de estabelecer mecanismos para afastar tal conflito de agência.

Adicionalmente, a fim de evitar que os acionistas-alvo aceitem ofertas desinteressantes por se sentirem coagidos, a maior parte dos países estabelece regras de isonomia de tratamento entre os destinatários da oferta.

Assim, o objetivo central dos mecanismos e regras aplicáveis aos agentes envolvidos numa tentativa de aquisição é a preservação da livre tomada de decisão dos acionistas-alvo, de modo a evitar que os interesses dos demais envolvidos possam se sobrepor aos dos próprios destinatários da oferta.

Os interesses dos acionistas-alvo poderão variar de acordo com a conjuntura na qual seja realizada a tentativa de aquisição, bem como as condições oferecidas.

Caso a oferta seja realizada em dinheiro, a única preocupação econômica dos acionistas-alvo será em relação à correta avaliação de suas ações.

Se, por outro lado, a oferta envolver a permuta de valores mobiliários, também deverão ser considerados os riscos inerentes às características dos títulos oferecidos.

Caso estes títulos representem ações de emissão da própria companhia ofertante, a decisão dos acionistas alvo de aceitar ou não oferta envolverá, além da correta avaliação da empresa-alvo, a avaliação da empresa ofertante.

Isto porque a subavaliação da empresa-alvo ou a superavaliação da empresa ofertante acarretará numa diluição injustificada dos acionistas-alvo e, por via oblíqua, a perda de valor de seu ativo.

Já na hipótese de os valores permutados consistirem em títulos de dívida, deverão ser consideradas uma série de outras variantes, tais como a eventual subordinação dos títulos, o prazo para resgate, a sua liquidez no mercado, entre outras.

A vantagem da permuta por ações sobre os títulos de dívida é que naquela há a diversificação de riscos decorrente da combinação dos negócios da ofertante e da companhia-alvo.

Em qualquer caso, outra considerável preocupação dos acionistas-alvo são os custos de agência ligados à administração da companhia-alvo.

Esta preocupação inclui a adoção de uma resposta apropriada a uma eventual ameaça, bem como as condições de negociação com a ofertante e/ou outros interessados com o objetivo de agregar o maior valor possível para os acionistas-alvo.

2.4 Os Interesses dos Administradores da Empresa-Alvo

Os interesses dos administradores da companhia-alvo são os mais complexos dentre os envolvidos. Isto porque, se por um lado eles tem o poder de afetar de maneira considerável o sucesso ou fracasso da oferta, por outro estão sujeitos a um enorme conflito de interesses.

Conforme mencionado, são diversos os motivos que podem levar determinado investidor a adquirir o controle de determinada companhia aberta. No entanto, seja qual for a sua motivação, uma vez que se torne o novo controlador da empresa adquirida, o investidor irá administrá-la à sua maneira.

Isto significa que os administradores existentes antes da aquisição de controle certamente serão destituídos e substituídos por outros indicados pelo novo controlador.

Em outras palavras, sempre que uma tentativa de aquisição hostil for bem-sucedida, o antigo *board* será, via de regra, substituído por profissionais da confiança do adquirente. Como consequência, a alternância de controle será quase sempre contrária aos interesses pessoais dos administradores de companhias abertas, que certamente desejam manter seus cargos.

O antagonismo existente entre a alternância de controle e os interesses da administração é a pedra de toque do conflito de interesses dos administradores em tentativas de aquisição hostil.

Isto porque os administradores possuem um dever fiduciário para com os acionistas da companhia, uma vez que devem administrar o patrimônio destes do modo que melhor atenda os seus interesses. Ademais, conforme positivado nos artigos 154 e 155 da Lei das S.A.⁷, o administrador também deve servir com lealdade à própria companhia e respeitar a sua função social.

O administrador não deve exercer as prerrogativas previstas na lei e no estatuto para lograr interesses próprios ou para fins extra sociais, mas tão somente no melhor interesse da companhia, dos acionistas e da função social da empresa.

Tais deveres também devem ser observados quando diante de uma tentativa de aquisição. O administrador deve proceder em relação à oferta de acordo com os *standards* de lealdade e diligência dele esperados.

O conflito de interesse numa tentativa de aquisição decorre, portanto, do fato de que se por um lado o administrador deve se portar em relação à oferta da maneira que melhor convier aos interesses dos acionistas e da companhia, por outro lado, caso o melhor interesse seja de que a oferta seja bem-sucedida, este será antagônico aos interesses do próprio administrador, que irá temer a perda de seu cargo.

A depender da jurisdição sob as leis da qual a companhia é constituída, tal conflito poderá ser mais ou menos relevante. Isto porque a alocação do

⁷Art. 154. “O administrador deve 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 da empresa (...)”

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

poder para tomada de determinadas decisões estratégicas poderá variar conforme as leis aplicáveis em cada jurisdição.

Enquanto em países como os Estados Unidos da América o conselho de administração possui maior independência para tomada de decisões que influem nos direitos dos acionistas, em outros países, como o Brasil, algumas decisões, tais como as que dizem respeito a alterações estatutárias, somente podem ser tomadas em assembleia geral extraordinária.

Fato é que, independentemente do nível de ingerência da administração, há uma série de medidas defensivas que podem ser tomadas a fim de frustrar a tentativa de aquisição de controle.

Os instrumentos defensivos à disposição dos administradores são os mais variados, podendo ser implementados por meio da adoção de determinadas cláusulas estatutárias ou através de medidas que tornem a companhia-alvo menos atrativa aos olhos do potencial adquirente.

A adoção destes mecanismos pela administração somente será legítima se a oferta formulada for considerada prejudicial aos acionistas da companhia. Caso os administradores utilizem tais mecanismos para frustrar uma oferta interessante, estará configurada a quebra do dever de lealdade, uma vez que os interesses dos administradores terão sido sobrepostos aos dos acionistas.

A violação do dever de lealdade, como observa Modesto Carvalhosa, permite a responsabilização administrativa dos envolvidos, independente da conduta praticada ter causado danos à companhia.⁸

⁸ CARVALHOSA, Modesto. Sociedades anônimas / Modesto Carvalhosa, Luiz Fernando Martins Kuyven. – São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016. – (Coleção tratado de direito empresarial; v. 3). p.851.

3 Conflito de Interesses dos Administradores em Tomadas Hostis

Em virtude da complexidade dos interesses envolvidos, bem como a considerável influência que pode exercer no curso da vida social, não há como negar a relevância das tentativas de aquisição para a companhia-alvo e seus acionistas.

A considerar a dimensão da sua importância, não podem os administradores se quedar inertes quando diante de uma tentativa de aquisição, sob pena de violação do seu dever de cuidado e diligência.

Assim, caso a tentativa de aquisição seja considerada hostil, sendo contrária aos interesses dos acionistas e da companhia-alvo, é dever dos administradores adotar medidas destinadas a frustrar a tentativa de aquisição a fim de resguardar os interesses daqueles a quem servem fiduciariamente.

No entanto, caso a investida seja interessante do ponto de vista econômico para a companhia e os acionistas-alvo, devem os administradores agir com neutralidade, evitando tolher o poder de decisão dos acionista-alvo, salvo se para melhorar as condições oferecidas.

Ocorre que, conforme aventado no item 2.4 do presente trabalho, a concretização da oferta também pode afetar os interesses pessoais dos administradores na medida em que a alternância de controle representa uma ameaça à estabilidade de seus cargos.

Caso a oferta seja economicamente desinteressante ou coercitiva, haverá convergência de interesses entre acionistas e administradores, pois a frustração da oferta atenderá aos interesses de todos.

Se, por outro lado, a oferta não se mostrar coercitiva nem desinteressante do ponto de vista econômico, haverá um claro conflito de agência entre acionistas e administradores.

A eliminação deste conflito pode ser operada de duas maneiras distintas: (i) através da alocação do poder decisório em relação à adoção de medidas defensivas contra tentativas de aquisição hostil nas mãos dos acionistas; ou (ii) por meio da criação de normas destinadas a garantir um processo decisório por parte da administração que garanta a defesa dos interesses dos acionistas.

A vantagem de alocar o poder decisório sobre a adoção de medidas defensivas nas mãos dos acionistas repousa na certeza de que a posição adotada estará em linha com o verdadeiro interesse social.

Em contrapartida, em virtude da necessidade da convocação de uma assembleia geral para deliberar sobre o tema, bem como os prazos necessários para a sua implementação, esta opção pode se mostrar ineficiente do ponto de vista prático quando a situação demandar uma resposta imediata.

O estabelecimento de um processo decisório adequado, por outro lado, apesar de permitir a resposta imediata a uma eventual tentativa de aquisição hostil, abre espaço para abusos por parte da administração, que somente poderão ser reparados por meio de procedimento judicial próprio, fazendo com que a companhia e os acionistas dispendam recursos, além de aguardar todo o trâmite do procedimento.

Assim, a árdua tarefa de optar por um dos modelos é relegada ao legislador, órgão regulador ou autorregulador responsáveis por estabelecer as normas aplicáveis à jurisdição sob a qual a companhia-alvo é constituída.

A escolha por um ou outro modelo deverá considerar, além do arcabouço legal e regulatório aplicável, o contexto histórico e as particularidades de cada mercado doméstico de controle corporativo.

Como decorrência, cada jurisdição tem uma maneira diferente de lidar com a apreciação das medidas adotadas pelos administradores.

A seguir será analisada a abordagem do tema segundo quatro óticas distintas: (i) a jurisprudência da Suprema Corte do estado Delaware; (ii) o modelo autorregulatório adotado pelo Panel on Takeover and Mergers do Reino Unido; (iii) a Diretiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho da União Europeia; e (iv) a experiência brasileira sobre o tema.

3.1 A Jurisprudência de Delaware e o *Enhanced Scrutiny Test*

Diferente do que ocorre no Brasil, a legislação societária norte-americana é definida segundo os parâmetros impostos por cada estado da Federação. Isto significa dizer que as corporations⁹ constituídas sob as leis de cada estado norte-americano estarão submetidas a um regime jurídico próprio.

Em que pese a diferença de regimes e regras impostos por cada legislação, uma corporation constituída sob as leis de determinado estado estará sempre apta a atuar nos demais na qualidade de estrangeira (“*foreign company*”).

Uma das consequências práticas deste modelo norte-americano é a chamada arbitragem regulatória. Por meio desta estratégia regulatória, uma empresa que conduza suas atividades exclusivamente no Estado A, pode constituir-se segundo as leis do Estado B somente para aproveitar-se do regime legal e regulatório deste estado, evitando assim possíveis entraves existentes no Estado A.

Em outras palavras, as corporations norte-americanas podem optar pela lei que melhor lhes convier.

Com o objetivo de aproveitar-se da arbitragem regulatória em matéria societária, o estado de Delaware decidiu organizar toda a sua estrutura

⁹Tipo societário norte-americano que mais se assemelha às sociedades anônimas brasileiras.

administrativa, legislativa e judiciária de maneira a se tornar mais atrativo para o estabelecimento de grandes empresas.

Como consequência, Delaware possui a legislação societária mais benéfica para as empresas dentre os 50 estados norte-americanos.

Além disso, seu Poder Judiciário conta com um corpo de magistrados altamente qualificado na matéria, o que contribui para atrair empresas interessadas na segurança jurídica oferecida pelo estado.

De acordo com estudo publicado em 2009 pelo *State of Delaware Division of Corporations*, a maior parte das grandes corporations norte-americanas estaria constituída sob a sua jurisdição, incluindo cerca de 63% das empresas listadas pela Fortune 500, além de mais da metade das empresas listadas nas bolsas de valores dos Estados Unidos da América.

Uma das consequências diretas disto é que grande parte das aquisições hostis ocorridas nos Estados Unidos tem como alvo ações de companhias constituídas sob a jurisdição de Delaware.

Como decorrência lógica, o Poder Judiciário de Delaware é responsável pela análise do maior volume de casos envolvendo questionamentos sobre a legitimidade da tomada de medidas defensivas contra aquisições hostis dentre todos os estados da Federação.

A apreciação reiterada destes casos contribuiu de maneira determinante para que as cortes de Delaware estabelecessem uma rica jurisprudência sobre o tema.

Nesta jurisprudência estão incluídos o estabelecimento de “*testes*” ou *standards* utilizados para verificação do cumprimento dos deveres fiduciários no momento de adoção de tais medidas.

A satisfação destes standards permite que seja aplicada a *business judgment rule* às decisões tomadas pelos administradores, isentando-os de

responsabilização e impedido que as decisões por eles tomadas possam ser analisadas em sua substância.

3.1.1 *Business Judgment Rule* e a Revisão Judicial das Decisões Negociais

A *business judgment rule*, ou regra da decisão negocial, é a presunção *juris tantum* de que, ao tomar uma decisão negocial, o administrador de uma companhia terá atuado de maneira informada, de boa-fé e acreditando que a decisão foi tomada no melhor interesse da companhia¹⁰.

Tal presunção decorre do fato de que, caso o administrador tenha agido de acordo com os deveres fiduciários a ele impostos, não poderá ser responsabilizado pelos prejuízos eventualmente causados e suas decisões não poderão ser revistas pelo poder judiciário¹¹.

Esta presunção é elemento fundamental para a garantia da independência decisória do administrador, que precisa se sentir confortável para assumir riscos em nome da sociedade, sem os quais a atividade empresarial estaria fadada ao fracasso.

De acordo com Pedro Henrique Castello Brigagão¹², para que a *business judgment rule* possa ser aplicada é necessária a presença de quatro elementos, quais sejam: (i) a ocorrência de uma decisão negocial; (ii) desinteresse e independência do administrador; (iii) diligência; e (iv) boa-fé.

¹⁰Aronson v Lewis 473 A 2d 805 (Del 1984).

¹¹CAHN, Andreas; DONALD, David C. Comparative Company Law: text and cases on the laws governing corporations in Germany, the UK and the USA. Cambridge University Press. Cambridge: 2010. p. 410.

¹²BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. A administração de companhias e a business judgment rule: uma análise à luz do direito brasileiro. Orientador: Julian Fonseca Peña Chediak. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro: 2014. p. 100.

Note-se que tais elementos não versam sobre quesitos materiais da tomada de decisão dos administradores, mas apenas sobre o aspecto formal do processo decisório.

Neste diapasão, a *business judgment rule* não procura analisar o mérito da decisão, mas tão somente o cumprimento dos deveres fiduciários no momento da sua tomada.

Como decorrência desta regra, para que uma decisão negocial fracassada possa ser revista judicialmente e o administrador possa ser pessoalmente responsabilizado civil e administrativamente, é necessário primeiro que o autor da ação comprove que o processo decisório por ele adotado não tenha sido (i) independente e desinteressado; (ii) diligente; ou (iii) conduzido com boa-fé.

Caso o autor falhe em comprovar a ausência de um destes elementos, a decisão do administrador será protegida pela *business judgment rule* e, conseqüentemente, este não poderá ser responsabilizado pelos prejuízos causados à companhia.

Por outro lado, caso o autor consiga apresentar e comprovar circunstancias suficientes para afastar a *business judgment rule*, haverá a inversão do ônus da prova e caberá ao administrador comprovar que não violou seus deveres fiduciários ou que não causou prejuízos à companhia.

É importante ressaltar que o não atendimento à *business judgment rule* não significa necessariamente a responsabilização do administrador, mas apenas a inexistência de presunção de boa-fé por parte deste, que terá o ônus de comprovar a sua inocência.

Assim, sempre que se pretender rever judicialmente uma decisão negocial ou responsabilizar o administrador pelos prejuízos dela decorrentes, será necessário superar a *business judgment rule*.

Este requisito também é aplicável nas hipóteses em que se pretenda submeter ao poder judiciário a validade da decisão da administração de considerar uma oferta como amigável ou hostil e a tomada de medidas defensivas.

Esta questão foi objeto de apreciação pela Suprema Corte de Delaware em *Pogostin v. Rice*¹³, oportunidade na qual foi decidido que, ao questionar a rejeição da oferta formulada pela Tamco Enterprises Inc. visando ações de emissão da City Investing Company, o acionista Bernard Pogostin não havia apresentado fatos capazes de afastar a incidência da *business judgment rule* e, portanto, seu pleito deveria ser recusado:

“Under the Aronson test we are satisfied that the allegations in the complaint fail to create a reasonable doubt that the outside directors of City were entitled to the protections of the *business judgment rule*.”

Desta maneira, sendo a decisão de classificar uma oferta como amigável ou hostil e, conseqüentemente, adotar medidas defensivas, uma decisão negocial, ao tomá-la o administrador estará protegido pela *business judgment rule*, desde que proceda de maneira desinteressada, independente, diligente e de boa-fé,

3.1.2 A Evolução do Enhanced Scrutiny Test

O *enhanced scrutiny test*, assim como o *entire fairness test*, representa um standard de verificação de cumprimento dos deveres fiduciários em situações as quais há um risco em potencial de conflito de interesses por parte dos administradores.

Assim como no *entire fairness test*, caso o administrador satisfaça os requisitos do *enhanced scrutiny test*, o potencial conflito inerente à situação

¹³*Pogostin v. Rice*, 480 A 2d 619, 624 (Del. 1984)

será afastado e a *business judgment rule* poderá ser aplicada, isentando-o da responsabilidade por prejuízos eventualmente causados à companhia e impedido que sua decisão seja reformada.

Em termos práticos, por haver um conflito de interesses dos administradores intrínseco às situações em que a companhia estiver diante de uma tentativa de tomada hostil, antes que a *business judgment rule* possa ser aplicada e o ônus probatório recaia sobre o acusador, o administrador deverá comprovar a satisfação ao *enhanced scrutiny test* para demonstrar que agiu no melhor interesse da companhia.

O *enhanced scrutiny test* tem sua origem na decisão proferida pela Suprema Corte de Delaware no caso *Unocal v. Mesa Petroleum*, no qual foi apreciada a legitimidade da tomada de medidas defensivas pelos administradores da Unocal Corporation contra a tentativa de aquisição coercitiva realizada pela Mesa Petroleum Corporation, ambas constituídas segundo as leis do estado de Delaware.

Posteriormente, o teste foi aprimorado pela decisão exarada no caso *Revlon Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings Inc.*, tendo sido até hoje aplicado em casos com características semelhantes submetidos aos tribunais todos os estados dos Estados Unidos da América.

3.1.2.1 Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.

O caso *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.* se originou a partir da controvérsia oriunda da adoção de medidas defensivas pelo conselho de administração da Unocal Corporation (“Unocal”) contra a tentativa de aquisição realizada pela Mesa Petroleum Co. (“Mesa Petroleum”).

Este caso é considerado paradigmático sobre o tema, pois, através dele, a Suprema Corte de Delaware estabeleceu um “teste” de requisitos para aplicação da *business judgment rule* à adoção de medidas defensivas contra aquisições hostil pelos administradores.

As duas questões fulcrais tratadas pela Suprema Corte no presente caso dizem respeito a (i) competência e/ou existência de um dever do conselho de administração de tomar medidas defensivas contra tentativas de aquisição consideradas nocivas ao interesse social; e (ii) se a decisão de adotar tais medidas pode ser abarcada pela *business judgment rule*.

i. Os Fatos

Em 8 de abril de 1985, a empresa Mesa Petroleum Co., detentora de cerca de 13,6% das ações de emissão da Unocal Corp., lançou uma oferta pública de aquisição visando adquirir a totalidade das ações de emissão da Unocal (“Oferta Mesa”).

Tratava-se de uma *two-tier offer*¹⁴, tendo como *front-end*¹⁵ a aquisição de aproximadamente 64 milhões de ações de emissão da Unocal (equivalente a cerca de 37% do total emitido), pelo preço unitário de US\$54,00 (cinquenta e quatro dólares).

Em seguida, o *back-end* da operação consistiria na permuta das ações remanescentes por outros valores mobiliários com o valor de face de US\$54,00 (cinquenta e quatro dólares).

Antes do anúncio da Oferta Mesa, a cotação em bolsa das ações de emissão da Unocal variava entre US\$29,87 (vinte e nove dólares e oitenta e sete centavos) e US\$43,75 (quarenta e três dólares e setenta e cinco centavos) por ação.¹⁶

¹⁴Ver nota de rodapé nº 90

¹⁵Ver nota de rodapé nº 90

¹⁶CLEAVES, Mark A. Creeping Federalization of Corporate Law: *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.* and the All-Holders Rule under the Federal Securities Laws. *The Delaware Journal of Corporate Law*: 1987, Vol. 12, n.2. p. 567.

Ocorre que, em virtude de uma determinação judicial, logo após o anúncio da oferta, a Mesa Petroleum foi forçada a revelar que os títulos oferecidos no *back-end* eram, na verdade, altamente subordinados.

Em outras palavras, a contraprestação oferecida no *back-end* seriam títulos podres, cujo valor justo era consideravelmente menor do que o de face.

No dia 13 de abril de 1985, o conselho de administração da Unocal, composto por quatorze membros, sendo oito independentes, se reuniu para apreciar a oferta lançada pela Mesa Petroleum.

Na reunião estavam presentes treze dos quatorze membros do *board*, além de assessores jurídicos, que fizeram consignar os deveres fiduciários impostos pela legislação do estado de Delaware e pela legislação federal de valores mobiliários.

Também estavam presentes na reunião Peter Sachs, representando o Goldman Sachs, e representantes do banco de investimento Dillon, Read & Co., que apresentaram pareceres considerando o preço oferecido na oferta inadequado, uma vez que o valor mínimo devido a cada acionista caso a companhia fosse totalmente liquidada seria de US\$60,00 (sessenta dólares) por ação.

Com o intuito de mitigar os efeitos coercitivos da Oferta Mesa, Peter Sachs apresentou aos administradores da Unocal uma série de possíveis medidas defensivas que poderiam ser adotadas caso o conselho considerasse a oferta inadequada.

Dentre tais medidas, se encontrava a realização de uma oferta concorrente pelas ações de sua própria emissão por um valor estabelecido entre US\$70,00 (setenta dólares) e US\$75,00 (setenta e cinco dólares).

A tomada desta medida, segundo Peter Sachs, custaria à companhia mais de US\$6.000.000.000,00 (seis bilhões de dólares), o que poderia

comprometer algumas atividades da companhia, embora não afetasse a sua viabilidade operacional.

Assim, ao final de quase dez horas de deliberações, apresentações e opiniões de especialistas, o conselho de administração da Unocal deliberou, por unanimidade, considerar a Oferta Mesa inadequada e, conseqüentemente, rejeitá-la, não tendo, no entanto, se posicionado acerca da adoção de um plano de defesa.

Apenas dois dias mais tarde, o conselho de administração da Unocal se reuniu novamente para deliberar um plano de defesa contra a oferta coercitiva lançada pela Mesa Petroleum.

Após cerca de duas horas de conclave, o conselho deliberou lançar uma oferta condicionada, concorrente à Oferta Mesa, visando a aquisição de 49% das ações de sua própria emissão em troca de títulos de dívida com valor de face de US\$72,00 (setenta e dois dólares) (“Oferta Unocal”).

Ao contrário dos títulos oferecidos no *back-end* da Oferta Mesa, os títulos oferecidos na Oferta Unocal não possuíam qualquer subordinação, sendo considerados muito mais sólidos do que aqueles oferecidos pela Mesa Petroleum.

No entanto, a Oferta Unocal estaria sujeita à condição suspensiva de que o *front-end* da Oferta Mesa fosse bem-sucedido, hipótese na qual iria adquirir os 49% de ações remanescentes (“Condição Suspensiva”).

Além disso, caso fosse implementada, a Mesa Petroleum estaria excluída da Oferta Unocal, uma vez que a sua inclusão teria o condão de neutralizar o resultado visado pela oferta.

Na mesma semana em que a Oferta Unocal foi anunciada, advogados da Mesa Petroleum tentaram embargá-la por meio de uma reclamação perante *Court of Chancery* de Delaware.

Com o intuito de evitar que uma eventual decisão da *Court of Chancery* pudesse ameaçar uma possível defesa contra a Oferta Mesa, o conselho da Unocal se reuniu mais uma vez em 22 de abril.

Nesta reunião, a administração deliberou alterar a Condição Suspensiva, estabelecendo como condição de eficácia da Oferta Unocal a aquisição pela Mesa Petroleum de apenas 50 milhões de ações.

Além disso, como forma de encorajar os acionistas a aderirem à Oferta Unocal, os administradores decidiram firmar um compromisso de adesão à referida oferta com as suas próprias ações.

O conselho discutiu também a exclusão da Mesa Petroleum da Oferta Unocal. Isto porque, de acordo com os advogados que assessoravam a Unocal, a legislação de Delaware impedia que a oferta lançada por uma companhia visando adquirir suas próprias ações fosse discriminatória em relação a determinado acionista, salvo se para garantir a defesa de interesses legítimos da própria companhia.

Os administradores chegaram à conclusão de que, sendo o objetivo da Oferta Unocal a neutralização do caráter coercitivo do *back-end* da Oferta Mesa, permitir que a Mesa Petroleum aderisse à Oferta Unocal não apenas prejudicaria a chance de outros acionistas aderirem a esta oferta, como terminaria por financiar por via oblíqua a oferta abjeta lançada pela própria Mesa Petroleum.

No mesmo dia, advogados da Mesa Petroleum aditaram a reclamação apresentada à *Court of Chancery* para incluir a exclusão da Companhia da Oferta Unocal.

Apesar disto, no dia 24 de abril, a Unocal publicou um comunicado alterando a Condição Suspensiva de sua oferta, nos termos da deliberação tomada na reunião do conselho realizada em 22 de abril, bem como a extensão da sua data de liquidação para o dia 17 de maio.

Na semana seguinte, a *Court of Chancery* entendeu que, para que a Unocal pudesse excluir a Mesa Petroleum da Oferta Unocal, deveria primeiro comprovar que havia um interesse social legítimo na exclusão, além da isonomia de tratamento entre todos os acionistas.

Com base nestas premissas, a corte proibiu a Unocal de realizar a Oferta Unocal com a exclusão da Mesa Petroleum.

Insatisfeita com a decisão da *Court of Chancery*, a Unocal apelou para a Suprema Corte do Estado de Delaware.

Os fatos ocorridos no presente caso podem ser sintetizados linearmente da seguinte maneira:

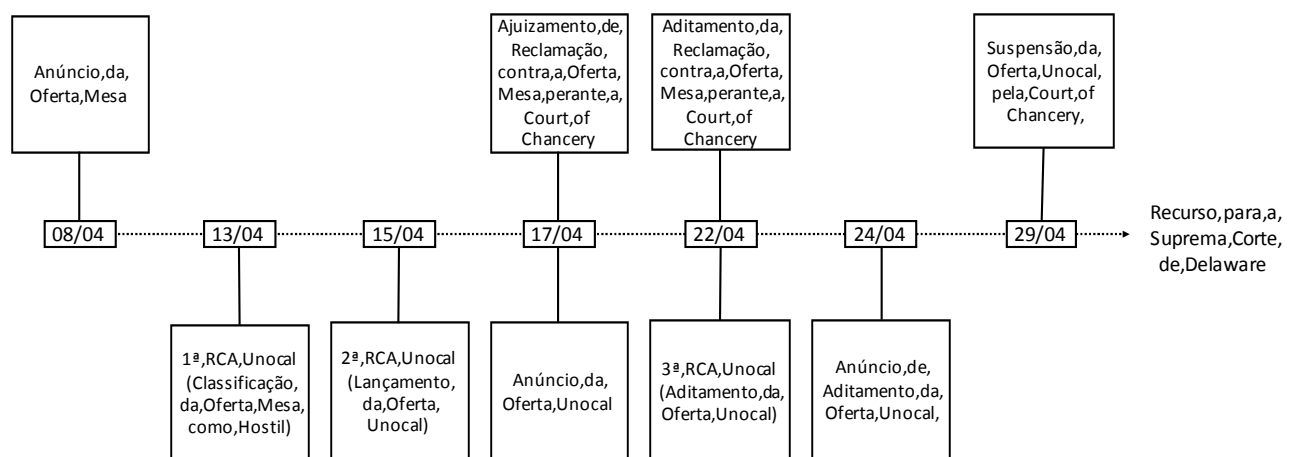


Figura 1: Representação linear do caso Unocal v. Mesa Petroleum

Os argumentos apresentados por ambas as partes na apelação apreciada pela Suprema Corte possuíam bases jurídicas sólidas.

Enquanto a Mesa Petroleum alegava que a sua exclusão da Oferta Unocal violava os deveres fiduciários que a administração da Unocal lhe devia, os administradores da Unocal contra argumentavam arguindo que, dados os fatos, não teriam qualquer dever de lealdade para com a Mesa Petroleum.

Os advogados da Mesa Petroleum também alegavam que a *business judgment rule* não poderia ser aplicada no caso, visto que os administradores da Unocal haviam declarado publicamente que iriam aderir à Oferta Unocal, o que lhes garantiria um benefício não compartilhado com a totalidade dos acionistas da Companhia.

Sobre este aspecto, os administradores informaram que agiram de boa-fé ao classificar a Oferta Mesa como inadequada e coercitiva. Adicionalmente, a decisão de lançar a Oferta Unocal foi tomada também de boa-fé, de maneira diligente e informada e no melhor interesse da companhia, visando proteger a companhia e os demais acionistas da estratégia vil adotada pela Mesa Petroleum.

ii. A Decisão da Suprema Corte de Delaware

Para melhor compreendermos a decisão exarada pela Suprema Corte podemos dividi-la em três partes. Na primeira, são tratadas questões preliminares, referentes à competência e poder do conselho de administração para lançar a Oferta Unocal. Em seguida é discutida a possibilidade de aplicação da *business judgment rule* à decisão dos conselheiros da Unocal de classificar a Oferta Mesa como nociva e tomar medidas defensivas contra ela. Por fim, são examinadas a razoabilidade e proporcionalidade das medidas adotadas.

A primeira questão preliminar a ser examinada diz respeito à competência do conselho de administração para lançar uma oferta concorrente pelas ações de sua própria emissão.

De acordo com o §141(a) da Delaware General Corporation Law (“DGCL”), salvo se o estatuto estipular de maneira diversa, o conselho de

administração é o órgão competente para gerenciar os negócios e defender os interesses de companhias constituídas pelas leis do estado de Delaware¹⁷.

Já o § 160 (a) do DGCL permite que as companhias constituídas sob as leis de Delaware possam “comprar, resgatar, receber, adquirir ou adquirir de outra forma, possuir e deter, vender, emprestar, trocar, transferir ou de outra forma dispor, pender, usar e de outra forma negociar e com suas próprias ações”¹⁸.

Desta maneira, os administradores de companhias sujeitas às leis de Delaware dispõe de competência para lidar com as ações de sua própria emissão.

A decisão da Suprema Corte, no entanto, vai além e conclui que, não só os administradores são livres para realizar uma oferta pública pelas ações da companhia, como também podem lidar de maneira seletiva com os acionistas, desde que razoavelmente justificável e que não o façam com o único propósito de manter seus cargos.

Além disto, o poder da administração deriva do dever de proteção dos interesses sociais – o que inclui os interesses dos acionistas como um todo – contra ameaças iminentes, independente da sua origem.

Superadas estas questões preliminares, a decisão da Suprema Corte passa à discussão acerca do *standard* sob o qual a decisão negocial dos administradores deve ser analisada.

¹⁷DGCL, §141(a): The business and affairs of every corporation organized under this chapter shall be managed by or under the direction of a board of directors, except as may be otherwise provided in this chapter or in its certificate of incorporation. If any such provision is made in the certificate of incorporation, the powers and duties conferred or imposed upon the board of directors by this chapter shall be exercised or performed to such extent and by such person or persons as shall be provided in the certificate of incorporation.

¹⁸DGCL, §160(a): Every corporation may purchase, redeem, receive, take or otherwise acquire, own and hold, sell, lend, exchange, transfer or otherwise dispose of, pledge, use and otherwise deal in and with its own shares; (...)

Conforme aventado no item 3.1.1 do presente trabalho, a Suprema Corte de Delaware já havia se pronunciado sobre a aplicação da *business judgment rule* à tomada de medidas defensivas contra ofertas hostis¹⁹.

De acordo a decisão exarada em *Pogostin v. Rice*²⁰, a decisão de tomar uma medida defensiva está sujeita aos mesmos deveres fiduciários impostos às demais decisões negociais tomadas pela administração.

Nesta senda, não haveria qualquer fato isolado capaz de afastar a aplicação da *business judgment rule* à apreciação da tomada de tal decisão.

No entanto, a Suprema Corte reconhece que, devido ao fundado receio de que a administração privilegie seus interesses primários em detrimento dos da companhia e dos acionistas, para que a proteção da *business judgment rule* possa ser aplicada, é necessário que haja uma análise judicial reforçada em relação à observância dos deveres fiduciários²¹.

Para chegar a esta conclusão, a Suprema Corte considerou o entendimento por ela proferido cerca de treze anos antes no caso *Bennett, Et Al. v. Propp*²²:

“We must bear in mind the inherent danger in the purchase of shares with corporate funds to remove a threat to corporate policy when a threat to control is involved. The directors are of necessity confronted with a conflict of interest, and an objective decision is difficult. (...) Hence, in our opinion, the burden should be on the directors to justify such a purchase as one primarily in the corporate interest.”

Portanto, quando se encontrarem diante desta hipótese de conflito de interesses, os administradores terão o ônus de demonstrar que tem motivos

¹⁹*Pogostin v. Rice*, 480 A 2d 619, 624 (Del. 1984)

²⁰Ver item 3.1.1

²¹ “*Because of the omnipresent specter that a board may be acting primarily in its own interests, rather than those of the corporation and its shareholders, there is an enhanced duty which calls for judicial examination at the threshold before the protections of the business judgment rule may be conferred.*” (Grifou-se)

²²*Bennett, Et. Al. v. Propp*, 41 Del. Ch. 14 (Del. 1962)

razoáveis para acreditarem que a oferta em questão possa prejudicar os interesses legítimos da companhia ou dos acionistas como um todo.

No caso dos conselheiros da Unocal, a Suprema Corte entendeu que estes teriam cumprido tal requisito, pois demonstraram ter agido de boa-fé e ter buscado todas as informações necessárias para tomar uma decisão verdadeiramente fundamentada e no melhor interesse da companhia.

Além disto, a comprovação destas circunstancias seria reforçada pelo fato de a totalidade dos conselheiros independentes ter aprovado a adoção de tais medidas.

Nesta senda, a decisão da Suprema Corte de Delaware considerou que, diante de uma real ameaça ao legítimo interesse da companhia, qual seja a Oferta Mesa, os administradores agiram de boa-fé, de maneira informada e no melhor interesse da companhia ao realizarem a Oferta Unocal. Desta maneira, a validade de sua decisão, bem como a responsabilidade individual de cada administrador estariam protegidas pela *business judgment rule*.

No entanto, de acordo com a decisão proferida, esta conclusão não é suficiente para exaurir o exame dos fatos.

Isto por que, mesmo que a adoção de medidas defensivas esteja sob a proteção da *business judgment rule*, não significa que estas medidas possam ser draconianas ou desproporcionais à ameaça que visam evitar.

No caso sob análise, a ameaça identificada pelos administradores da Unocal era a *two-tier offer* de caráter flagrantemente coercitivo lançada pela Mesa Petroleum, além de um potencial risco de *greenmail*, prática pela qual a Mesa Petroleum era nacionalmente conhecida na época²³.

²³ “The Chancery Court noted that ‘Mesa has made tremendous profits from its takeover activities although in the past few years it has not been successful in acquiring any of the target companies on an unfriendly basis’.”

De acordo com a justificativa apresentada pelos administradores, a realização da Oferta Unocal tinha por objetivo frustrar a Oferta Mesa, considerada coercitiva e prejudicial à Companhia, ou, caso o *front-end* desta fosse bem-sucedido, oferecer aos acionistas detentores dos 49% das ações remanescentes uma alternativa justa à permuta de suas ações pelos títulos podres oferecidos no *back-end*.

Ambos os propósitos seriam suficientes para justificar realização da Oferta Unocal como medida defensiva contra a Oferta Mesa, nos termos da decisão proferida pela Suprema Corte.

No entanto, caso a Mesa Petroleum pudesse participar da Oferta Unocal, seus efeitos defensivos seriam inteiramente neutralizados.

Isto porque, caso assim fosse, a Unocal estaria subsidiando a tentativa coercitiva da Mesa Petroleum de comprar suas ações por US\$54,00 (cinquenta e quatro dólares). Ademais, por motivos tautológicos, a Mesa Petroleum não faria parte do grupo de acionistas que precisariam ser protegidos contra a oferta coercitiva lançada pela própria Mesa Petroleum.

Sendo assim, a Suprema Corte entendeu que a exclusão da Mesa Petroleum da Oferta Unocal seria razoável e proporcional à ameaça oferecida pela Oferta Mesa, o que justificaria a sua adoção.

Diante do exposto, a Suprema Corte de Delaware decidiu que:

- (i) Os conselheiros da Unocal gozavam de competência para opor-se à Oferta Mesa e para lançar a Oferta Unocal, bem como para excluir a Mesa Petroleum da Oferta Unocal, desde que estivessem agindo com boa-fé, de maneira informada e no melhor interesse da companhia;
- (ii) A exclusão da Mesa Petroleum da Oferta Unocal era razoável e proporcional à ameaça oferecida pela oferta coercitiva lançada pela Mesa Petroleum;

- (iii) As medidas tomadas pelos conselheiros da Unocal poderiam ser abarcadas pela *business judgment rule*; e
- (iv) A adoção de tais medidas pelos administradores da Unocal se deu de boa-fé, de maneira informada e no melhor interesse da Companhia.

Sendo assim, a Suprema Corte julgou o recurso da Unocal procedente, reformando a decisão proferida pela *Court of Chancery*, para permitir que a Unocal realizasse a Oferta Unocal com a exclusão da Mesa Petroleum.

iii. O Unocal Test

Com o julgamento do caso *Unocal v. Mesa Petroleum* ficou consagrado na jurisprudência dos tribunais de Delaware o chamado *Enhanced Scrutiny Test*, também conhecido como “Teste Unocal”, utilizado para determinar a aplicabilidade da *business judgment rule* às medidas adotadas pelos administradores de companhias que estejam diante de uma tentativa de aquisição.

Para que a *business judgment rule* possa ser aplicada e o ônus probatório seja consequentemente revertido para o autor da ação, a atuação dos administradores deverá passar por uma verificação em duas etapas.

Em primeiro lugar, a administração da empresa-alvo deverá demonstrar haver motivos suficientes para acreditar que a tentativa de aquisição em questão representa uma ameaça aos interesses sociais e, consequentemente, aos interesses dos acionistas como um todo.

Em seguida, a administração da empresa-alvo deverá demonstrar que a medida defensiva tomada é proporcional e razoável em relação à ameaça a ser combatida e que não é draconiana ou inapropriada.

Caso sejam satisfeitas estas exigências, a *business judgment rule* será aplicada e caberá ao acusador comprovar que os administradores não agiram de boa-fé, diligentemente e no melhor interesse da companhia.

3.1.2.2 Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.

Diferente da decisão terminativa de mérito proferida pela Suprema Corte de Delaware no caso *Unocal v. Mesa Petroleum*, a decisão exarada pela Suprema Corte no caso *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.* tem por objeto a apreciação da *preliminary injunction*²⁴ concedida pela *Court of Chancery* em favor da *MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.* (“Forbes Holdings”) para suspender os efeitos do acordo firmado entre a *Revlon, Inc.* (“Revlon”) e a *Forstmann Little & Co.* (“Forstmann”).

Apesar deste caso envolver fatos consideravelmente mais complexos do que aqueles apreciados no caso *Unocal v. Mesa Petroleum*, a decisão proferida pela Suprema Corte de Delaware se mostra de igual valia para a análise do cumprimento dos deveres fiduciários dos administradores ao tomarem medidas defensivas contra tentativas de aquisição.

i. Os Fatos

Em junho de 1985, Ronald O. Perelman, presidente do conselho de administração e diretor presidente da *Pantry Pride, Inc.* (“Pantry Pride”) procurou o então presidente do conselho de administração da *Revlon*, Michel C. Bergerac, para negociar a aquisição de forma amigável da *Revlon* pela *Pantry Pride*, companhia controlada pela *Forbes Holdings*.

Na ocasião, Ronald Perelman demonstrou intenção em adquirir as ações da *Revlon* por valor entre US\$40,00 (quarenta dólares) e US\$50,00

²⁴Medida processual prevista na Rule 65(a) do U.S. Federal Rules of Civil Procedure, semelhante à tutela de urgência prevista nos Artigos 300 e seguintes do Código de Processo Civil Brasileiro.

(cinquenta dólares), tendo Bergerac recusado prontamente a oferta por considerá-la muito abaixo do valor justo.

Posteriormente, Perelman realizou diversas outras tentativas de negociação amigável, tendo todas sido prontamente rejeitadas por Bergerac. Uma das possíveis razões para a rejeição, segundo a própria decisão exarada pela Suprema Corte, seria a forte antipatia pessoal que Bergerac nutria por Perelman.

Assim, em 14 de agosto de 1985 o conselho de administração da Pantry Pride autorizou Perelman a negociar a aquisição amigável da Revlon por valor entre US\$ 42,00 e US\$ 43,00 por ação ou, caso não fosse possível, realizar uma oferta hostil pelo valor de US\$45,00 (quarenta e cinco dólares) por ação.

Foi então que Perelman se reuniu mais uma vez com Bergerac para discutir um acordo de aquisição em bases amigáveis, tendo este se mantido inflexível e condicionando futuras negociações à assinatura de um *standstill agreement* por meio do qual a Pantry Pride ficaria impedida de adquirir as ações da Revlon sem o consentimento prévio desta.

Logo em seguida, no dia 19 de agosto, o conselho de administração da Revlon se reuniu para deliberar sobre a iminência da oferta hostil que seria conduzida pela Pantry Pride.

Na ocasião, além dos quatorze membros do conselho de administração da Revlon, também estavam presentes o advogado Martin Lipton e os consultores financeiros Lazard Frères, Felix Rohatyn e William Loomis, que apresentaram pareceres entendendo que uma eventual oferta no valor de US\$45,00 (quarenta e cinco dólares) por ação seria totalmente inadequada.

Além disto, de acordo com o material apresentado, a estratégia visada pela Pantry Pride envolvia a permuta de títulos podres seguida da dissolução da Revlon para venda de seus ativos de maneira isolada, o que renderia à

Pantry Pride um retorno financeiro consideravelmente maior do que a venda conjunta dos ativos.²⁵

Com base nos pareceres apresentados na reunião, o advogado Martin Lipton aconselhou os administradores da Revlon a adotarem duas medidas defensivas.

A primeira delas consistiria na recompra de, no mínimo, 5 milhões das 30 milhões de ações de sua própria emissão em circulação.

A segunda, mais complexa e efetiva, consistiria na adoção de uma *poison pill* do tipo *flip-in*.

Por meio deste mecanismo, cada acionista receberia dividendos sob a forma de direitos de aquisição de títulos de dívida ("Direitos de Aquisição"), que lhe permitiriam permutar cada ação ordinária detida por um título de dívida emitido pela própria Companhia no valor de US\$65,00 (sessenta e cinco dólares) resgatável ao final de um ano, com 12% de juros.

Tais Direitos de Aquisição, no entanto, somente seriam exercíveis na hipótese de um investidor passar a deter 20% das ações de emissão da companhia, sendo o investidor em questão impedido de exercer o Direito de Aquisição referente às ações por ele detidas.

No entanto, caso tal investidor procedesse à aquisição da totalidade das ações de emissão da Revlon por um valor em dinheiro não inferior a US\$65,00 (sessenta e cinco dólares), os Direitos de Aquisição detidos pela totalidade dos acionistas virariam pó, evitando assim o superendividamento da companhia.

²⁵De acordo com os pareceres apresentados, a venda isolada dos ativos da Revlon pela Pantry Pride poderia render um retorno financeiro de US\$60,00 a US\$70,00 por ação. Por outro lado, caso os ativos fossem alienados de maneira conjunta, o retorno financeiro seria de apenas US\$50,00.

Adicionalmente, a medida deveria permitir que, a seu exclusivo critério, a administração da Revlon pudesse resgatar compulsoriamente a totalidade dos Direitos de Aquisição pelo valor unitário de US\$0,10 (dez centavos de dólar americano), viabilizando, desta maneira, uma futura e eventual oferta amigável.

Com base nas recomendações feitas por Martin Lipton, os conselheiros da Revlon deliberaram adotar ambas as medidas sugeridas.

Quatro dias mais tarde, em 23 de agosto, a Pantry Pride anunciou a sua primeira oferta hostil pelas ações da Revlon ao preço de US\$47,50 (quarenta e sete dólares e cinquenta centavos) por ação ordinária e US\$26,67 (vinte e seis dólares e sessenta e sete centavos) por ação preferencial.

A oferta, no entanto, estava condicionada à obtenção de financiamento pela Pantry Pride, bem como ao resgate dos Direitos de Aquisição pela Unocal.

Apenas dois dias após o anúncio da primeira oferta hostil, foi realizada uma nova reunião do conselho de administração da Revlon, na qual foi deliberado classificar a oferta como inapropriada, além de adotar novas medidas defensivas.

No dia 29 de agosto foi anunciada uma oferta concorrente lançada pela própria Revlon, visando adquirir até 10.000.000 de ações de sua emissão ("Oferta Revlon").

Esta oferta seria paga mediante a permuta de cada ação ordinária por um título de dívida subordinado resgatável em 1995 pelo valor principal de US\$47,50 (quarenta e sete dólares e cinquenta centavos) acrescido juros de 11,75%, cumulado com o recebimento de 1/9 de ação preferencial com valor de face de US\$9,00 (nove dólares), resgatável pelo valor de US\$100,00 (cem dólares) por ação ("Nota Subordinada").

Adicionalmente, os instrumentos de emissão das Notas Subordinadas impediam que a Revlon assumisse novas dívidas, alienasse ativos ou pagasse dividendos sem a aprovação prévia dos membros independentes do conselho de administração ("Garantias das Notas Subordinadas").

A Oferta Revlon teve um altíssimo número de aderentes. Ao todo, acionistas representando 33.000.000 de ações (aproximadamente 87% das ações da Revlon em circulação) demonstraram interesse em aceitar a oferta, tendo a companhia procedido ao rateio no momento de liquidação.

Com isto, esperava-se que os Direitos de Aquisição combinados com as Notas Subordinadas diminuíssem o apetite da Pantry Pride pela aquisição da Revlon.

Ledo engano! No dia 16 de setembro a Pantry Pride anunciou uma nova oferta, desta vez a US\$42,00 (quarenta e dois dólares) por ação, condicionada à adesão de, no mínimo 90% das ações remanescentes.

Adicionalmente, a Pantry Pride declarou que consideraria adquirir quantidade inferior àquela estabelecida como condição para implementação da oferta pública, por um preço superior àquele anunciado, caso a Revlon realizasse o resgate da totalidade dos Direitos de Conversão.

Diante disto, o conselho da Revlon se reuniu novamente em 24 de setembro para autorizar a diretoria a procurar e negociar com outros investidores eventualmente interessados em adquirir a Revlon.

No entanto, a Pantry Pride se manteve determinada cumprir seu objetivo, realizando ofertas sucessivas a preços cada vez maiores, tendo atingido, no dia 7 de outubro, o teto de US\$56,25 (cinquenta e seis dólares e vinte e cinco centavos).

Neste meio tempo, os conselheiros da Revlon entraram em negociação com a Forstmann, que se comprometeu a realizar uma oferta aquisição

alavancada pelas ações da Revlon, que foi aceita pela unanimidade dos conselheiros (Acordo Forstmann).

Nos termos do acordo firmado entre os conselheiros da Revlon e da Forstmann, cada acionista receberia US\$56,00 (cinquenta e seis dólares) por ação. Além disto, a Forstmann se comprometeria a assumir o passivo no valor de US\$475.000.000,00 (quatrocentos e setenta e cinco milhões de dólares), referente às Notas Subordinadas.

Como contrapartida, os administradores da Revlon deveriam adquirir ações da nova companhia através do exercício de seus *golden parachutes*, e o conselho da Revlon deveria deliberar o resgate da totalidade dos Direitos de Aquisição, bem como os conselheiros independentes deveriam autorizar a renúncia às Garantias das Notas Subordinadas.

Quando os termos do Acordo Forstmann e a renúncia às Garantias das Notas Subordinadas foram anunciados ao mercado, o valor de mercado das Notas Subordinadas caiu vertiginosamente, o que deu origem a uma enxurrada de telefonemas de investidores revoltados, além de notícias no Wall Street Journal sobre inúmeras intenções de ingresso de ação de responsabilidade civil contra os administradores da Revlon pelos detentores das Notas Subordinadas²⁶.

Ocorre o resgate dos Direitos de Aquisição e a renúncia às Garantias das Notas Subordinadas deram maior viabilidade não apenas à oferta realizada pela Forstmann, mas a qualquer interessado em realizar uma oferta por valor superior a US\$56,00 (cinquenta e seis dólares).

Assim, a Pantry Pride anunciou no dia 7 de outubro o aumento do preço de sua oferta para US\$56,25 (cinquenta e seis dólares e vinte e cinco

²⁶Wall Street Journal, 10 de outubro de 1985. *Some Revlon Investors Say Company's Moves Could Cost Them Millions of Dollars in Losses*. Por DEAN ROTBART.

centavos), condicionada à renúncia das Garantias da Notas Subordinadas, o resgate dos Direitos de Aquisição e à eleição de três administradores da Pantry Pride para o conselho de administração da Revlon.

Com o objetivo de evitar uma disputa desenfreada pela Revlon, representantes da Pantry Pride, Revlon e Forstmann decidiram se reunir para tentar alcançar conjuntamente uma alternativa que pudesse beneficiar a todos.

Infelizmente, tal acordo não pôde ser alcançado, tendo a Pantry Pride afirmado que cobriria qualquer oferta subsequente realizada pela Forstmann, independentemente do valor anunciado. Na reunião também ficou claro que a Forstmann tinha acesso a dados financeiros estratégicos da Revlon não compartilhados com a Pantry Pride, o que lhe dava uma enorme vantagem negocial em relação à sua adversária.

Diante disto, no dia 12 de outubro a Forstmann realizou uma nova oferta a US\$57,25 (cinquenta e sete dólares e vinte e cinco centavos), condicionada a uma série de eventos, sendo os principais: (i) uma *lock-up option* para a compra da divisão de *Vision Care and National Health Laboratories* da Revlon pelo valor de US\$525.000.000²⁷ (quinhentos e vinte e cinco milhões de dólares), caso outro investidor adquirisse 40% das ações da Revlon; (ii) o compromisso do conselho da Revlon de lidar exclusivamente com a Forstmann em relação a futuras ofertas de aquisição (“Cláusula de Exclusividade”); (iii) que a Revlon assumisse a obrigação de pagar uma “taxa de cancelamento” no valor de US\$25.000.000,00 (vinte e cinco milhões de dólares), caso outro investidor adquirisse 19,9% das suas ações (“Taxa de Cancelamento”); e (iv) que não houvesse qualquer

²⁷ Valor US\$175.000.000,00 (cento e setenta e cinco milhões de dólares) abaixo do seu valor econômico, segundo laudo realizado por Lazard Frères.

participação do conselho da Revlon em um eventual processo reorganização societária conduzido após a liquidação da oferta.

Em contrapartida, a Forstmann se comprometeria a, além de pagar US\$57,25 cinquenta e sete dólares e vinte e cinco centavos) por ação, a permutar as Notas Subordinadas, cujo valor de mercado havia sido drasticamente reduzido, por novos títulos de dívida com o mesmo valor de face.

No entanto, a oferta feita pela Forstmann deveria ser aceita de imediato pelo conselho da Revlon, mediante anuência expressa e submissão à totalidade das condições impostas. Caso contrário, a oferta seria revogada.

Sendo assim, o conselho de administração da Revlon imediatamente aceitou por unanimidade a oferta formulada pela Forstmann, comprometendo-se com a totalidade das suas condições.

De acordo com a ata da referida reunião, a aprovação da oferta teria ocorrido em virtude de: (i) o preço oferecido ter sido maior do que aquele ofertado na última ofertada Pantry Pride; (ii) conferir proteção aos detentores das Notas Subordinadas; e (iii) o fato de o financiamento da proposta da Forstmann possuir bases sólidas.

Diante disto, no dia 14 de outubro, a Pantry Pride, que já havia ingressado em 22 de agosto com um pedido liminar para neutralizar os Direitos de Aquisição, aditou seu pedido para incluir a suspensão da *lock-up option*, da “taxa de suspensão” e da renúncia às Garantias das Notas Subordinadas.

Uma semana mais tarde a Pantry Pride anunciou uma nova oferta a US\$58,00 (cinquenta e oito dólares) por ação, condicionada à concessão da medida de urgência para neutralizar a *lock-up option* outorgada à Forstmann.

Na mesma semana a *Court of Chancery* julgou procedente a medida de urgência movida pela Pantry Pride, tendo baseado sua decisão na quebra dos deveres fiduciários dos conselheiros da Revlon ao fazerem as concessões contidas no Acordo Revlon, uma vez que teriam privilegiado os interesses dos titulares das Notas Subordinadas ao invés de buscarem o melhor preço de venda para os acionistas remanescentes da Companhia.

Inconformadas com a decisão da *Court of Chancery*, a Revlon e a Forstmann ofereceram recurso conjunto perante Suprema Corte do estado de Delaware.

ii. A Decisão da Suprema Corte de Delaware

De acordo com as regras processuais do estado de Delaware, para que uma *preliminary injunction* possa ser concedida, devem ser comprovados a probabilidade de procedência do objeto principal da ação e o *periculum in mora*.

Além disto, a concessão da medida deve se mostrar razoável em relação à ameaça a ser evitada, podendo seus efeitos serem revertidos sem prejuízo a nenhuma das partes.

Para melhor compreensão de seus fundamentos, a decisão exarada pela Suprema Corte no caso Revlon v. MacAndrews & Forbes Holdings foi dividida em duas partes principais.

Em primeiro lugar, a Suprema Corte analisou a probabilidade de sucesso de procedência do mérito principal do processo.

Em relação a este ponto, segundo a decisão proferida, a competência final para administrar os negócios e interesse da companhia pertence ao conselho de administração. No entanto, no exercício desta prerrogativa, os administradores devem agir respeitando os deveres de diligência e lealdade para com a companhia.

Consequentemente, tais deveres também devem ser observados quando diante de uma oferta pública de aquisições.

De acordo com o entendimento alcançado em *Pogostin v. Rice*, o cumprimento dos deveres fiduciários nestas situações também pode ser verificado por meio da *business judgment rule*, desde que presentes todos os pressupostos da regra, hipótese na qual haverá a presunção *iuris tantum* de que os administradores agiram de boa-fé, de maneira informada e no melhor interesse da companhia.

No entanto, consoante entendimento da Suprema Corte no caso *Unocal v. Mesa Petroleum*:

“(...) the omnipresent specter that a board may be acting primarily in its own interests, rather than those of the corporation and its shareholders, there is an enhanced duty which calls for judicial examination at the threshold before the protections of the business judgment rule may be conferred.”²⁸.

Sendo assim, antes que a *business judgment rule* possa ser aplicada, é necessário que os administradores comprovem que: (i) há elementos fáticos suficientes que os levem a acreditar que a concretização da oferta colocaria em risco a condução dos negócios ou interesse social; e (ii) a medida defensiva adotada é razoável e proporcional à ameaça a ser evitada.

Em relação à *poison pill* e os Direitos de Aquisição dela provenientes, a Suprema Corte considerou que sua adoção teve como objetivo frustrar a oferta da Pantry Pride lançada a US\$45,00 (quarenta e cinco dólares), valor considerado inapropriado com base em laudos devidamente fundamentados apresentados por consultores financeiros da companhia.

Esta medida teria protegido os acionistas de uma oferta com valor muito abaixo daquele considerado justo, tendo mantido, contudo, a possibilidade de viabilizar uma eventual e futura oferta considerada justa. A

²⁸ Ver nota de rodapé nº 21.

prova disto é que, ao invés de desistir de adquiria a Revlon, a Pantry Pride aumentou sucessivamente o preço de sua oferta até alcançar o valor de US\$58,00 (cinquenta e oito dólares).

A segunda medida defensiva apreciada pela decisão da Suprema Corte foi a aprovação do Conselho da Revlon para a realização de uma oferta concorrente visando adquirir até 10.000.000 de ações de sua própria emissão.

A adoção de tal medida teria sido uma resposta à nova oferta efetuada pela Pantry Pride no valor de US\$47,50 (quarenta e sete dólares e cinquenta centavos), preço considerado igualmente inadequado de acordo com os laudos apresentados pelos consultores da Revlon. Ademais, tal oferta concorrente se mostrou uma medida razoável e proporcional em relação à ameaça a ser evitada.

No entanto, quando a administração da Revlon deu permissão para que os diretores procurassem outros interessados na aquisição da companhia, houve uma mudança radical no modo como a conduta dos administradores deveria ser pautada. Nos termos da decisão:

“However, when Pantry Pride increased its offer to \$50 per share, and then to \$53, it became apparent to all that the break-up of the company was inevitable. The Revlon board's authorization permitting management to negotiate a merger or buyout with a third party was a recognition that the company was for sale. The duty of the board had thus changed from the preservation of Revlon as a corporate entity to the maximization of the company's value at a sale for the stockholders' benefit. This significantly altered the board's responsibilities under the Unocal standards. It no longer faced threats to corporate policy and effectiveness, or to the stockholders' interests, from a grossly inadequate bid. The whole question of defensive measures became moot. The directors' role changed from defenders of the corporate bastion to auctioneers charged with getting the best price for the stockholders at a sale of the company.”

Em outras palavras, no momento em que os conselheiros da Revlon se convenceram que a aquisição da companhia era inevitável e autorizaram os seus diretores a procurarem possíveis interessados em fazer frente às tentativas da Pantry Pride, o seu dever deixou de ser o de proteger a viabilidade social e o interesse da companhia e passou a ser o de maximizar

o valor de venda das ações e, consequentemente, o retorno financeiro para os acionistas.

Esta constatação é o ponto fulcral da fundamentação da decisão da Suprema Corte.

Com base nela, não haveria mais que se falar em aplicação do “Teste Unocal”, uma vez que não haveria qualquer ameaça ao interesse social acionário decorrente de uma eventual oferta inadequada. Nos termos do acórdão da Suprema Corte:

“The directors' role changed from defenders of the corporate bastion to auctioneers charged with getting the best price for the stockholders at a sale of the company.”²⁹

Com base neste entendimento, a Suprema Corte passou a analisar as *lock-up options* outorgadas à Forstmann.

Sob este aspecto, a Suprema Corte entendeu que, ao invés de buscar maximizar o preço oferecido na oferta pública da Forstmann, o seu único propósito foi recuperar o valor de mercado das Notas Subordinadas (que havia caído drasticamente em virtude da renúncia às Garantias das Notas Subordinadas) e com isto evitar e enxurrada de processos judiciais que estava por vir contra os conselheiros da Revlon.

Ademais, não faria qualquer sentido dar tratamento privilegiado a qualquer ofertante, uma vez que o único fator relevante era o valor oferecido por quem quer que fosse.

Em relação a este ponto, os administradores argumentaram ter agido de boa-fé ao defender os interesses dos titulares das Notas Subordinadas, uma vez que o precedente estabelecido em *Unocal v. Mesa Petroleum* permitiria

²⁹ Em uma tradução livre: “O papel dos diretores mudou de bastiões defensores da companhia para leiloeiros incumbidos de conseguir o melhor preço para os acionistas na venda da companhia.”

que levassem em consideração outros interesses que contribuíssem para a viabilidade e o interesse social, ao invés de apenas o valor de venda das ações.

Ocorre que no caso da Revlon não havia que se falar em continuidade ou interesses outros que não os dos acionistas. Em outras palavras, os administradores não mais deviam lealdade ou diligência aos titulares das Notas Subordinadas ou qualquer outro *stakeholder* que não os acionistas. Desta forma, os administradores teriam violado seu dever de lealdade para com os acionistas ao privilegiar os interesses dos titulares das Notas Subordinadas:

“Thus, the Revlon board could not make the requisite showing of good faith by preferring the noteholders and ignoring its duty of loyalty to the shareholders. The rights of the former already were fixed by contract. (...) The noteholders required no further protection, and when the Revlon board entered into an auction-ending lock-up agreement with Forstmann on the basis of impermissible considerations at the expense of the shareholders, the directors breached their primary duty of loyalty.”

Em relação à Clausula de Exclusividade, a Suprema Corte entendeu que a sua celebração era, no mínimo, irônica, uma vez que durante toda a disputa entre a Pantry Pride e Forstmann, a administração da Revlon participou de negociações apenas com a Forstmann.

Sob este ponto a decisão esclarece que o favoritismo ou compromisso de exclusividade para lidar com *white knights* são plenamente justificáveis quando há uma vantagem negocial que leve em conta continuidade da companhia, no entanto, quando a administração se vê diante de ofertas consideravelmente similares ou quando a continuidade da companhia já não é mais uma alternativa, a exclusividade ou favoritismo por um ofertante é incompatível com o atendimento ao Teste Unocal.

Em outras palavras, para que os administradores pudessem cumprir com seus deveres fiduciários no caso Revlon v. MacAndrews & Forbes Holdings, seria necessário que dispusessem de plena liberdade negocial a fim de buscar o maior preço pelas ações da Companhia.

Sendo assim, a Suprema Corte concluiu que a Pantry Pride havia logrado em demonstrar razoável probabilidade de sucesso nos méritos da ação, tendo satisfeito o primeiro requisito para a concessão da *preliminary injunction*.

Em relação à comprovação do *periculum in mora*, a Suprema Corte considerou acertada a decisão da *Court of Chancery*, uma vez que, a menos que a *lock-up option*, a Cláusula de Exclusividade e a Taxa de Cancelamento fossem suspensas, a Pantry Pride ficaria impedida de realizar uma nova oferta pelas ações da Revlon até que a oferta lançada pela Forstmann fosse liquidada.

Uma vez presentes todos os pressupostos necessários para a concessão da *preliminary injunction*, portanto, a Suprema Corte de Delaware confirmou a decisão proferida pelo juízo *ad quo* para que os termos do acordo firmado entre a Revlon e a Forstmann fossem suspensos até que fosse julgado o mérito da ação.

iii. Os “Revlon Duties”

A decisão proferida pela Suprema Corte no caso *Revlon v. MacAndrews v. Forbes Holdings* permitiu que a jurisprudência de Delaware desse um novo passo na aplicação da *business judgment rule* à tomada de medidas defensivas pelos administradores.

Com base neste precedente, foi estabelecido um novo viés do *enhanced scrutiny test*, conhecido como os “*Revlon Duties*”.

De acordo com a jurisprudência estabelecida, sempre que os administradores decidirem que determinada companhia está à venda no mercado de controle originário, não haverá que se falar em medidas defensivas a potenciais ameaças ao interesse ou continuidade social.

Nesta hipótese os administradores entrarão no chamado “*Revlon Mode*”, sob o qual o único dever fiduciário que passam a ter em relação a tentativas de aquisição da companhia é a busca pela maximização do valor de venda para os acionistas, não podendo tomar medidas que frustrem ofertas eventualmente mais interessantes.

Isto não significa dizer que os administradores são obrigados a negociar com qualquer investidor que realize uma oferta pelas ações da companhia, mas que, caso decidam que a companhia está à venda, não poderão tomar medidas que impeçam a maximização do valor de venda das ações de sua emissão.

3.2 A Diretiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho da União Europeia e a Tentativa de Harmonização nos Estados Membros

As normas que vinculam os Estados Membros da União Europeia (“UE”) podem originar de três fontes distintas, classificadas em: (i) primárias; (ii) secundárias; ou (iii) suplementares.

As fontes primárias de direito são os “tratados fundadores”, como, por exemplo, o Tratado de Maastricht e o Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia (“TFEU”). Tais normas se destinam a estabelecer as competências da UE e suas instituições e os limites de competência de cada Estado Membro em relação as matérias de interesse comum.

Já as fontes secundárias incluem, além de convenções e tratados firmados entre a UE e outras instituições de direito internacional público, os atos unilaterais expedidos pelas instituições criadas através das normas de fonte primária.

Tais atos unilaterais estão elencados de maneira não exaustiva no artigo 288 do TFEU, nos seguintes termos: “*Para exercerem as*

competências da União, as instituições adotam regulamentos, diretivas, decisões, recomendações e pareceres.”

Em relação às diretivas, de acordo com o mesmo dispositivo, tais normas se destinam a *“vincula[r] o Estado-Membro destinatário quanto ao resultado a alcançar, deixando, no entanto, às instâncias nacionais a competência quanto à forma e aos meios.”*

As fontes suplementares, por seu turno, são os institutos encarregados de preencher vácuos normativos deixados pelas fontes primárias e secundárias. São exemplos de fontes suplementares os direitos fundamentais, os princípios gerais de direito e os princípios de direito internacional.

A Diretiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho da União Europeia (“TOD”³⁰), na qualidade de fonte normativa secundária, não se destina a criar regras diretamente aplicáveis às ofertas públicas de aquisição envolvendo companhias constituídas sob as leis dos Estados Membros da UE.

Sua função é a de criar parâmetros comuns a todos os Estados Membros, aplicáveis no momento da elaboração de suas normas de âmbito nacional.

O estabelecimento destes parâmetros destina-se a possibilitar a harmonização das regras aplicáveis às transações envolvendo *players* constituídos sob diferentes jurisdições, o que contribui para uma maior viabilidade prática da livre circulação de capitais, prevista no artigo 63 do TFEU.

³⁰Abreviação de *Takeover Directive*.

3.2.1 Breve Histórico

O primeiro passo em direção à harmonização das regras dos Estados Membros sobre ofertas públicas foi dado logo após a entrada do Reino Unido na UE, em 1974.

Na época o Professor Robert Pennington, consultor especial da então Comunidade Económica Europeia, elaborou o “*Report on Takeover and Other Bids*”³¹, que ficou conhecido como “*Pennington Report*”, por meio do qual apresentava uma minuta de diretiva destinada a estabelecer parâmetros legislativos relativos a ofertas públicas.

A minuta contida no *Pennington Report* era claramente baseada no *City Code on Takeovers and Mergers*, dado que, além de o Reino Unido possuir o corpo de regras mais especializado e o mercado de *takeovers* mais ativo em toda a Europa na época, o Professor Robert Pennington elaborou o relatório com base em sua experiência como advogado no Reino Unido.

Dentre as propostas mais relevantes contidas no *Pennington Report*, estavam a *board neutrality rule* (“regra de neutralidade dos administradores”, numa tradução literal) e a obrigatoriedade de realização de uma OPA destinada a totalidade das ações votantes caso um investidor: (i) adquirisse 40% das ações com direito de voto de determinada companhia; (ii) adquirisse, no período de doze meses, ações representando 20% dos direitos de voto de determinada companhia; ou (iii) firmasse acordo visando adquirir ações com direito de voto que, somadas àquelas de sua titularidade, lhes garantissem o poder de controlar determinada companhia.

No entanto, apesar de seus esforços, o *Pennington Report* foi abandonado logo após a sua edição.

³¹ Disponível em http://aei.pitt.edu/33743/1/A304_1.pdf; consultado em 12 de novembro de 2016.

Em 1977, a Comissão das Comunidades Europeias até chegou a utilizar a minuta contida no *Pennington Report* como base para a elaboração das “*Recomentadions on Securities Transactions*”, que por terem recebido duras críticas, também foram abandonadas.³²

A discussão sobre a necessidade de harmonização da legislação dos Estados Membros da UE sobre ofertas de aquisição somente voltou à tona quando, em 1985, foi publicado o *White Paper* da Comissão do Conselho da UE, estabelecendo metas e cronogramas para a implementação de medidas relativas ao mercado interno³³.

De acordo com o cronograma estabelecido no *White Paper*, a Comissão deveria apresentar ao Conselho da UE uma proposta de diretiva sobre ofertas públicas até 1987, devendo este deliberar a sua aprovação até o final do ano de 1989.

A proposta apresentada pela Comissão foi duramente criticada em 1989 pelo Reino Unido, pois apresentava um certo grau de incompatibilidade com a natureza autorregulatória do *City Code on Takeovers and Mergers*.

Sete anos mais tarde, em 1996, uma nova proposta chancelada pelo Comitê Econômico e Social Europeu foi submetida ao Parlamento Europeu. No entanto, tal proposta recebeu cerca de vinte emendas, tendo sido recolhida para alterações.

Uma nova minuta, publicada pelo Comitê Econômico e Social em 1997³⁴, levou em consideração grande parte dos asseios dos Estados Membros. Tendo em vista o fracasso da proposta de 1989 e o peso político que o Reino Unido exerceria na sua aprovação, a proposta submetida em

³² MUKWIRI, Jonathan. Takeovers and the European Legal Framework: A British Perspective. p. 9.

³³ Disponível em http://europa.eu/documents/comm/white_papers/pdf/com1985_0310_f_en.pdf; Consultado em 12 de novembro de 2016.

³⁴ Disponível em <http://aei.pitt.edu/10105/1/10105.pdf>; Consultado em 12 de novembro de 2016.

1997 deixava espaço para a existência de autoregulamentação nos Estados Membros. Ademais, o texto previa a extensão do princípio do *disclosure*, conferido aos acionistas, também aos empregados da companhia-alvo, proposta patrocinada por representantes da Alemanha.

Em 1999, a proposta publicada em 1997 passou por alterações pontuais e, após alguns poucos ajustes, estava pronta para ser submetida ao Parlamento Europeu. No entanto, devido ao antagonismo de interesses por parte de Parlamentares de alguns Estados Membros, a proposta somente foi submetida a votação na sessão do Parlamento Europeu de 4 de julho de 2001.

Para a surpresa geral, a votação do Parlamento sobre diretiva terminou empatada, tendo 273 parlamentares votado contra a aprovação do texto, 273 votado a favor e 22 se abstido de votar.³⁵ De acordo com as regras do Parlamento Europeu, com o empate na votação, a proposta não pôde ser aprovada.

O grande número de votos contrários à proposta se deu em grande parte pelo lobby feito pela Alemanha, que tinha o profundo receio de que a aprovação da diretiva pudesse facilitar a tomada de suas companhias nacionais por investidores agressivos estrangeiros.

No entanto, apesar do fracasso na aprovação da proposta de 2001, a Comissão decidiu não abandonar os esforços e em setembro do mesmo ano nomeou um grupo composto por sete proeminentes advogados corporativos encarregados de buscar uma solução para as três questões controversas que culminaram para a não aprovação da diretiva, quais sejam: (i) a criação de condições equitativas na União Europeia no que se refere à igualdade de tratamento dos acionistas nos Estados-Membros em ofertas públicas de aquisição; (ii) a definição do “preço justo” a ser pago aos acionistas

³⁵ <https://www.theguardian.com/business/2001/jul/05/europeanunion>; Consultado em 12 de novembro de 16.

minoritários; e (iii) o direito dos acionistas controladores de comprar compulsoriamente as ações dos acionistas minoritários.

Em janeiro de 2002 o *High Level Group of Experts* (“HLGE”), como ficou conhecido, publicou um relatório³⁶ que propunha a adoção da *breakthrough rule*³⁷, da regra do maior preço pago pelo ofertante como o justo numa oferta pública de aquisições e o direito de *squeeze-out*.

Além disto, o HLGE recomendava que fossem adotados, em um eventual projeto de diretiva, dois princípios basilares para a garantia de condições equitativas: (i) o princípio da tomada de decisão pelos acionistas, de acordo com o qual deveria ser dos acionistas a decisão final sobre a classificação da oferta como amigável ou hostil, bem como a eventual adoção de medidas defensivas; e (ii) o princípio da proporcionalidade entre risco de capital e controle, de acordo com o qual deveriam ser mitigados os mecanismos de cisão da proporcionalidade entre direitos políticos e patrimoniais quando diante de uma oferta pública de aquisições.

Por fim, em virtude do fundado receio de que a imposição de tais medidas a companhias europeias pudesse deixá-las em desvantagem em relação às companhias constituídas sob as leis norte-americanas, o que poderia facilitar a aquisição daquelas por estas, o relatório do HLGE também recomendou a adoção de uma regra de reciprocidade para que as limitações contidas em uma eventual diretiva somente fossem vinculantes quando ambas as companhias - ofertante e alvo - fossem constituídas sob as leis de Estados Membros da UE.

Com base no relatório elaborado pelo HLGE, a Comissão editou uma nova proposta de diretiva ainda em 2002.

³⁶ Disponível em http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf; Consultado em 12 de novembro de 2016.

³⁷ Ver item 3.2.6

Dentre as disposições contidas nesta nova proposta estavam incluídas: (i) a regra de neutralidade dos administradores (“*board neutrality rule*”), adotada com base no princípio da decisão dos acionistas do relatório do HLGE; (ii) a obrigatoriedade de realização de uma oferta pública destinada a todas as ações com direito de voto por qualquer investidor que adquirisse, direta ou indiretamente, por meio de operações sucessivas ou de maneira isolada, ações com direito de voto que lhe garantissem o controle de determinada companhia; (iii) os direitos de squeeze-out e sell-out; (iv) uma versão da *breakthrough rule*, que embora suspendesse as restrições relativas a transferência de ações e exercício de voto em companhias-alvo de ofertas públicas, não afetava o direito de voto múltiplo, considerado estratégico para alguns Estados Membros; e (v) a determinação para que a administração da companhia-alvo considerasse os possíveis impactos laborais quando elaborasse seu parecer sobre a oferta realizada.

Assim como as propostas anteriores, o texto editado em 2002 também foi alvo de duras críticas. Uma das questões levantadas pela Alemanha foi a de que a adoção da regra de neutralidade dos administradores sem que a *breakthrough rule* contemplasse as ações com voto múltiplo deixaria as companhias constituídas sob jurisdições cujo princípio do *one share-one vote* é mandatório – como no caso das companhias abertas alemãs – em grande desvantagem.

Além disto, o Reino Unido teria se oposto à versão da *breakthrough rule* adotada por considerá-la ineficaz.

Por não contar com o apoio da Alemanha e da Inglaterra o texto de 2002 também foi rejeitado.

A solução definitiva para o empasse somente veio à tona em 2003, quando Portugal sugeriu que tanto a regra de neutralidade dos administradores quanto a *breakthrough rule* fossem de adoção opcional a

nível doméstico, para os Estados Membros, e individual, para as companhias neles constituídas.

Em que pese o caráter lusitano da sugestão, ela recebeu considerável aceitação dentre os Estados Membros.

Uma nova proposta foi então submetida em 2003 à Comissão Europeia, contemplando, além das soluções sugeridas por Portugal, a opção a nível doméstico e individual pela adoção da regra de reciprocidade contida no HLGE.

Em dezembro do mesmo ano, o texto foi aprovado pelo Parlamento Europeu, tendo passado pelo escrutínio do Conselho no início do ano seguinte.

Sendo assim, apesar de levar exatos trinta anos para ser editada e de conter disposições de efetividade extremamente duvidosa, em 2004 foi sancionada a Diretiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho da União Europeia.

3.2.2 Estrutura da Diretiva 2004/25/CE

Para fins didáticos, a TOD³⁸ pode ser dividida em três partes principais.

A primeira parte, que compreende, além do preâmbulo, os Artigos °1 a 4°, possui caráter principiológico, organizacional e administrativo.

A segunda parte, na qual estão incluídos os Artigos 5° a 16°, procura estabelecer parâmetros legislativos concretos relativos a ofertas públicas de aquisição para os Estados Membros. Dentre tais parâmetros, podem ser citados a realização de oferta pública compulsória, a regra da neutralidade

³⁸ Ver nota de rodapé 30

dos administradores, a *breakthrough rule*, o *squeeze-out*, o *sell-out* e o regime facultativo.

Já a terceira e última parte, que compreende os Artigos 17º em diante, contém as disposições gerais relativas a possíveis sanções, a criação e atuação de comitês, mecanismos de revisão e transposição da diretiva, além da data de entrada em vigor e os destinatários da TOD.

3.2.3 Âmbito e Aplicação

Nos termos do Artigo 1º(1) da TOD, o principal objetivo da diretiva é o estabelecimento de:

“(…) medidas de coordenação das disposições legislativas, regulamentares e administrativas dos Estados Membros, incluindo os normativos estabelecidos por organismos oficialmente habilitados a regular os mercados, relativos às ofertas públicas de aquisição de valores mobiliários de sociedades sujeitas a legislação dos Estados Membros, quando esses valores mobiliários são, no todo ou em parte, admitidos à negociação num mercado regulamentado (...) em um ou vários Estados Membros.”

Em outras palavras, a TOD busca harmonizar as regras domésticas expedidas por Estados Membros e entes autorreguladores oficialmente habilitados, relativas a ofertas públicas de aquisição envolvendo valores mobiliários de companhias abertas.

Além disto, os parágrafos (2) e (3) do mesmo dispositivo excluem do seu âmbito de aplicação as regras concernentes a ofertas públicas envolvendo valores mobiliários emitidos por sociedades cujo objeto seja o investimento coletivo de capitais obtidos junto ao público e títulos emitidos pelos Bancos Centrais dos Estados Membros.

Para que se possa delimitar de maneira objetiva o âmbito de aplicação da TOD, é imprescindível considerar os conceitos de oferta pública e valor mobiliário nela contidos, definidos da seguinte maneira:

“‘Oferta pública de aquisição’ ou ‘oferta’: uma oferta pública (que não pela sociedade visada) feita aos titulares de valores mobiliários de uma sociedade para adquirir a totalidade ou uma parte desses valores mobiliários, independentemente

de essa oferta ser obrigatória ou voluntária, na condição de ser subsequente à aquisição do controle da sociedade visada ou ter como objetivo essa aquisição do controle nos termos do direito nacional;

(...)

‘Valores mobiliários’: títulos negociáveis que conferem direitos de voto numa sociedade;” (grifou-se)

Considerando as definições de oferta pública e valor mobiliário para efeitos da TOD, o seu âmbito de aplicação se limita à legislação concernente a ofertas públicas destinadas apenas a valores mobiliários com direito de voto e que envolvam a alternância de controle de companhias abertas.

Ademais, nos termos do conceito de oferta pública fornecido, as ofertas realizadas por companhias visando a aquisição de valores mobiliários com direito de voto de sua própria emissão não estão incluídas no âmbito de aplicação da TOD.

3.2.4 Oferta Pública Compulsória

A primeira disposição objetiva de proteção dos interesses dos acionistas em situações envolvendo ofertas públicas de aquisição está contida no Artigo 5º da TOD, que estabelece a obrigatoriedade e regras aplicáveis à realização de uma oferta pública destinada a todos os acionistas de determinada companhia quando houver alternância no seu controle.

Esta oferta compulsória tem sua origem no *City Code on Takeovers and Mergers*, onde foi incluída disposição semelhante mais de trinta anos antes da edição da TOD.

Ao longo das negociações e processo legislativo da TOD, que se estenderam por três décadas, não houve maiores controvérsias em relação à adoção desta oferta compulsória, pois grande parte dos Estados Membros já

havia implementado disposições similares em suas legislações domésticas, o que contribuiu para mitigar os conflitos políticos relativos à regra.³⁹

O Artigo 5º da TOD se destina principalmente a estabelecer as hipóteses nas quais deverá ser realizada a oferta compulsória e a contrapartida oferecida pelo ofertante.

De acordo com o parágrafo Artigo 5º(1) da TOD⁴⁰, os Estados Membros deverão determinar, através de suas legislações internas, a obrigatoriedade de qualquer investidor ou grupo de investidores que adquiram ações de uma companhia que, somadas à participação já detida, lhe confirmam o poder de controlar direta ou indiretamente a sociedade, realizar uma oferta pública de aquisições dirigida aos acionistas remanescentes, visando adquirir a totalidade das ações com direito de voto em circulação.

A única exceção à oferta compulsória refere-se à hipótese na qual a alternância de controle ocorra em virtude realização de uma oferta pública voluntária destinada a totalidade dos acionistas com direito de voto, nos termos do parágrafo (2) do mesmo dispositivo⁴¹.

Muito embora a TOD condicione a realização da oferta à alternância de controle, o conceito de controle para tais fins é deixado em aberto, devendo cada Estado Membro determinar a porcentagem de ações com

³⁹ SCHUSTER, Edmund-Philipp. The Mandatory Bid Rule: Efficient, After All? *in* The modern law review, 2013, Vol.76(3), p. 532.

⁴⁰ DIRECTIVA 2004/25/CE, Artigo 5º(1): Sempre que uma pessoa singular ou coletiva, na sequência de uma aquisição efetuada por si ou por pessoas que com ela atuam em concertação, venha a deter valores mobiliários de uma sociedade a que se refere o nº 1 do artigo 1º que, adicionados a uma eventual participação que já detenha e à participação detida pelas pessoas que com ela atuam em concentração, lhe confirmam direta ou indiretamente uma determinada percentagem dos direitos de voto nessa sociedade, permitindo-lhe dispor do controlo da mesma, os Estados-Membros asseguram que essa pessoa deva lançar uma oferta a fim de proteger os acionistas minoritários dessa sociedade. Esta oferta deve ser dirigida o mais rapidamente possível a todos os titulares de valores mobiliários, para a totalidade das suas participações, a um preço equitativo definido no nº 4. (Grifou-se)

⁴¹ DIRECTIVA 2004/25/CE, Artigo 5º(2): O dever de lançar uma oferta previsto no nº 1 não é aplicável quando o controlo tiver sido adquirido na sequência de uma oferta voluntária realizada em conformidade com a presente diretiva, dirigida a todos os titulares de valores mobiliários, para a totalidade das suas participações. (Grifou-se)

direito de voto capaz de configurar o controle de fato das companhias constituídas sob a sua jurisdição, bem como a sua formula de cálculo⁴².

De acordo com estudo publicado pelo escritório de advocacia Marccus Partners, em 2012, dezenove dos vinte e dois Estados Membros adotavam uma porcentagem entre 30% e 33% das ações com direito de voto como gatilho da oferta compulsória:

Estado Membro	Presunção de Controle	Estado Membro	Presunção de Controle
Áustria	30%	Irlanda	30%
Bélgica	30%	Itália	30%
Chipre	30%	Luxemburgo	33%
República Checa	50%	Holanda	30%
Dinamarca	50%	Polônia	33%
Estônia	50%	Portugal	33%
Finlândia	30%	Roménia	33%
França	30%	Eslováquia	33%
Alemanha	30%	Espanha	30%
Grécia	33%	Suécia	30%
Hungria	33%	Reino Unido	30%

Tabela 1: Porcentagem de ações com direito de voto necessárias para disparar a oferta pública compulsória em cada Estado Membro. (Fonte: Marccus Partners)

⁴² DIRECTIVA 2004/25/CE, Artigo 5º(3): A percentagem de direitos de voto que confere o controlo de uma sociedade, para efeitos do nº 1, bem como a fórmula do respectivo cálculo, são determinados pela regulamentação do Estado-Membro em que se situa a sua sede social.

Outra importante disposição da TOD concerne ao preço a ser oferecido na oferta compulsória. O Artigo 5º(4) da TOD⁴³ estabelece o que ficou conhecida como a *equal opportunity rule*⁴⁴.

De acordo com esta regra, o preço a ser oferecido na oferta compulsória não poderá ser inferior ao maior preço pago pelo ofertante por valores mobiliários da mesma classe e espécie, num período a ser determinado por cada Estado Membro, não inferior a seis e não superior a doze meses anteriores à realização da oferta compulsória.

Desta maneira, sempre que ocorrer uma alternância de controle, a totalidade dos acionistas da companhia receberá o mesmo tratamento.

A *equal opportunity rule*, enquanto medida de equidade acionária pode assumir funções distintas a depender do modo de alternância do controle.

⁴³ DIRECTIVA 2004/25/CE, Artigo 5º(4): Por preço equitativo entende-se o preço mais elevado pago pelos mesmos valores mobiliários pelo oferente, ou pelas pessoas que com ele atuam em concertação, ao longo de um período a determinar pelos Estados-Membros, não inferior a seis e não superior a 12 meses, que preceda a oferta prevista no nº 1. Se, depois de a oferta ser tornada pública, mas antes do termo do prazo de aceitação da mesma o oferente ou qualquer pessoa que com ele atue em concertação adquirir valores mobiliários acima do preço da oferta, o oferente deve aumentar o valor da sua oferta até um preço não inferior ao preço mais alto pago pelos valores mobiliários assim adquiridos.

Sem prejuízo dos princípios gerais enunciados no nº 1 do artigo 3.º, os Estados-Membros podem autorizar as autoridades de supervisão a alterar o preço referido no primeiro parágrafo em circunstâncias e de acordo com critérios claramente determinados. Para o efeito, podem estabelecer uma lista de circunstâncias em que o preço mais elevado pode ser alterado, tanto no sentido da sua subida como descida, por exemplo, se o preço mais elevado tiver sido fixado mediante acordo entre o adquirente e o alienante, se os preços de mercado dos valores mobiliários em causa tiverem sido manipulados, se os preços do mercado em geral ou em especial tiverem sido afetados por acontecimentos excepcionais, ou a fim de permitir a recuperação de uma empresa em situação difícil. Podem igualmente definir os critérios a utilizar em tais casos como, por exemplo, o valor médio de mercado ao longo de um determinado período, o valor de liquidação da sociedade ou outros critérios objetivos de avaliação geralmente utilizados na análise financeira.

Qualquer decisão das autoridades de supervisão no sentido de alterar o preço equitativo deve ser sempre fundamentada e tornada pública.

⁴⁴ SCHUSTER, Edmund-Philipp. The Mandatory Bid Rule: Efficient, After All? *in* The modern law review, 2013, Vol.76(3), p. 533

Nos casos em que houver alienação de controle, a *equal opportunity rule* obriga o alienante a compartilhar integralmente o prêmio de controle com os demais acionistas com direito de voto.

Nesta hipótese, a *equal opportunity rule* funcionará de maneira análoga ao Artigo 254-A da Lei das S.A. brasileira. No entanto, ao contrário do modelo brasileiro, onde os minoritários recebem apenas 80% do valor pago pelas ações do bloco de controle, o prêmio de controle será totalmente dividido com os minoritários.

Quando a aquisição de controle ocorrer de maneira originária, a *equal opportunity rule* funciona como um poderoso mecanismo de defesa contra a manipulação de mercado nas hipóteses de escalada em bolsa e também contra *two-tier offers* coercitivas.

No caso das *two-tier offers*, a *equal opportunity rule* age como uma barreira à fase de *back-end*. Isto porque, caso o *front-end* implique na assunção do controle da companhia⁴⁵, o ofertante será obrigado a realizar uma nova oferta pública pelo mesmo preço oferecido no *front-end*, o que afastará o caráter coercitivo da operação.

3.2.5 Board Neutrality Rule

A *board neutrality rule* (“BNR”) ou regra da neutralidade dos administradores, numa tradução literal, é o ponto central da Diretiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho da União Europeia no que concerne ao conflito de interesses dos administradores quando diante de tomadas de controle hostis.

⁴⁵ O que ocorrerá caso o ofertante adquira entre 30% e 33% das ações com direito de voto de companhias constituídas sob as leis de dezenove dos vinte e dois Estados Membros.

Nos termos do Artigo 9º(2) da TOD⁴⁶, os Estados Membros deverão assegurar que a administração das sociedades constituídas sob sua jurisdição fiquem impedidas de adotar quaisquer medidas defensivas que possam frustrar uma oferta pública destinada às ações de sua emissão, a menos que autorizada de maneira prévia, expressa e específica pelos acionistas reunidos em assembleia geral.

Esta vedação passa a ser vinculante a partir do momento em que a administração tomar ciência da referida oferta pública e deve perdurar até o momento em que o resultado da oferta se tornar público ou que ocorra a sua liquidação.

A única exceção à BNR, no entanto, diz respeito à procura por *white knights*. Isto porque presume-se que a procura por um ofertante alternativo resultará sempre na geração de valor para os acionistas. Ou seja, mesmo que a administração procure *white knights* visando satisfazer interesses próprios, não haverá qualquer prejuízo para os acionistas.

Como decorrência da BNR, o poder decisório relativo à classificação da oferta como amigável ou hostil e a eventual adoção de medidas defensivas é inteiramente alocado nas mãos dos acionistas, que deverão decidir sobre o assunto em assembleia geral convocada para tais fins.

⁴⁶ DIRECTIVA 2004/25/CE, Artigo 9º(2): No período referido no segundo parágrafo, o órgão de administração da sociedade visada é obrigado a obter a autorização prévia da assembleia-geral de acionistas para o efeito antes de empreender qualquer ação susceptível de conduzir à frustração da oferta, excetuando a procura de outras ofertas e, nomeadamente, antes de proceder a qualquer emissão de valores mobiliários susceptível de impedir de forma duradoura que o oferente assumo o controlo da sociedade visada.

Esta autorização é obrigatória, pelo menos a partir do momento em que o órgão de administração da sociedade visada recebe as informações referidas no primeiro período do nº 1 do artigo 6.o e enquanto o resultado da oferta não for tornado público ou a oferta não terminar. Os Estados-Membros podem impor a antecipação do momento a partir do qual esta autorização deva ser obtida, por exemplo, logo que o órgão de administração da sociedade visada tomar conhecimento da iminência da oferta.

Desta maneira, o potencial conflito de interesses dos administradores em relação à oferta é integralmente neutralizado, uma vez o seu papel ficará limitado à decisão assemblear tomada por aqueles a quem a oferta é dirigida.

Está é a principal diferença entre o modelo europeu e o modelo norte-americano no que concerne o afastamento do conflito de interesses dos administradores quando diante de tentativas de tomada hostil.

Enquanto o modelo norte-americano estabelece um *standard* de verificação *ex post* do conflito de interesses dos administradores nestas situações, a solução europeia opta por uma regra de impedimento baseado no conflito *ex ante*, alocando integralmente a decisão nos acionistas e afastando do processo decisório aqueles com interesse potencialmente conflitante.

Uma das críticas feitas ao BNR pelos defensores do modelo norte-americano é a limitação da companhia alvo para oferecer uma resposta rápida e mais efetiva a uma eventual oferta hostil. Em virtude da necessidade do escrutínio dos acionistas, seria necessário aguardar os prazos de convocação e realização de assembleias gerais, o que poderia comprometer um contra-ataque imediato.

Em vista disto, o Artigo 9º(4) da TOD⁴⁷ determina que os Estados Membros possam estabelecer regras que permitam a convocação de uma assembleia geral de acionistas a curto prazo, caso esta não possa ocorrer regularmente em num prazo inferior a duas semanas da publicação do primeiro edital de convocação.

Ademais, com o objetivo de evitar o abuso de estruturas alavancadas de controle como forma de perpetuação de acionistas controladores, o Artigo

⁴⁷ DIRECTIVA 2004/25/CE, Artigo 9º(4): Para efeitos de obtenção da autorização prévia, da aprovação ou da confirmação pelos titulares de valores mobiliários, a que se referem os n.ºs 2 e 3, os Estados-Membros podem estabelecer regras que permitam a convocação de uma assembleia-geral de acionistas a curto prazo, na condição de esta assembleia não ocorrer num prazo inferior a duas semanas a contar da data da sua convocação.

11(3) da TOD⁴⁸ torna sem efeito, na assembleia geral convocada para deliberar sobre tomada de medidas defensivas, quaisquer restrições estatutárias relativas ao direito de voto ou disposições que confirmam voto plural a determinados acionistas.

Desta maneira, um acionista que eventualmente faça uso de mecanismos estatutários de reforço de controle não poderá provocar a frustração da oferta de maneira abusiva em benefício próprio.

Por fim, nos termos do Artigo 5º(5) da TOD, independente do resultado da assembleia que deliberar a adoção de medidas defensivas, o órgão de administração da empresa-alvos deverá elaborar e publicar um parecer fundamentado sobre a oferta realizada, contemplando os impactos causados a: (i) os interesses e viabilidade sociais; (ii) os empregados da companhia-alvo; (iii) os locais em que a empresa-alvo exerça as suas atividades; e (iv) quaisquer outras questões de relevância pública.

Este relatório deverá ser encaminhado, além dos acionistas da companhia-alvo, aos representantes dos seus trabalhadores ou, na sua falta, aos próprios trabalhadores que, caso diverjam do parecer da administração, poderão elaborar seu próprio parecer, que deverá ser anexado como parte integrante do parecer editado pelos administradores.

Esta obrigação procura munir os acionistas com informações outras que não apenas de cunho financeiro para que estes possam avaliar a conveniência de aderir ou não à oferta pública.

⁴⁸ DIRECTIVA 2004/25/CE, Artigo 11º(3): As restrições em matéria de direito de voto previstas nos estatutos da sociedade visada ficam sem efeito na assembleia-geral de acionistas que tomar uma decisão sobre eventuais medidas de defesa nos termos do artigo 9º.
As restrições em matéria de direito de voto previstas em contratos entre a sociedade visada e os titulares de valores mobiliários desta sociedade ou em contratos entre estes últimos celebrados após a aprovação da presente diretiva ficam sem efeito na assembleia-geral de acionistas que tomar uma decisão sobre eventuais medidas de defesa nos termos do artigo 9º.
Os valores mobiliários com voto plural têm um único voto na assembleia-geral de acionistas que decidir sobre eventuais medidas de defesa nos termos do artigo 9º.

3.2.5.1 Críticas à BNR

Em que pese a ideia de efetividade incontestada que uma primeira leitura da BNR possa sugerir, em estudo publicado em fevereiro de 2010 pelo European Corporate Governance Institute⁴⁹ (“ECGI”), os Professores Paul Davies, Edmund-Philipp Schuster e Emilie van de Walle de Ghelcke denunciam dois conjuntos de argumentos de crítica à BNR: (i) os argumentos de redundância; e (ii) o argumento de estrutura acionária.

Os três argumentos de redundância são: (a) a ausência de inovação em relação às leis internas dos Estados Membros; (b) os direitos de destituição e eleição dos administradores; e (c) o comportamento do mercado em relação ao entrincheiramento da administração.

Em relação ao primeiro argumento, o artigo publicado pela ECGI argumenta que a BNR em nada acrescenta aos ordenamentos internos no que tange à proibição da administração em agir contra os interesses dos acionistas quando diante de uma oferta pública.

Neste diapasão, a legislação interna da quase totalidade dos Estados Membros já possuía, antes da edição da TOD, disposições condicionando a tomada de medidas defensivas à aprovação previa dos acionistas ou limitando as possíveis providências à disposição dos administradores.

Ademais, os deveres fiduciários de cuidado, diligência e lealdade imposto aos administradores conduziram de maneira programática ao mesmo resultado alcançado pela BNR, sem que fosse necessário comprometer a efetividade e rapidez da tomada de medidas defensivas.

⁴⁹ DAVIES, Paul; SCHUSTER, Edmund-Philipp; GHELCKE, Emilie van de Walle de. The Takeover Directive as a Protectionist Tool? European Corporate Governance Institute: Law Working Paper N° 141/2010. p. 4

No entanto, na visão de Paul, Edmund e Emilie, o argumento de ausência de inovação da BNR é falho, pois, por se tratar de uma regra genérica, a BNR não poderá ser contornada pela criação de novas medidas defensivas não consideradas no momento de edição da regra.

Adicionalmente, por ser uma regra e não um *standard*, a BNR é menos suscetível à modulação hermenêutica pelo poder judiciário, pois, na qualidade de regra, o BNR deve ser aplicado à maneira “tudo ou nada”.

Por fim, o Artigo 9º(2) da TOD cita a título exemplificativo a emissão de valores mobiliários como forma de medida defensiva. Este fato é de particular importância para a BNR, pois apesar de o Artigo 25º(1) da Segunda Diretiva 77/91/CEE⁵⁰ condicionar aumentos de capital à aprovação pela assembleia geral, o parágrafo (2) do mesmo dispositivo trata do capital autorizado.

A BNR, portanto, impede que os administradores utilizem o capital autorizado como um “plano B” defensivo contra tentativas de aquisição hostil.

⁵⁰ Segunda Diretiva 77/91/CEE; Artigo 25º:

1. Qualquer aumento do capital deve ser deliberado pela assembleia geral. Esta deliberação, bem como a realização do aumento do capital subscrito devem ser objeto de publicidade, a efetuar segundo os modos previstos pela legislação de cada Estado-membro, nos termos do artigo 3º da Diretiva nº 68/151/CEE.
2. Todavia, os estatutos, o ato constitutivo ou a assembleia geral, cuja deliberação deve ser objeto de publicidade nos termos do nº 1, podem autorizar o aumento do capital subscrito até um montante máximo por eles fixado, com observância do montante máximo eventualmente previsto na lei. O órgão da sociedade designado competente para esse efeito decidirá, se for caso disso, aumentar o capital subscrito, dentro dos limites do montante fixado. Este poder do órgão tem um prazo máximo de exercício de cinco anos, e pode ser renovado uma ou mais vezes pela assembleia geral, por um período que, para cada renovação, não pode ultrapassar cinco anos.
3. Quando existem várias categorias de ações, a deliberação da assembleia geral relativa ao aumento do capital indicado no nº 1, ou à autorização para aumentar o capital, referida no nº 2, ficarão subordinadas, pelo menos, a uma votação separada, a efectuar por cada uma das categorias de acionistas cujos direitos sejam afetados pela operação.
4. O presente artigo aplica-se à emissão de quaisquer títulos convertíveis em ações ou providos de um direito de subscrição de ações, mas não é aplicável à conversão dos títulos, nem ao exercício do direito de subscrição.

O segundo argumento de redundância afirma que a possibilidade de destituição e eleição de novos administradores torna a BNR desnecessária, pois caso os acionistas acreditem que os administradores estejam faltando com seus deveres fiduciários, poderão destituí-los, o que funcionaria como um mecanismo para que os administradores considerassem os interesses sociais quando diante de uma oferta pública.

Assim, caso uma oferta economicamente interessante seja frustrada pelos administradores, o ofertante poderia coordenar esforços com os acionistas por meio de arranjos contratuais ou pedidos públicos de procuração para destituir os administradores e eleger uma nova administração melhor alinhada com os interesses econômicos dos acionistas e do próprio ofertante.

O terceiro e último argumento de redundância levantado pelo estudo do ECGI alega que o próprio mercado é capaz de fornecer respostas eficazes ao entrincheiramento da administração.

Uma destas respostas seria o pagamento de bônus os administradores na ocorrência de uma alternância de controle, tais como os chamados *golden parachutes*.

De acordo com referido estudo, um forte contra-argumento a esta premissa seria o de que em alguns Estados Membros há certas limitações para a concessão deste tipo de bônus. Ademais, considerando o fato de que a alternância de controle costuma ocorrer em companhias cuja administração esteja se mostrando ineficiente, o pagamento de um bônus condicionado à mudança de controle importaria numa espécie de “pagamento pelo fracasso da administração”.

Nos que tange ao argumento de estrutura acionária, o artigo do ECGI pondera que a BNR, enquanto mecanismo de afastamento de conflito de

interesses na adoção de medidas defensivas, somente é eficaz nos casos em que a estrutura acionária da companhia-alvo for dispersa.

Nas hipóteses em que o poder político social for concentrado, que é o modelo predominante entre a maioria dos Estados Membros, a BNR não terá qualquer efeito prático, pois a administração não terá qualquer ingerência efetiva sobre a decisão de classificar a oferta como amigável ou hostil ou de adotar medidas defensivas.

Nestes casos esta decisão caberá ao acionista controlador, que terá o poder de prevalecer nas assembleias gerais, ficando os acionistas minoritários a mercê dos seus motivos.

3.2.6 Breakthrough Rule

A *breakthrough rule* (“BTR”) ou a “regra da não oponibilidade das restrições em matéria de transmissão de valores mobiliários e direito de voto”, na nomenclatura lusitana, assim como a BNR, foi objeto central dos impasses políticos que culminaram na postergação por mais de três décadas da edição da TOD.

A BTR está prevista no Artigo 11º da TOD e possui dois âmbitos de aplicação. O primeiro diz respeito ao período de aceitação da oferta e o segundo, ao período subsequente ao seu sucesso, quando houver.

Nos termos do Artigo 11º(2) e (3) da TOD⁵¹, as restrições à transmissão de valores mobiliários previstas nos estatutos das companhias-

⁵¹ DIRECTIVA 2004/25/CE, Artigo 11º:

(...)

2. As restrições à transmissão de valores mobiliários previstas nos estatutos da sociedade visada não são aplicáveis ao oferente durante o período de aceitação da oferta previsto no nº 1 do artigo 7º.

As restrições à transmissão de valores mobiliários previstas em contratos entre a sociedade visada e os titulares de valores mobiliários desta sociedade ou em contratos entre estes últimos celebrados após a aprovação da presente diretiva não são aplicáveis ao oferente durante o prazo de aceitação da oferta previsto no nº 1 do artigo 7º.

alvo ou em arranjos contratuais paras-sociais ou extra-sociais firmados entre a companhia e acionistas ou entre acionistas não serão oponíveis durante o período de aceitação da oferta.

Ademais, as restrições em matéria de voto e os direitos de voto plural previstos nos estatutos destas mesmas sociedades ou nestes mesmos acordos extra ou para-sociais não terão qualquer eficácia na assembleia convocada para deliberar sobre a tomada de medidas defensivas contra a oferta pública lançada pelas ações da companhia⁵².

Em outras palavras, no período de implementação e aceitação da oferta, além da livre disposição sobre os valores mobiliários emitidos pela companhia-alvo, também será aplicado o princípio do *one share-one vote*.

Estes mecanismos se destinam a impedir que estruturas de desproporção entre direitos patrimoniais e políticos ou quaisquer outras restrições possam interferir de maneira ilegítima no processo de lançamento e aceitação da oferta.

Em relação à sua aplicabilidade no período pós liquidação da oferta, a BTR impede que a extensão dos efeitos das medidas defensivas pré-oferta impossibilitem o efetivo exercício do controle caso o ofertante consiga adquirir parcela considerável das ações de emissão da companhia.

3. As restrições em matéria de direito de voto previstas nos estatutos da sociedade visada ficam sem efeito na assembleia-geral de acionistas que tomar uma decisão sobre eventuais medidas de defesa nos termos do artigo 9º.

As restrições em matéria de direito de voto previstas em contratos entre a sociedade visada e os titulares de valores mobiliários desta sociedade ou em contratos entre estes últimos celebrados após a aprovação da presente diretiva ficam sem efeito na assembleia-geral de acionistas que tomar uma decisão sobre eventuais medidas de defesa nos termos do artigo 9º.

Os valores mobiliários com voto plural têm um único voto na assembleia-geral de acionistas que decidir sobre eventuais medidas de defesa nos termos do artigo 9º.

⁵² Ver item 3.2.5

De acordo com o Artigo 11(4) da TOD⁵³, a suspensão da eficácia das vantagens ou restrições ao direito de voto aplicáveis ao período de aceitação da oferta também serão aplicadas na primeira assembleia geral convocada pelo ofertante após o termino da oferta, caso este tenha se tornado titular de, no mínimo, 75% das ações com direito de voto da companhia.

Este dispositivo visa permitir que o adquirente que se torne titular de participação votante em percentual altamente relevante, consiga se valer efetivamente dos direitos políticos adquiridos. Para tanto, na assembleia geral subsequente à liquidação da oferta, ele poderá alterar o estatuto da companhia para retirar possíveis restrições ao exercício do controle, bem como destituir e eleger novos administradores, sem que direitos especiais de voto possam afetá-lo.

As únicas exceções à BTR, contidas no Artigo 11º(6) e (7) da TOD⁵⁴, dizem respeito às ações preferenciais e a existência de *golden shares* detidas por Estados Membros.

⁵³ DIRECTIVA 2004/25/CE, Artigo 11º(4): Quando, na sequência de uma oferta, o oferente detiver pelo menos 75 % do capital com direito de voto, não são aplicáveis as restrições à transmissão de valores mobiliários e ao direito de voto referidas nos nº 2 e 3 nem os direitos especiais de acionistas no que diz respeito à nomeação ou destituição de membros do órgão de administração previstos nos estatutos da sociedade visada; os valores mobiliários com voto plural têm um único voto na primeira assembleia-geral de acionistas subsequente ao encerramento da oferta convocada pelo oferente a fim de alterar os estatutos da sociedade ou de destituir ou nomear membros do órgão de administração.

Para o efeito, o oferente deve dispor do direito de convocar uma assembleia-geral de acionistas a curto prazo, na condição de esta assembleia não ocorrer num prazo inferior a duas semanas após a sua convocação.

⁵⁴ DIRECTIVA 2004/25/CE, Artigo 11º:

(...)

6. O disposto nos nºs 3 e 4 não é aplicável aos valores mobiliários caso as restrições ao direito de voto sejam acompanhadas de vantagens pecuniárias específicas.

7. O presente artigo não se aplica no caso de os Estados-Membros serem titulares de valores mobiliários na sociedade visada que lhes confirmem direitos especiais que sejam compatíveis com o Tratado, no caso de direitos especiais previstos na lei nacional que sejam compatíveis com o Tratado, nem no caso de empresas cooperativas.

3.2.7 Regime Facultativo

Conforme elucidado no item 3.2.1 do presente estudo, o consenso sobre o texto final da TOD somente pode ser alcançado com base na sugestão feita por Portugal de tornar a BNR e a BTR de aplicação facultativa a nível nacional e individual.

Desta maneira, o Artigo 12º(1) e (2) da TOD⁵⁵ determina que os Estados Membros poderão reservar o direito de não exigir que as companhias constituídas sob a sua jurisdição obedeçam à BNR e à BTR. No entanto, caso determinado Estado Membro opte por dispensar a BNR e a BTR, deverá permitir que as sociedades nele constituídas possam adotar de maneira voluntária uma ou ambas as regras, desde que tal escolha seja reversível.

Assim, se o Estado Membro não fizer qualquer reserva em relação à BNR e à BTR, estará obrigado a estabelecer normas de aplicação interna contemplando tais regras.

No entanto, caso o Estado Membro opte por não exigir que as sociedades nele constituídas apliquem a BNR e a BTR, deverá disponibilizar meios para que tais regras possam ser adotadas de maneira voluntária, desde que tal adoção possa ser revertida.

⁵⁵ DIRECTIVA 2004/25/CE, Artigo 12º:

1. Os Estados-Membros podem reservar o direito de não exigir que as sociedades a que se refere o n.º 1 do artigo 1.º, com sede social nos respectivos territórios, apliquem o disposto nos n.ºs 2 e 3 do artigo 9.º e/ou no artigo 11.º.

2. Sempre que os Estados-Membros façam uso da faculdade a que se refere o n.º 1, devem, no entanto, dar às sociedades com sede social nos respectivos territórios a opção, que deve ser reversível, de aplicar o disposto nos n.ºs 2 e 3 do artigo 9.º e/ou no artigo 11.º, sem prejuízo do disposto no n.º 7 do artigo 11.º

A decisão da sociedade deve ser tomada pela assembleia-geral de acionistas, em conformidade com a lei do Estado-Membro em que se situe a sua sede social aplicável às alterações aos estatutos. A decisão deve ser comunicada à autoridade de supervisão do Estado-Membro onde a sociedade tenha sede social e a todas as autoridades de supervisão dos Estados-Membros onde os seus valores mobiliários estejam admitidos à negociação num mercado regulamentado ou onde a sua admissão tenha sido requerida.

(...)

Este arranjo foi alvo de pesadas críticas doutrinárias e dos participantes do mercado. Isto porque, muito embora tenha servido de solução para discussões legislativas de mais de três décadas, a decisão alcançada terminou por neutralizar na prática os efeitos pretendidos com a edição da TOD.

Em estudo empírico envolvendo vinte e dois Estados Membros elaborado em 2012 pela firma advocacia Marccus Partners foi constatado que apenas três dos Estados Membros tiveram alterações significativas provocadas pela TOD em relação à BTR e à BNR.

A tabelas a seguir demonstra quais Estados Membros adotam a BNR e a BTR em caráter vinculante e se tal previsão foi provocada pela TOD ou já era existente à época da sua implementação:

Country	Oferta Compulsória	BNR	BTR	Panorama Geral
Alemanha	Sim, já existente	Não	Não	Sem alterações significativas
Áustria	Sim, já existente	Sim, já existente	Não	Sem alterações significativas
Bélgica	Sim, já existente	Não	Não	Sem alterações significativas
Chipre	Sim, já existente	Sim	Não	Alterações significativas
Dinamarca	Sim, já existente	Sim, já existente	Não	Sem alterações significativas
Eslováquia	Sim, já existente	Sim, já existente	Não	Sem alterações significativas
Espanha	Sim, já existente	Sim, já existente	Não	Sem alterações significativas
Estônia	Sim, já existente	Sim, já existente	Sim	Alterações significativas
Finlândia	Sim, já existente	Sim, já existente	Não	Sem alterações significativas
França	Sim, já existente	Sim, já existente	Não	Sem alterações significativas
Grécia	Sim, já existente	Não	Não	Sem alterações significativas

Holanda	Sim, já existente	Não	Não	Sem alterações significativas
Hungria	Sim, já existente	Não	Não	Sem alterações significativas
Irlanda	Sim, já existente	Sim, já existente	Não	Sem alterações significativas
Itália	Sim, já existente	Sim, já existente	Não	Sem alterações significativas
Luxemburgo	Sim, já existente	Não	Não	Sem alterações significativas
Polônia	Sim, já existente	Não	Não	Sem alterações significativas
Portugal	Sim, já existente	Sim, já existente	Não	Sem alterações significativas
Reino Unido	Sim, já existente	Sim, já existente	Não	Sem alterações significativas
República Tcheca	Sim, já existente	Sim, já existente	Não	Sem alterações significativas
Romênia	Sim, já existente	Sim	Não	Alterações significativas
Suécia	Sim, já existente	Sim, já existente	Não	Sem alterações significativas

Tabela 2: Alterações decorrentes da BTR e BNR (Fonte: Marccus Partners)

Como é possível inferir, apenas Chipre, Estônia e Romênia apresentaram alterações significativas relativas à BTR e à BNR como decorrência da edição da TOD.

Ocorre que nenhum destes três Estados Membros representa parcela relevante do mercado de *takeovers* da EU.

Diante destes dados empíricos, não é difícil concluir que, muito embora, a BTR e a BNR constituam, juntamente com a oferta compulsória, os alicerces fundamentais da TOD, o Regime Facultativo contido no seu Artigo 12º impediu que a diretiva surtisse qualquer efeito sob este aspecto.

3.2.7.1 A regra de Reciprocidade

Em que pese o caráter salomônico da solução alcançada na TOD para os empasses políticos referentes a BNR e a BTR, o regime facultativo adotado é ainda hoje alvo de dura críticas.

Isto porque, sob o argumento de protecionismo das companhias constituídas em Estados Membros que adotassem a BNR e a BTR como obrigatórias, foi adotada a regra de reciprocidade sugerida no relatório do HLGE.

A regra de reciprocidade, contida no Artigo 12º(3) da TOD, permite que os Estados Membros dispensem as sociedades constituídas sob as suas leis de aplicar a BNR e a BTR quando forem alvo de uma oferta pública realizada por uma sociedade que não aplique estas mesmas regras.

Para o presente estudo apenas interessa a regra de reciprocidade relativa à BNR, dado que, apesar de constituir um mecanismo relevante para a sobreposição dos efeitos indesejados de medidas defensivas, a BTR possui relação remota com o caráter conflitante dos interesses dos administradores no momento de adoção de tais medidas.

A regra de reciprocidade combinada com o regime facultativo relativos à BNR estabelece quatro regimes distintos no que concerne à neutralidade dos administradores no momento de adoção de medidas defensivas.

Em primeiro lugar, teremos as companhias constituídas sob as leis de Estados Membros cuja BNR é facultativa e a opção pela regra da reciprocidade não é oferecida. Neste caso as companhias poderão optar pela aplicação integral da BNR ou pela sua não aplicação integral. Em outras palavras, a BNR deverá ser aplicada no “tudo ou nada”.

Em seguida, há as companhias constituídas sob as leis de Estados Membros em que ambas a BNR e a regra de reciprocidade são facultativas. Nesta hipótese a companhia estará inteiramente livre para adotar qualquer ou ambas as opções.

Em terceiro lugar, em Estados Membros onde a BNR é obrigatória e o regime facultativo não é oferecido, haverá a aplicação integral da BNR a todas as companhias.

Por fim, caso o Estado Membro preveja a BNR como mandatória e a regra da reciprocidade como facultativa, a neutralidade da administração será aplicada sempre a companhia estiver diante de uma oferta lançada por outra companhia que também adote a BNR.

A relação entre estes quatro regimes é representada de maneira clara em organograma contido no supramencionado estudo publicado pelo ECGI⁵⁶, da seguinte maneira:

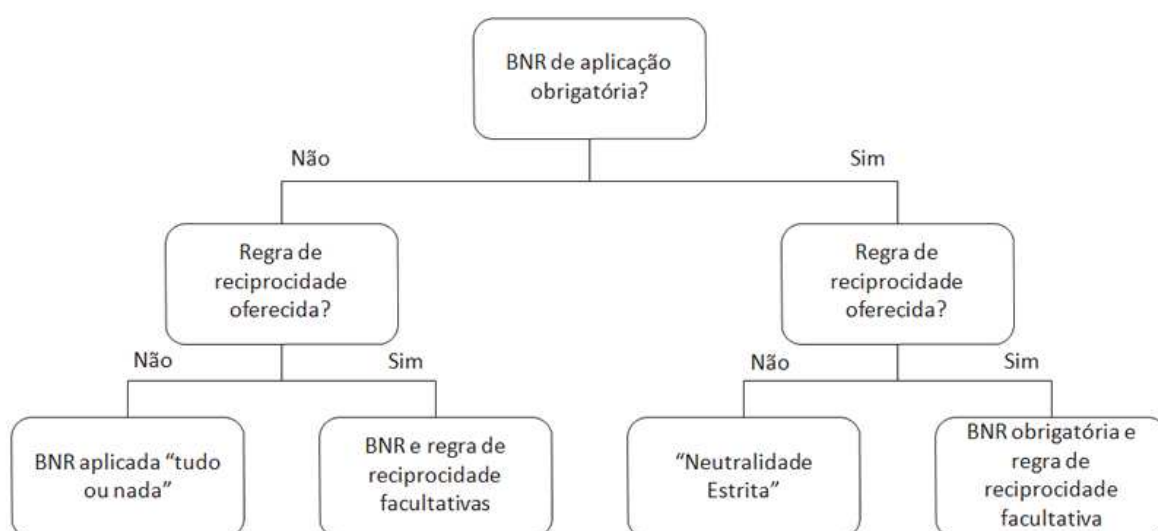


Figura 2: Organograma representando regimes de aplicação da BNR e da regra de reciprocidade

⁵⁶ Ver nota de rodapé 49.

As principais críticas feitas à regra de reciprocidade decorrem do seu alto grau de contingência hermenêutica. Como bem asseveram os Professores Paul Davies, Edmund-Philipp Schuster e Emilie van de Walle de Ghelcke⁵⁷:

“The reciprocity exception in its current form is probably one of the oddest results of the compromise that finally led to the adoption of the Directive. (...) Perhaps because it was drafted at such a late and contentious stage in the Directive’s adoption process, there are also many unsolved questions about the scope of the reciprocity exception.”

Algumas questões deixadas em aberto concernentes à aplicação da regra de reciprocidade podem levar a um baixo nível de segurança jurídica, tal como a dúvida sobre a sua aplicação quando a companhia-alvo optante pela reciprocidade estiver diante de duas ou mais ofertas distintas lançadas por uma ou mais companhias sujeitas à BNR e uma ou mais companhias não sujeitas à BNR.

Nesta hipótese haveria grande discussão quanto à imposição da neutralidade da administração, pois a adoção da mesma medida defensiva poderia afetar da mesma maneira os ofertantes sujeitos ou não à BNR.

Outro ponto importante diz respeito à aplicabilidade da BNR a companhias optantes pela reciprocidade quando diante de ofertas lançadas por empresas constituídas sob as leis de países fora da UE que, apesar de adotarem regras de neutralidade da administração, o fazem de maneira distinta daquela observada pela BNR da TOD.

3.3 O City Code on Takeovers and Mergers e a Experiência Inglesa

3.3.1 O City Code e o Takeover Panel

O City Panel on Takeovers and Mergers (“Takeover Panel”) é um órgão regulatório independente criado em 1968 na Inglaterra, cujas principais

⁵⁷ DAVIES, Paul; SCHUSTER, Edmund-Philipp; GHELCKE, Emilie van de Walle de. The Takeover Directive as a Protectionist Tool? European Corporate Governance Institute: Law Working Paper N° 141/2010. p. 22

funções são a edição e administração do City Code on Takeovers and Mergers (“City Code”), além de supervisionar e regular as aquisições e outros assuntos tratados pelo City Code, nos termos das regras nele estabelecidas.⁵⁸

Sua origem remonta às décadas de 1950 e 1960, quando a desregulamentação de ofertas públicas e o aumento no número de casos de ofertas coercitivas levou o mercado britânico a uma situação caótica. Como bem ilustram Paul L. Davies e Sarah Worthington:

“Which, in some cases, was horrendous, with rival bidders badgering each of the target’s shareholders by night and day telephone calls offering him a special price because, so it was falsely alleged, only his holding was needed to bring that bidder’s acceptances over 50 per cent. In one case the result was that the bidder who eventually succeed paid prices ranging from £2 to £50 per share.”⁵⁹

Com o objetivo de dar uma solução para esta questão, em 1959, sob a batuta do Bank of England, que era responsável pela regulamentação do mercado financeiro e de capitais no Reino Unido, foi formado um grupo de especialistas designados para elaborar uma espécie de “código de conduta” aplicável às ofertas públicas de aquisição.

Assim, naquele mesmo ano foi publicado o código batizado de “*Notes on Amalgamation of British Business*”, que, apesar das boas intenções, falhou miseravelmente. De acordo com o Professor David Kershaw⁶⁰, o seu fracasso

⁵⁸ fonte: <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/structure>; consultado em 15 de novembro de 2016.

⁵⁹ DAVIES, Paul L.; WORTHINGTON, Sarah. *Gower’s Principles of Modern Company Law*. Reino Unido: Sweet & Maxwell. 2016. 10ª Edição. p. 920.

⁶⁰ KERSHAW, David. *Corporate Law and Self-Regulation*. LSE Law, Society and Economy Working Papers 5/2015. London School of Economics and Political Science: Law Department. 2015. p. 13. Disponível em <http://www.lse.ac.uk/collections/law/wps/>; Consultado em 15 de novembro de 2016.

se deve principalmente ao alto grau de ambiguidade do seu texto, o que contribuiu negativamente para a adesão de regulados.

Além disto, as *Notes on Amalgamation of British Business* não contavam com um mecanismo próprio para adequação das regras às mudanças mercadológicas, nem previa a constituição de um corpo independente destinado a garantir a aplicação de suas regras.

Assim, o cenário caótico já existente perdurou por mais alguns anos, tendo a falta de regulamentação contribuído para uma série de escândalos envolvendo ofertas públicas.

Estes escândalos contribuíram para reacender o debate relativo à necessidade de regras que tornassem as ofertas públicas mais equitativas e limitassem o caráter altamente coercitivo presente em sua grande maioria.

Assim, o Bank of England decidiu realizar uma nova tentativa. Desta vez, no entanto, a edição do código contou com a contribuição de participantes do mercado, tais como bancos de investimento, companhias abertas, agentes intermediários, escritórios de advocacia, etc.

Como resultado, foi editado em 1968 o City Code on Takeovers and Mergers, juntamente com a criação do Panel on Takeovers and Mergers, encarregado de administrar e dar efetividade prática ao City Code.

Antes da edição da TOD, tanto o Takeover Panel quanto o City Code tinham natureza autorregulatória de adesão voluntária. No entanto, em virtude das garantias, procedimentos estabelecidos e estrutura do código, bem como a seriedade do Panel, a quase totalidade dos entes atuantes no mercado de capitais inglês optou pela sua aderência.

Outro fator que contribuiu para o sucesso do City Code e do Takeover Panel eram os fortes embargos coletivos realizados aos agentes não aderentes por aqueles que optavam pelo código e pelo Panel. Desta maneira, as

companhias inglesas que optavam por não aderir às suas regras não conseguiriam fazer negócios dentro do Reino Unido.

Até a edição da TOD, o City Code constituída o único corpo de regras aplicáveis em todo o Reino Unido em matéria de ofertas públicas.

Em 2004, no entanto, com a edição da TOD, o status do Takeover Panel sofreu uma drástica mudança. Isto porque o Artigo 4º(1) da TOD⁶¹ determina que os Estados Membros deverão designar autoridades competentes para supervisionar o cumprimento das regras por eles emitidas em consonância com a TOD.

Sobre este aspecto, durante as mais de três décadas de negociações políticas que culminaram na edição da TOD⁶², uma das maiores preocupações do Reino Unido era a de que as regras da diretiva não afetassem de maneira negativa as regras do City Code e o funcionamento do Takeover Panel, muito embora as minutas da diretiva, em todas as suas versões, tenham sido fortemente baseadas no City Code.

Assim, o mesmo Artigo 4º(1) determina que as autoridades designadas para tais fins podem ser autoridades públicas, associações ou organismos privados reconhecidos pela legislação nacional.

Com base nisto, as seções 942 e seguintes do Companies Act 2006 conferem status legal ao City Code e autoridade vinculante ao Takeover Panel.

⁶¹ DIRETIVA 2004/25/CE, Artigo 4º(1): Os Estados-Membros designam a autoridade ou autoridades competentes para a supervisão das ofertas regidas por regras por aqueles aprovadas ou introduzidas em aplicação da presente diretiva. As autoridades assim designadas devem ser autoridades públicas, associações ou organismos privados reconhecidos pela legislação nacional ou pelas autoridades públicas expressamente habilitadas para o efeito pela legislação nacional. Os Estados-Membros devem informar a Comissão dessa designação, devendo especificar qualquer eventual repartição de funções. Os Estados-Membros certificam-se de que essas autoridades exercem as suas funções com imparcialidade e independência em relação a todas as partes na oferta.

⁶² Ver item 3.2.1.

3.3.2 Non-Frustration Rule

Um dos fatores de forte contribuição para pujança do mercado de controle originário no Reino Unido certamente é a *non-frustration rule* (“NFR”) contida na Rule 21 do City Code.

A NFR, utilizada como inspiração para a BNR contida na TOD, impede que os administradores de companhias-alvo tomem quaisquer medidas tendentes a diminuir o interesse do ofertante ou tolher o direito dos acionistas-alvo de se decidirem pela oferta pública em questão.

Conforme aventado no Capítulo 4 do presente estudo, as medidas defensivas podem ser tomadas em dois momentos distintos: (i) antes da iminência ou anúncio de uma oferta pública; ou (ii) na iminência ou após o anúncio da oferta.

Por não ter a pretensão nem a competência para interferir na estrutura e condução regular das companhias constituídas no Reino Unido, o City Code somente trata das medidas defensivas tomadas na iminência ou após o anúncio de uma oferta pública. A adoção de medidas pré-oferta é tratada de maneira isolada no Companies Act.

Assim, nos termos da Rule 21.1 do City Code⁶³, sempre que estiver em curso uma oferta pública ou que a administração da companhia-alvo tiver motivos suficientes para acreditar que uma oferta pública está por vir, o

⁶³ Rule 21.1.: During the course of an offer, or even before the date of the offer if the board of the offeree company has reason to believe that a bona fide offer might be imminent, the board must not, without the approval of the shareholders in general meeting:

(a) take any action which may result in any offer or bona fide possible offer being frustrated or in shareholders being denied the opportunity to decide on its merits; or
(b) (i) issue any shares or transfer or sell, or agree to transfer or sell, any shares out of treasury or effect any redemption or purchase by the company of its own shares;
(ii) issue or grant options in respect of any unissued shares;
(iii) create or issue, or permit the creation or issue of, any securities carrying rights of conversion into or subscription for shares;
(iv) sell, dispose of or acquire, or agree to sell, dispose of or acquire, assets of a material amount; or
(v) enter into contracts otherwise than in the ordinary course of business.

conselho de administração estará impedido, sem a aprovação prévia da assembleia geral, de:

- “(a) take any action which may result in any offer or bona fide possible offer being frustrated or in shareholders being denied the opportunity to decide on its merits; or
- (b) (i) issue any shares or transfer or sell, or agree to transfer or sell, any shares out of treasury or effect any redemption or purchase by the company of its own shares;
- (ii) issue or grant options in respect of any unissued shares;
- (iii) create or issue, or permit the creation or issue of, any securities carrying rights of conversion into or subscription for shares;
- (iv) sell, dispose of or acquire, or agree to sell, dispose of or acquire, assets of a material amount; or
- (v) enter into contracts otherwise than in the ordinary course of business.”

Diferente da redação dada ao Artigo 9º da TOD, além da cláusula geral contida na sua alínea (a), a Rule 21.1 do City Code fornece um rol exemplificativo de possíveis medidas tomadas pela administração com intuito de frustrar uma oferta indesejada.

Desta maneira, a administração da companhia-alvo estará impedida de tomar qualquer medida defensiva prevista expressamente na Rule 21.1, tal como: (i) a emissão de novas ações dentro do limite de capital autorizado; (ii) a adoção de *poison pills*; (iii) a alienação de ativos estratégicos; ou (iv) quaisquer outras medidas não incluídas no rol aberto fornecido pelo City

Code, o que inclui judicializar qualquer discussão concernente à oferta lançada com o intuito de retardar a sua implementação.⁶⁴

Como bem asseveram DAVIES e WORTHINGTON⁶⁵, assim como a BNR, a NFR não elimina integralmente, mas apenas reduz as medidas defensivas à disposição da administração. De acordo com os autores, as opções remanescentes podem ser divididas em três categorias gerais: (i) convencer os acionistas-alvo que é mais vantajoso manter as ações da companhia e a atual gestão do que aderir a oferta anunciada; (ii) persuadir autoridades concorrenciais a nível nacional ou continental de que a oferta lançada afeta de maneira negativa o interesse público; e (iii) procurar por *white knights*.

No entanto, muito embora a Rule 21.1 não impeça a tomada de tais medidas, isto não significa que, caso os administradores ajam contra os interesses dos acionistas, não serão responsabilizados *ex post* pela quebra do seu dever de lealdade.

3.3.3 Neutralidade na Promoção de Ofertas Públicas

Além das disposições relativas à neutralidade dos administradores na adoção de medidas defensivas contra tentativas de aquisição hostil, o City Code estabelece algumas regras de neutralidade na promoção de tentativas de aquisição.

Por meio da Rule 21.2 do City Code⁶⁶, fica vedada a celebração de acordos que tenham objeto relacionado à oferta lançada entre a companhia-

⁶⁴ DEVIES, Paul L., WORTHINGTON, Sarah. Op. cit. p. 939.

⁶⁵ DEVIES, Paul L., WORTHINGTON, Sarah. Op. cit. p. 940.

⁶⁶ 21.2 INDUCEMENT FEES AND OTHER OFFER-RELATED ARRANGEMENTS (a) Except with the consent of the Panel, neither the offeree company nor any person acting in concert with it may enter into any offer-related arrangement with either the offeror or any person acting in concert with it during an offer period or when an offer is reasonably in contemplation. (b) An offer-related arrangement means any agreement, arrangement or commitment in connection with an offer, including any inducement fee arrangement or other arrangement having a similar or comparable financial or economic effect, but excluding: (i) a commitment to maintain the confidentiality of

alvo ou qualquer pessoa a ela ligada e a companhia ofertante ou qualquer pessoa a ela ligada, salvo se houver consentimento prévio do Takeover Panel.

Esta regra se destina a impedir que a companhia ofertante consiga cooptar pessoas ligadas à companhia alvo para oferecer-lhes vantagens indevidas em troca da promoção da oferta.

Além disto, este dispositivo também impede que, na hipótese de uma disputa entre dois ofertantes para aquisição da companhia-alvo, os administradores desta privilegiem um dos concorrentes, prejudicando o estabelecimento de um preço mais elevado oferecido aos acionistas.

No entanto, por entender que certos tipos de acordo são saudáveis do ponto de vista negocial e para a continuidade do empreendimento, a Rule 21.2 estabelece algumas exceções a esta vedação, tais como acordos de confidencialidade de informações estratégicas, acordos de não demissão dos empregados, acordos de assistência para a obtenção de autorizações regulatórias, entre outros.

3.3.4 Dispensa da Breakthrough Rule

Conforme elucidado no item 3.2.6 do presente estudo, em virtude de acirradas discussões políticas, o texto fina da TOD, em seu Artigo 12º(1)⁶⁷,

information provided that it does not include any other provisions prohibited by Rules 21.2(a) or 2.3(d) or otherwise under the Code; (ii) a commitment not to solicit employees, customers or suppliers; (iii) a commitment to provide information or assistance for the purposes of obtaining any official authorisation or regulatory clearance; (iv) irrevocable commitments and letters of intent; (v) any agreement, arrangement or commitment which imposes obligations only on an offeror or any person acting in concert with it, other than in the context of a reverse takeover; (vi) any agreement relating to any existing employee incentive arrangement; and (vii) an agreement between an offeror and the trustees of any of the offeree company's pension schemes in relation to the future funding of the pension scheme. (c) If there is any doubt as to whether any proposed agreement, arrangement or commitment is subject to this Rule, the Panel should be consulted at the earliest opportunity.

⁶⁷ DIRECTIVA 2004/25/CE, Artigo 12º:

1. Os Estados-Membros podem reservar o direito de não exigir que as sociedades a que se refere o n.º 1 do artigo 1.º, com sede social nos respectivos territórios, apliquem o disposto nos n.ºs 2 e 3 do artigo 9.º e/ou no artigo 11.º.

adotou a solução lusitana de tornar a BNR e a BTR de adoção facultativa aos Estados Membros.

No que tange ao referido Regime Facultativo, o Reino Unido optou por adotar a BNR como obrigatória, deixando adoção BTR à escolha das companhias a nível individual.

Esta opção apenas reflete as regras já aplicáveis no Reino Unido no momento de entrada em vigor da TOD.

Em que pese a opção de adotar voluntariamente a BTR, de acordo com DAVIES e WORTHINGTON⁶⁸, nenhuma companhia constituída sob as leis do Reino Unido fez uso desta faculdade.

E a principal razão para tal “rejeição à BTR” está intrinsicamente ligada à estrutura política de capital adotada pela quase totalidade das companhias britânicas.

Isto porque a BTR age neutralizando as estruturas de dissociação entre direitos políticos e econômicos, tais como *voting caps*, votos plurais e *golden shares*, após uma tomada de controle bem-sucedida.

Ocorre que, muito embora a legislação do Reino Unido permita a existência de tais estruturas dissociativas, o seu próprio mercado interno de capitais inibe a sua adoção.

A razão disto é a de que os investidores institucionais ingleses costumam ser fortemente reticentes à aquisição de ações sem direito de voto ou com restrição a este direito. Assim, o custo de capital da emissão deste

⁶⁸ DEVIES, Paul L., WORTHINGTON, Sarah. Op. cit. p. 940.

tipo de ação é demasiadamente elevado se comparado à emissão de ações votantes.

Isto não significa, no entanto, que não existam companhias cujas ações carregam direitos desproporcionais de voto, mas apenas que, pela escassez de companhias deste tipo, o assunto não é uma questão relevante no Reino Unido, o que torna a BTR desnecessária na prática.

3.4 O Tratamento Medidas Defensivas no Brasil

Diferente do que ocorre nos modelos britânico e europeu, o modelo brasileiro não conta com regras objetivas destinadas a afastar o conflito de interesses dos administradores quando diante de uma oferta pública voluntária para aquisição de controle.

Isto porque, ao contrário do que ocorre no Reino Unido, onde o controle gerencial é altamente disseminado, a estrutura de capital predominante no mercado de capitais brasileiro é concentrada, o que desloca o centro do conflito de interesses da administração para o acionista controlador.

Além disto, também como decorrência da estrutura de capital predominante no país, o mercado de aquisições hostis no Brasil é insignificante se comparado ao Reino Unido, à União Europeia e aos Estados Unidos da América.

No entanto, assim como o modelo americano, que, apesar de também ser baseado num mercado disperso, preza pela não intervenção do Estado na condução dos assuntos sociais, o modelo brasileiro confia numa abordagem *ex post* do conflito de interesses dos administradores em tomadas hostis.

Além disto, em decorrência do arcabouço legal e regulatório impostos às companhias brasileiras, algumas medidas defensivas, pela sua própria natureza jurídica, somente podem ser adotadas pelos acionistas reunidos em

assembleia geral, tais como as que requerem alterações estatutárias ou que exerçam qualquer influência no capital social.

O controle jurisdicional do conflito de interesses dos administradores em relação à adoção de medidas defensivas contra tomadas hostis no Brasil é feito com base nas regras gerais de conflito de interesses dos administradores, contida no Artigo 156 da Lei das S.A., e nos deveres fiduciários de diligência e lealdade, contidos nos Artigos 153 a 155 da mesma lei.

Ocorre que a jurisprudência brasileira sobre este tema não é tão vasta e nem tão profunda quanto a dos poderes judiciários norte-americanos, em especial da Suprema Corte de Delaware.

As decisões mais relevantes no Brasil sobre o tema vêm da CVM, que é a autarquia encarregada de regular e fiscalizar o mercado de capitais brasileiro.

Dentre as decisões proferidas pela autarquia, aquela exarada no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/0591 é de particular relevância para o tema.

Adicionalmente, de igual relevância é o Parecer do Comitê de Termo de Compromisso dos Processos Administrativos Sancionadores CVM nº RJ 2104/8013 e CVM nº RJ 2013/11703.

3.4.1 O Dever de Diligência dos Administradores em Tentativas de Aquisição Hostil

O dever de diligência, imposto nos termos no artigo 153 da Lei das S.A., determina que o administrador de companhia deva empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios negócios.

Como bem assevera Norma Parente, “*apesar de o administrador não ser, em princípio, proprietário da companhia, a lei exige que ele atue na defesa dos interesses sociais como se proprietário fosse*”.⁶⁹

De acordo com Nelson Eizirik⁷⁰, tal padrão de conduta difere do *bônus pater famílias*, originário do direito romano, na medida em que este se destinaria a garantir que o administrador fiduciário tome todos os cuidados necessários para a preservação do bem que lhe foi confiado, enquanto o dever de diligência imposto aos administradores objetiva viabilizar o desenvolvimento da companhia, que somente poderá ser alcançado através da assunção de riscos negociais.

Diante da impossibilidade prática de prever a conduta esperada do administrador em todas as possíveis situações fáticas que ele poderá enfrentar, o legislador optou por adotar um *standard* a ser observado.

Valendo-se da sua textura aberta, a norma estabelece um padrão de conduta capaz de ser adequado a cada situação da vida real, mesmo que não prevista pelo legislador.

Sobre a opção hermenêutica adotada pelo legislador, são de extrema valia as observações do Professor Noel Struchiner:

“Tais padrões, veiculados em regras, funcionariam de maneira automática na experiência do direito, dado que cidadãos e autoridades oficiais os internalizariam e os observariam sem grandes problemas.”⁷¹

⁶⁹ PARENTE, Norma Jonssen. Mercado de Capitais / Norma Jonssen Parente; coordenação Modesto Carvalhosa. – São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016. (Coleção tratado de direito empresarial. v. 6). p.498.

⁷⁰ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus Freitas. Mercado de Capitais – regime jurídico. 3. ed. revista e ampliada. – Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p.425.

⁷¹ STRUCHINER, Noel. Novas fronteiras da teoria do direito: da filosofia moral à psicologia experimental / organização Noel Struchiner, Rodrigo de Souza Tavares. - 1. ed. - Rio de Janeiro: PoD: PUC-Rio, 2014. p. 180.

Assim, mesmo que o texto da lei permaneça estático, a doutrina e a jurisprudência se encarregarão de adequá-lo à conjuntura e à realidade fática por ele regidas.

De acordo com Nelson Eizirik⁷², o dever de diligência pode ser consubstanciado em cinco aspectos principais: (i) o dever de se qualificar para o exercício do cargo; (ii) o dever de bem administrar; (iii) o dever de se informar; (iv) o dever de investigar; e (v) o dever de vigiar.

Todos estes aspectos visam garantir que o administrador tome os cuidados necessários para decidir de maneira fundamentada a melhor maneira de agir ou não agir quando diante de uma oportunidade comercial ou uma ameaça aos interesses da companhia e dos acionistas como um todo.

As situações em que a companhia se vê diante de uma tentativa de tomada hostil não constituem qualquer exceção a esta regra.

Em outras palavras, sempre que os administradores de uma companhia tomarem conhecimento de uma tentativa de aquisição, deverão igualmente agir de forma proba, diligente e proativa, de modo a defender os interesses da companhia e dos acionistas como um todo.

Desta maneira, antes que possam tomar qualquer decisão, deverão munir-se com todas as informações necessárias para fazê-lo de maneira fundamentada.

⁷² EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus Freitas. Mercado de Capitais – regime jurídico. 3. ed. revista e ampliada. – Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p.430.

Neste aspecto, os elementos da decisão proferida pela Suprema Corte de Delaware em *Unocal v. Mesa Petroleum*⁷³ se mostram de grande valia.

Em primeiro lugar, antes mesmo de cogitar a tomada de quaisquer medidas, é necessário que os administradores consigam identificar de maneira fundamentada se a tentativa de tomada de controle em questão representa uma ameaça de fato aos interesses da companhia e dos acionistas como um todo.

Este primeiro passo representa o corolário dos requisitos de informação e investigação apontados por Eizirik e pode ser cumprido através da contratação de peritos ou empresas especializadas para que apresentem *fairness opinions* contendo considerações sobre a conveniência econômica da oferta pública, quando houver, além da procura por quaisquer outros meios de informação confiáveis que possam contribuir para a formação da convicção dos administradores.

No entanto, consoante o artigo 154 da Lei das S.A., a conveniência econômica da oferta, no caso brasileiro, não se limita apenas ao preço oferecido aos acionistas, mas deve levar em consideração os efeitos provocados sobre o bem público e a função social da empresa.

Caso, com base no material reunido de maneira diligente, os administradores entendam fundamentadamente que a tentativa de aquisição em questão representa uma ameaça aos interesses legítimos da companhia, deverão tomar todas as medidas necessárias para defender o interesse social.

Em que pese a recomendação para que a tomada de tais medidas seja submetida ao escrutínio dos acionistas reunidos em assembleia geral, salvo

⁷³ Ver item 0

nos casos em que a sua implementação prática dependa de tal deliberação, esta não constitui uma condição *sine qua non*.

Em qualquer caso, a medida eventualmente adotada deverá ser proporcional à ameaça dos interesses sociais, não podendo causar prejuízos injustificados aos acionistas ou à própria companhia.

3.4.2 O Dever de Lealdade dos Administradores em Tentativas de Aquisição Hostil

O dever de lealdade, assim como o dever de diligência, constitui corolário dos deveres fiduciários dos administradores.

Como bem observa Modesto Carvalhosa, “*a regra societária consagra o dever de lealdade, no âmbito do dever fiduciário, a par do dever de diligência*”.⁷⁴

No entanto, ao contrário do seu par, o dever de lealdade “*situa-se no campo da moral, da ética de conduta do gestor de bens alheios*”.⁷⁵

“(…) Daí ser o dever de lealdade um dos pilares do dever fiduciário do administrador, enquanto gestor dos negócios sociais, ou seja, gestor de negócio que envolve capital de terceiros – diretamente da companhia e indiretamente de seus acionistas”.⁷⁶

Enquanto o dever de diligência promove a proatividade e a informação do administrador com o objetivo de viabilizar o desenvolvimento da companhia, o dever de lealdade busca garantir que os atos praticados por eles tenham como único objetivo atender ao interesse social.

⁷⁴ CARVALHOSA, Modesto. Sociedades anônimas / Modesto Carvalhosa, Luiz Fernando Martins Kuyven. – São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016. – (Coleção tratado de direito empresarial; v. 3). p.851.

⁷⁵ CARVALHOSA, Modesto. Op. Cit. p. 852.

⁷⁶ CARVALHOSA, Modesto. Op. Cit. p. 852.

Nas palavras de Modesto Carvalhosa: “*A regra é que não poderão os administradores buscar, em primeiro lugar, os seus interesses pessoais*”.⁷⁷

Assim, como decorrência do dever de lealdade, os administradores ficam impedidos de utilizar a companhia e os negócios sociais para atingir quaisquer fins que não aqueles necessários para a persecução do interesse social ou o interesse dos acionistas como um todo.

Este impedimento também se estende às situações em que os administradores adotam medidas defensivas contra tentativas de aquisição hostil.

É consenso entre todos os sistemas legais estudados que a tomada de tais medidas somente pode ocorrer com o objetivo de atender aos interesses sociais e dos acionistas coletivamente.

Desta maneira, caso o administrador tente frustrar uma oferta ou promovê-la para atender interesses próprios ou de terceiros, estará violando o seu dever de lealdade.

A este respeito, os procedimentos sugeridos para o cumprimento do dever de diligência nestas situações também podem ser utilizados para a verificação do dever de lealdade.

Isto porque, caso as informações coletadas pelos administradores apontem para a inconveniência da oferta, presumir-se-á que, ao adotar medidas defensivas visando frustrá-la, o administrador estará agindo com lealdade à companhia e aos acionistas.

⁷⁷ CARVALHOSA, Modesto. Op. Cit. p. 851.

Se, por outro lado, o arcabouço fático apontar para a conveniência da oferta, os administradores ficarão impedidos de tomar medidas defensivas, salvo se para melhorar as condições oferecidas pelas ações da companhia.

3.4.3 O Conflito de Interesses dos Administradores em Tentativas de Aquisição Hostil

Nos termos do artigo 156 da Lei das S.A., 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.

De acordo com Nelson Eizirik, haverá conflito entre os interesses do administrador e da companhia quando:

“o administrador é portador, diante de determinada deliberação, de um dúplice interesse: o social e o seu particular, sendo esta duplicidade de tal monta que um dos interesses não pode ser satisfeito sem sacrificar o outro”.⁷⁸

Desta maneira, não importa qual interesse o administrador irá privilegiar, pois a mera existência de um antagonismo de interesses será suficiente para caracterizar a existência do conflito.

Ocorre que em algumas hipóteses, como nos casos de tentativa de aquisição hostil, apesar da necessidade da tomada de medidas pelo conselho de administração, pode ocorrer de existir um conflito de interesses intrínseco que afeta a totalidade dos administradores de igual maneira.

⁷⁸ EIZIRIK, Nelson et al. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. 2. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 26.

Assim, a não intervenção dos administradores potencialmente conflitados significaria, por indução lógica, a inércia do conselho de administração.

Desta maneira, torna-se necessário que se estabeleçam mecanismos destinados a afastar o conflito de interesses da administração ou que permitam uma verificação procedimental da tomada da decisão a fim de identificar as envolvidas.

Aqui, as *fairness opinions* mais uma vez se mostram de grande valia. Caso a avaliação conduzida por peritos ou empresas especializadas aponte para a inconveniência da oferta de aquisição, haverá um afastamento do conflito intrínseco aos administradores, uma vez que, por meio de um parâmetro alegadamente isento, o antagonismo de interesses será neutralizado.

No entanto, para que este mecanismo funcione, é necessário que o parecer emitido pelos peritos ou pela empresa especializada seja verdadeiramente isento, independente e fundamentado em critérios claros e objetivos, caso contrário, a *fairness opinion* funcionará apenas como um falso manto de legalidade.

Outra possível medida adotada para afastar o conflito de interesses dos administradores nesta situação é a constituição de um comitê especial independente para tratar da tentativa hostil.

No entanto, assim como o comitê especial constituído na forma no Parecer de Orientação CVM nº 35/08, a constituição desta comissão também poderia servir como um mero embuste.

Isto porque, inobstante a boa intenção da CVM ao orientar a sua constituição como forma de neutralização do conflito da administração, na prática tais conselhos têm funcionado como um mero ratificador das determinações dos conselheiros.

Conforme aponta Norma Parente:

“(...) os comitês independentes não têm atuado com a diligência e lealdade que se espera de seus integrantes.

(...)

Existem casos em que o atrevimento é de tal ordem que dita negociação foi feita em cerca de quinze minutos”.⁷⁹

Outra solução para o potencial conflito estrutural dos administradores nestes casos é concentrar o poder decisório nos conselheiros independentes, que, via de regra, não gozam da estabilidade dos demais conselheiros e, portanto, seriam, em tese, menos suscetíveis a privilegiar a estabilidade de seus cargos quando diante de uma tentativa de aquisição hostil.

No entanto, com exceção às companhias listadas no Novo Mercado e no Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBovespa, as companhias constituídas sob as leis brasileiras não são obrigadas a manter conselheiros independentes nos seus quadros.

Por fim, a recomendação mais efetiva dentre todas para afastar o conflito estrutural dos administradores quando diante de tentativas de aquisição é submeter a questão ao escrutínio dos acionistas reunidos em assembleia geral.

Desta maneira, muito embora possa haver um potencial conflito entre os interesses dos administradores e da companhia, este será inteiramente afastado caso o poder decisório seja inteiramente deslocado para a assembleia geral que, em última análise, é o órgão incumbido de formar e externalizar a vontade social.

⁷⁹ PARENTE, Norma. *Op. Cit.* p. 344.

3.4.4 O Caso HRT

Em reunião do conselho de administração da HRT Participações em Petróleo S.A.⁸⁰ (“HRT”) realizada em 20 de dezembro de 2013, foi deliberada a suspensão de mandatos de dois conselheiros de administração e o reconhecimento de nulidade da eleição de dois conselheiros fiscais eleitos na assembleia geral ordinária realizada em 19 de abril de 2013.

Em virtude destas deliberações, seis outros membros do conselho de administração da companhia também ofereceram renúncia de seus cargos, deixando o órgão com apenas quatro membros.

De acordo com Parecer do Comitê de Termo de Compromisso do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/8013 (“PAS 8013”), os conselheiros afastados alegaram que tais deliberações foram tomadas como represália ao questionamento dos “*severance packages*” outorgados a alguns funcionários estratégicos da HRT.

Segundo os administradores beneficiados, adoção dos referidos *severance packages* teria sido uma resposta à instabilidade gerada pelo apelo de alguns acionistas da HRT para que os administradores realizassem certas transações com outra empresa de óleo e gás, o que, segundo o diretor-presidente da companhia, Marcio Mello, tornava necessária a criação de um “*mecanismo de incentivo financeiro para retenção de profissionais*”.⁸¹

Ademais, conforme manifestação dos próprios administradores nos autos do Processo Administrativo CVM nº RJ 2013/11703 (“PAS 11703”):

“A implementação do *severance package* surgiu com a preocupação decorrente da tentativa de aquisição hostil do controle acionário da companhia e da intenção manifestada por acionista relevante de alterar a composição do conselho no

⁸⁰ Antiga denominação da atual PetroRio S.A.

⁸¹ Parecer do Comitê de Termo de Compromisso do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/8013. p. 3.

momento em que se dava início a uma das operações mais relevantes de exploração na Namíbia e que poderia ser comprometida”.

Assim, na reunião do conselho de administração realizada em 22 de janeiro de 2013, foi aprovada a outorga de *severance packages* para 28 funcionários considerados estratégicos para a companhia, entre eles os conselheiros Marcio Mello e Wagner Peres, que participaram da deliberação e aprovação da matéria.

Nos termos do pacote aprovado, caso qualquer conselheiro fosse substituído ou se o conselho de administração reconhecesse, por maioria, ter havido mudanças na sua composição ou da diretoria que representasse uma mudança de controle, a totalidade dos funcionários abrangidos pelo *severance package* teria direito a um bônus equivalente a dois anos de remuneração, com exceção ao conselheiro Marcio Mello, cuja bonificação equivaleria a três anos de remuneração.

Em relação à submissão dos *severance packages* ao escrutínio dos acionistas reunidos em assembleia geral ou a realização de uma consulta à CVM para certificar a legalidade da sua aprovação, o conselheiro Marcio Mello, que também era presidente do conselho de administração, afastou ambas alternativas com base nos pareceres elaborados por advogados por ele contratados.

Cerca de vinte dias antes da data prevista para realização da assembleia geral ordinária da HRT, referente ao exercício de 2012, a acionista Discovery Capital Management LLC (“Discovery”), detentora de 6,1% das ações com direito de voto requereu a utilização do procedimento de voto múltiplo para eleição dos membros do conselho de administração, tendo conseguido eleger três membros para o órgão.

É importante frisar que na referida assembleia não foram disponibilizadas maiores informações sobre o *severance package* aos acionistas.

Em decorrência das nomeações realizadas pela Discovery, três dos conselheiros abrangidos pelo *severance package* não conseguiram ser reeleitos.

Assim, em reunião do conselho de administração realizada nos dias 9 e 10 de maio de 2013, os conselheiros entenderam, com votos contrários dos administradores eleitos pela Discovery, que o *severance package* teria sido acionado para os funcionários por ele abrangidos.

Adicionalmente, ao tomar conhecimento da existência dos pacotes, os administradores eleitos pela Discovery questionaram a sua legalidade, tendo o conselho fiscal solicitado uma apuração mais detalhada sobre o tema.

Foram apontadas no parecer do conselho fiscal, entre outras irregularidades, as seguintes:

- a) “Ausência de versão em português;
- b) Ausência de numeração e autenticação junto ao registro público de empresas mercantis da ata de 22.01.2013;
- c) Limitações indevidas sobre o direito dos acionistas de eleger administradores e dirigir as atividades sociais;
- d) Conflitos de interesse na aprovação do *severance package*;
- e) Desvios de finalidade, na medida em que o *severance* não estimula a retenção dos beneficiários, mas sim seu desligamento voluntário da HRT, já que as indenizações ocorriam mesmo que o beneficiária não fosse afastado por iniciativa da HRT; e
- f) Insuficiência das informações divulgadas à AGO de 2013.”

Em resposta às ponderações do conselho fiscal, o presidente do conselho de administração e o diretor presidente da companhia responderam que:

- a) *“a) a composição do conselho de administração, com vários membros estrangeiros, torna imprescindível a apresentação de documentos em inglês;*
- b) *b) o conselho de administração não é diretamente responsável pela custódia ou pela atualização dos livros de atas de reuniões;*
- c) *c) não houve propósito de perpetuar os administradores ou conselheiros em seus cargos e tampouco houve qualquer conflito de interesses na matéria – a prova disso é que foram contemplados 28 beneficiários, todos com funções executivas, dos quais apenas 3 tinham assento no conselho de administração;*
- d) *d) mesmo desconsiderando os votos de Marcio MELLO, (...) e Wagner Peres, o Severance teria sido aprovado;*
- e) *e) o Severance cumpriu sua função, por exemplo, ao reter funcionários da subsidiária encarregada da exploração na Namíbia, mesmo após a saída de Wagner Peres; e*
- f) *f) dado que, segundo decisões judiciais diversas, instrumentos similares ao Severance possuem natureza indenizatória, e não remuneratória, sua aprovação em assembleia geral não era necessária.”*

Ao tomar conhecimento do *severance package*, bem como o seu acionamento em virtude da não reeleição de três dos funcionários por ele abrangidos, a Superintendência de Relações com Empresas da CVM (“SEP”) entendeu que as condições estabelecidas no *severance package* representavam um desequilíbrio entre direito e obrigações, visto que a simples rejeição pela assembleia geral de qualquer dos membros do conselho que estivessem incluídos no pacote (que englobava a maioria dos integrantes do órgão) permitiria que os demais recebessem uma considerável indenização, mesmo que o desligamento destes conselheiros não ocorresse por iniciativa da companhia.

No entendimento da SEP, muito embora a adoção dos *severance packages* tenha sido justificada como medida de retenção de executivos estratégicos, “na prática, o mesmo tem se mostrado como um plano de incentivo à demissão voluntária”.

A falta de maiores esclarecimentos sobre as condições do *severance package* na assembleia geral ordinária de 2013 somente reforça esta constatação, pois para que os *severances* pudessem surtir os efeitos esperados, os acionistas deveriam estar cientes de seus termos.

Sendo assim, a SEP entendeu que os conselheiros Marcio Mello, Milton Franke e Wagner Peres teriam deliberado em benefício próprio na reunião do conselho de administração que aprovou os *severance packages*, violando o artigo 156 da Lei das S.A.

Com base nisto, a Superintendência ofereceu termo de acusação contra os três administradores, por infração ao referido dispositivo.

Em relação aos demais conselheiros que, apesar de não estarem incluídos no escopo do *severance package*, votaram a favor da sua adoção, a SEP pediu a sua responsabilização por violação ao artigo 154 da Lei das S.A.

Após a apresentação das respectivas defesas, os acusados propuseram à CVM a celebração de termos de compromisso, mediante o pagamento dos seguintes valores:

Acusado	Valor oferecido
Marcio Mello	R\$150.000,00
Wagner Peres	R\$150.000,00
John Willot	R\$200.000,00
William Fusher	R\$200.000,00
Elias Shikongo	R\$200.000,00

Carlos Thadeu Gomes	R\$200.000,00
Milton Franke	R\$50.000,00

Com base nas propostas apresentadas e nas características do caso sob análise, o Comitê de Termo de Compromisso exarou parecer pela não aceitação das propostas formuladas pela totalidade dos acusados.

De acordo com o comitê, a celebração dos termos de compromisso poderia gerar relevante insegurança jurídica para os investidores que se sentissem lesados pelo severance.

Ademais, de acordo com o comitê, diante da gravidade do caso, seria necessário um pronunciamento do Colegiado para servir de orientação a futuras situações semelhantes.

Com base nas considerações feitas pelo comitê, o Colegiado da CVM deliberou rejeitar, por unanimidade, a celebração dos termos de compromisso propostos, determinado o prosseguimento do processo para julgamento.

3.4.5 O Caso GPC

O Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2014/0591 (“Caso GPC”) versa sobre a legitimidade da adoção de medidas defensivas estatutárias contra tentativas de tomada hostil.

A controvérsia central do caso tem origem na assembleia geral extraordinária da GPC Participações S.A. (“GPC”), convocada para deliberar a adoção de uma série de alterações estatutárias com o intuito de dificultar uma eventual tomada de controle.

Dentre alterações sugeridas e aprovadas pelos votos dos membros do grupo de controle estavam as seguintes:

- (i) art. 6º – imposição de ser a assembleia presidida pelo Presidente do Conselho de Administração e, em caso de ausência ou impedimento, do acionista mais antigo presente à assembleia ou seu representante;
- (ii) art. 10 – a Presidência do Conselho de Administração caberá ao membro do conselho que for acionista há mais tempo;
- (iii) art. 12 – previsão de que caberá ao Presidente do Conselho de Administração a escolha do Diretor Presidente e de 1 (um) entre 2 (dois) Diretores Vice-Presidentes Corporativos da GPC;
- (iv) art. 18, §1º – a nomeação de procuradores da GPC deverá ser realizada por 2 (dois) Diretores, dentre os quais o Diretor Presidente ou, em sua ausência, 1 (um) dos Diretores Vice-Presidentes Corporativos;
- (v) art. 18, §3º – a indicação de uma lista de atos em que a Companhia poderá ser representada exclusivamente pelo Diretor Presidente, por 1 (um) dos Diretores Vice-Presidentes Corporativos, ou 1 (um) procurador.

Além disto, na mesma assembleia teria sido deliberada a adoção de uma *poison pill*⁸², por meio da qual qualquer acionista de se tornasse detentor de participação superior a 40% do capital social deveria realizar uma OPA por um valor consideravelmente elevado. No entanto, o acionista que atingisse tal participação por meio de uma alienação de controle estaria desobrigado a realizar uma OPA pelo preço estabelecido no estatuto, devendo apenas obedecer aos preceitos contidos no artigo 254-A da Lei das S.A.

⁸² Do tipo *brazilian pill*. Ver item0

De acordo com o termo de acusação oferecido, a adoção de tais medidas teria ocorrido como resposta às aquisições sucessivas realizadas por duas empresas controladas pelos mesmo acionista, a S.I.L. e a E.M.E.P.T.

Ocorre que, as alterações relativas à indicação do presidente do conselho de administração, do presidente da mesa da assembleia e do diretor presidente, claramente beneficiariam os próprios controladores, dado que estes eram membros da família fundadora da GPC e, portanto, seriam sempre os acionistas mais antigos.

Sendo assim, com base em uma denúncia formulada por participantes do mercado a Superintendência de Relações com Empresas (“SEP”) ofereceu termo de acusação contra os controladores e administradores da GPC por votarem favorável e decisivamente pela aprovação de reforma estatutária que previa a obrigação de realização de oferta pública de aquisição de ações para acionista que alcançasse participação de 40% do capital da Companhia e alterava as atribuições do Conselho de Administração, ambas as deliberações no interesse exclusivo do grupo de acionistas do qual participavam.

Na decisão do Colegiado, os demais diretores seguiram, por unanimidade, o voto do Diretor-Relator, Roberto Tadeu.

Nos termos do voto do Relator, a muito embora a *poison pill* adotada pudesse significar um benefício indireto para os membros do bloco de controle, na medida em que garantiria maior estabilidade ao controle minoritário, ela beneficiaria de maneira direta e indistinta a totalidade dos acionistas. Assim, não seria razoável que os controladores fossem impedidos de votar pela sua inclusão no estatuto social da GPC.

Já em relação às defesas via conselho de administração, o Relator entendeu que, muito embora rompessem a igualdade inerente aos acionistas, não importaria em violação ao artigo 109, §1º.

No entanto, em que pese a suposta licitude destas defesas, na medida em que elas representariam um benefício particular para os controladores da companhia (que também eram os acionistas mais antigos), estes estariam impedidos de participar da deliberação a respeito da matéria, sob pena de violação ao artigo 115, § 1º da Lei das S.A.

Ademais, algumas das defesas via conselho, como a que outorgava ao presidente do órgão a prerrogativa de indicação do diretor presidente, representariam uma afronta ao princípio colegiado do conselho de administração, positivado no artigo 138, §1º da Lei das S.A.

Sendo assim, o Diretor-Relator votou pela absolvição dos acusados quanto à adoção da *poison pill*, mas condenou os membros do bloco de controle ao pagamento de multa individual no valor de R\$300.000,00 (trezentos mil reais), cada, por terem votado favoravelmente e decisivamente pela aprovação de regras que os beneficiaram de maneira particular na condição de acionistas mais antigos e atribuiu ao presidente do conselho de administração poderes para escolher diretamente o diretor presidente e um dos dois diretores vice-presidentes, na assembleia geral realizada em 10/10/2013.

Em relação aos três administradores que eram ligados ao bloco de controle, o Relator votou pela condenação ao pagamento de multa individual no valor de R\$200.000,00 (duzentos mil reais) para o presidente do conselho de administração, que também era o acionista mais antigo da companhia, e de R\$150.000,00 (cento e cinquenta mil reais) para os demais administradores ligados aos membros do bloco de controle.

4 Algumas Medidas Defensivas contra Tomadas de Controle

Conforme constatado, em que pese as particularidades de cada jurisdição, é unânime o entendimento de que é dever dos administradores de

companhias que estejam diante de uma tentativa de aquisição considerada hostil adotar medidas defensivas com objetivo de resguardar o interesse social e dos acionistas-alvo.

Tais medidas podem ser implementadas das mais diversas maneiras, tais como a adoção de disposições estatutárias que tornem extremamente onerosa a aquisição de controle, a implementação de mecanismos que impeçam o efetivo exercício do controle após o eventual sucesso da oferta ou a tomada de medidas que tornem a companhia economicamente menos atrativa aos olhos do ofertante.

As medidas defensivas podem ser categorizadas de acordo com a sua natureza jurídica e o momento de sua adoção.

Em relação à natureza jurídica, as medidas defensivas podem ser classificadas em: (i) estatutárias; (ii) contratuais; ou (iii) negociais.

As medidas defensivas estatutárias são aquelas adotadas através da adoção de determinada cláusula no estatuto social destinada a “*dificultar que o adquirente de participação acionária relevante assuma o controle da companhia-alvo*”⁸³.

Tais medidas, também conhecidas como “*shark repellents*”, raramente são tomadas de maneira autônoma pelos administradores, pois alterações estatutárias normalmente dependem do escrutínio dos acionistas em assembleia geral.

As medidas contratuais, por outro lado, consistem na celebração de acordos que tornem a companhia-alvo menos atrativa aos olhos do potencial adquirente ou que estabeleçam a conduta a ser seguida por determinados *players* em relação à tentativa de aquisição.

⁸³NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. Op. Cit. p.121.

Tais medidas podem envolver a alienação de ativos relevantes da empresa-alvo, o vencimento antecipado de contratos relevantes na hipótese de alternância de controle e até a aquisição de ativos visando a criação de entraves regulatórios.

Já as medidas negociais são aquelas decorrentes de um arranjo negocial promovido por aqueles cujo interesse é ameaçado pela tentativa de aquisição hostil. Tal arranjo pode ter como contraparte quaisquer *stakeholders* envolvidos na operação ou terceiros que de algum modo possam influenciar a companhia antes, durante ou depois da oferta de aquisição.

As defesas negociais mais comumente utilizadas são o apelo da administração para que os acionistas-alvo não aceitem a oferta e a procura por um investidor disposto a lançar uma oferta concorrente àquela originalmente formulada (medida conhecida como *White Knight*).

Como bem assevera João Pedro Barroso do Nascimento⁸⁴, a classificação das medidas defensivas de acordo com sua natureza jurídica não surte maiores efeitos práticos, tendo a sua relevância adstrita ao plano meramente teórico.

No que tange à classificação temporal, tais medidas podem ser divididas em: (i) pré-oferta; ou (ii) pós-oferta. A depender da jurisdição na qual a companhia-alvo é listada ou sob as leis da qual é constituída, esta classificação tem enorme relevância prática no mundo jurídico.

4.1 Medidas Defensivas Pré-Oferta

As medidas pré-oferta, como a própria terminologia sugere, são aquelas tomadas quando não há uma oferta em curso.

⁸⁴ NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. Op. Cit. p.118.

Estas medidas geralmente envolvem a adoção de mecanismos de defesa no próprio estatuto da companhia. Trata-se de medidas preventivas, visando uma eventual tentativa de aquisição.

Em companhias cujo controle é exercido de maneira minoritária definida, é comum que tais medidas tomem a forma de mecanismos de reforço de controle, tais como estruturas piramidais de propriedade, *golden shares* e ações como votos múltiplos. A razão deste fenômeno é óbvia, pois é natural que o controlador de determinada companhia tome medidas para manter suas prerrogativas.

Em companhias sem controlador definido, por outro lado, tais medidas costumam ser voltadas para encarecer uma eventual tomada de controle ou para impedir que o eventual adquirente de um bloco de ações que lhe garanta a maioria nas deliberações sociais consiga exercer o controle de maneira livre e independente.

Nestes casos, as medidas de defesa podem limitar a sobreposição de interesses do adquirente nas deliberações sociais ou entrincheirar os administradores em seus cargos.

De acordo com o High Level Group of Experts⁸⁵ encarregado de elaborar um dos relatórios de base para a edição da Diretiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho da União Europeia, há seis categorias de medidas defensivas pré-oferta, consistentes em limitações a:

“(a) the acquisition of the shares in the company (for example, ownership caps or poison pills); (b) exercising control in the general meeting (voting caps; multiple voting shares); (c) exercising control of the board of directors (codetermination, staggered boards, special appointment rights for some shareholders); and (d) exercising control of company’s assets (lock-ups); and creating (e) financial problems for the acquirer as a result of the acquisition (poison debt); or (f)

⁸⁵ Ver item 3.2.1

regulatory issues (defensive acquisitions creating anti-trust problems if further consolidation).”⁸⁶

No Brasil, a medida pré-oferta mais amplamente utilizada dentre as companhias abertas é a *brazilian pill*⁸⁷, derivada da *poison pill* americana, que, apesar das suas origens, mais se assemelha à *mandatory bid*⁸⁸ do artigo 5º da Diretiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho da União Europeia.

A seguir serão analisadas as principais medidas defensivas pré-oferta adotadas por companhias abertas.

4.1.1 Supermajority Rule

A *supermajority rule* ou “super-maioria”, numa tradução literal, é a medida defensiva por meio da qual se estabelece estatutariamente um quórum elevado para determinadas deliberações estratégicas da companhia.

Assim, para que um investidor consiga prevalecer nas deliberações sociais e, conseqüentemente, se tornar o novo controlador da companhia, deverá adquirir tantas ações quanto necessárias para ultrapassar o patamar estabelecido como quórum qualificado.

Esta provisão, além de tornar mais onerosa a aquisição originária de controle, tem o efeito de garantir, por via oblíqua, uma espécie de direito de veto a alguns acionistas, podendo ser utilizada para proteger o controlador minoritário de uma tomada hostil.

A título exemplificativo, caso determinada companhia adote um quórum qualificado de 75% dos votos efetivos para a tomada de decisões estratégicas, bastará que um acionista detenha 25% mais uma das ações com

⁸⁶ DAVIES, Paul; KOPT, Klaus. *in* The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach. Second edition. Oxford University Press. p. 246.

⁸⁷ Ver item 0 (4.1.3.3 Brazilian Pills – Poison Pill à Brasileira)

⁸⁸ Ver item 3.2.4

direito de voto para que consiga vetar toda e qualquer decisão estratégica contrária aos seus interesses. Neste cenário, a aquisição originária do poder de controle somente seria viável com a colaboração deste acionista detentor das 25% mais uma das ações votantes.

Como bem observa João Pedro Barroso do Nascimento⁸⁹, a adoção de quóruns qualificados se mostra extremamente eficiente na defesa dos interesses sociais quando diante de um “*two-tier acquisition process*”⁹⁰.

Isto porque, além do *front-end*⁹¹ se tornar mais custoso para o ofertante, será mais difícil de ser bem-sucedido, visto que dependerá da adesão de mais acionistas do que o usual para que possa proceder ao *back-end*⁹².

No Brasil, as matérias cuja deliberação depende de quórum qualificado estão previstas na própria lei societária. O caput do artigo 136 da Lei das S.A. traz um rol taxativo de deliberações cuja aprovação depende da aprovação de acionistas que representem, no mínimo, metade das ações com direito de voto. São elas:

- (i) criação de ações preferenciais ou aumento de classe de ações preferenciais existentes, sem guardar proporção com as demais classes de ações preferenciais, salvo se já previstos ou autorizados pelo

⁸⁹ NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. Medidas Defensivas à Tomada de Controle de Companhias – São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 163.

⁹⁰Two-tier acquisition process ou “aquisição em dois níveis”, numa tradução literal, é a estratégia de aquisição integral de uma companhia que ocorre em duas etapas. Na primeira etapa, chamada de “front-end”, é realizada uma oferta amigável ou hostil, geralmente em dinheiro, por parte das ações votantes da companhia. O objetivo da primeira etapa é estabelecer o poder de controle. Já a segunda etapa, conhecida como “back-end”, representa uma contraprestação menos valiosa daquela oferecida no front-end, podendo consistir numa oferta de menor valor pecuniário, numa oferta envolvendo valores mobiliários ou até a realização de uma incorporação da companhia por sua nova controladora. O objetivo do back-end é adquirir as ações remanescentes pelo menor custo possível. O two-tier acquisition process tem por objetivo criar um cenário onde os acionistas-alvo se sintam compelidos a aderir à oferta no front-end, para que não sofram com os efeitos do back-end. (fonte: <https://www.sec.gov/news/speech/1987/061587grundfest.pdf>, disponível em 09.10.2016)

⁹¹Ver nota de rodapé supra.

⁹²Ver nota de rodapé supra.

- estatuto;
- (ii) alteração nas preferências, vantagens e condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais, ou criação de nova classe mais favorecida;
 - (iii) redução do dividendo obrigatório;
 - (iv) fusão da companhia, ou sua incorporação em outra;
 - (v) participação em grupo de sociedades (art. 265);
 - (vi) mudança do objeto da companhia;
 - (vii) cessação do estado de liquidação da companhia;
 - (viii) criação de partes beneficiárias;
 - (ix) cisão da companhia; e
 - (x) dissolução da companhia.

De acordo Modesto Carvalhosa⁹³, a mens legis deste dispositivo foi dar maior legitimidade às matérias que constituem as “bases essenciais da companhia”, consubstanciadas no rol contido no caput do artigo 136 da Lei das S.A.

Ademais, em se tratando das deliberações constantes dos itens “i” e “ii”, a sua eficácia dependerá da ratificação, no prazo máximo de 1 (um) ano, por titulares de mais da metade de cada classe de ações preferenciais prejudicadas, nos termos do §1º do mesmo dispositivo⁹⁴. E não poderia ser diferente, pois, caso contrário, os preferencialistas (que na quase totalidade dos casos tem seu direito de voto suprimido) ficariam a mercê de potenciais abusos dos acionistas detentores do capital votante, podendo ter seus direitos tolhidos sem que houvesse uma via de resistência.

⁹³CARVALHOSA, Modesto. Sociedades anônimas / Modesto Carvalhosa, Luiz Fernando Martins Kuyven. – São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016 – (Coleção tratado de direito empresarial; v. 3) p. 788.

⁹⁴Art. 136 § 1º. Nos casos dos incisos I e II, a eficácia da deliberação depende de prévia aprovação ou da ratificação, em prazo improrrogável de um ano, por titulares de mais da metade de cada classe de ações preferenciais prejudicadas, reunidos em assembleia especial convocada pelos administradores e instalada com as formalidades desta Lei.

Em que pese a previsão legal de quórum especial para a aprovação de tais matérias, em se tratando de companhias cujas ações não estejam admitidas à negociação em bolsa ou no mercado de balcão, tal quórum pode ser elevado, nos termos da parte final do caput do artigo 136 da Lei das S.A.

Ademais, nos termos do §1º do artigo 129 da mesma lei, estatuto de companhia fechada pode prever matérias outras cuja aprovação dependa de um quórum superior à maioria absoluta, desde que devidamente especificados o quórum necessário e a(s) matéria(s) aplicáveis.

Nota-se que, apesar de ter outorgado tal faculdade às companhias fechadas, o legislador se quedou silente em relação às companhias abertas, sugerindo, a *contrario sensu*, que estas não gozam de liberdade para elevar o quórum previsto no caput do artigo 136 ou incluir matérias no rol nele elencado.

Em outras palavras, a adoção, por companhias brasileiras, da *supermajority* para a deliberação de outras matérias ou para adoção de outro quórum que não aqueles especificados no artigo 136 da Lei das S.A., somente é facultado àquelas companhias cujos valores mobiliários não sejam admitidos à negociação no mercado de capitais.

Em que pese os benefícios defensivos alcançados com o quórum elevado para votação de determinadas matérias estratégicas, tal medida também pode implicar prejuízos estratégicos para a companhia e seus acionistas. Como observa Plínio José Lopes Shiguematsu⁹⁵, a super-maioria

⁹⁵ SHIGUEMATSU, Plínio José Lopes. Mecanismos de proteção e estratégias de defesa em tomadas hostis de controle In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de e ARAGÃO, Leandro Santos de. (Coord.). *Direito societário – Desafios atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 417.

pode “*desestimular propostas interessantes de aquisição e ainda entrincheirar administrações ineptas.*”

No mesmo diapasão, Modesto Carvalhosa afirma que:

“a inclusão de outras questões suscetíveis de deliberação da assembleia geral no regime de quórum qualificado criaria um sério empecilho ao desenvolvimento dos negócios sociais. E ainda levaria a companhia a ser indiretamente submetida, em matérias relevantes, à vontade emissiva da minoria, na medida em que a abstenção desta nas assembleias trancaria a possibilidade de deliberação eficaz da assembleia.”

Em vista disto, a reforma implementada em 2011 nos regulamentos do Novo Mercado e do Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBovespa incluiu em ambos a Cláusula 3.1.2.(i), que proíbe as companhias listadas nestes segmentos de adotar em seus estatutos disposições que estabeleçam quórum qualificado para matérias submetidas à assembleia geral de acionistas.

Tal disposição, no entanto, é meramente tautológica uma vez que, para que a companhia possa aderir ao novo mercado, deverá ser aberta e, portanto, nos termos da legislação vigente não poderia adotar disposições desta natureza de qualquer sorte.

4.1.2 Voting Cap

Voting caps são medidas defensivas implementadas por meio da adoção de disposições estatutárias que limitem a quantidade máxima de votos que um acionista ou grupo de acionistas atuando conjuntamente pode exercer nas deliberações sociais.

Em outras palavras, os *voting caps* estabelecem um limite máximo de poder que cada acionista pode exercer de maneira individual.

Assim, se o estatuto de determinada companhia estabelecer uma limitação máxima ao exercício de voto nas deliberações sociais de 10% do total de ações votantes, por exemplo, caso determinado acionista possua

20%, 30% ou 40% do total das ações com direito de voto, independentemente da quantidade detida, ele só poderá exercer influência nas deliberações sociais com 10% delas.

Consequentemente, todos os acionistas que detenham ações com direito de voto em quantidade igual ou superior ao limite estatutário estarão em patamar de igualdade nas assembleias gerais.

O poder dos *voting caps* de inibir interessados na aquisição hostil de determinada companhia repousa no fato de que, independentemente da quantidade de ações que o adquirente consiga reunir, caso um único acionista possua ações em número igual ao limite de voto estatutário, ambos prevalecerão de igual maneira nas deliberações sociais.

Assim, para que o adquirente tenha a garantia da prevalência nas deliberações, seria necessário adquirir, no mínimo, a totalidade das ações votantes subtraídas as ações em tesouraria e a quantidade que representa o limite de voto, mais uma ação.

Matematicamente, a quantidade mínima de ações votantes necessárias para garantir o controle de uma companhia cujo estatuto prevê um limite de voto poderia ser expressa da seguinte maneira: $[P \Leftarrow K - T - L + 1]$, onde “P” representa a condição de prevalência social, “K” representa o total de ações votantes cujo capital está dividido, “T” representa a quantidade de ações em tesouraria e “L” representa o limite do *voting cap*.

Em decorrência disto, a tendência de estrutura de capital em companhias cujo estatuto estabeleça um limite quantitativo para o exercício do voto é a dispersão do capital votante, uma vez que não haverá qualquer vantagem política para que um acionista concentre ações com direito de voto da companhia em quantidade superior ao limite de voto estatutário.

No que tange à isonomia entre acionistas relativa à adoção desta medida defensiva, Modesto Carvalhosa ressalva que “*Somente se admite a restrição estatutária se ela alcançar todos os acionistas, sem exceção.*”⁹⁶

Este tipo de medida é comumente adotado por sociedades alemãs (onde são conhecidas como *Höchststimmrechte*) como forma de garantir a dispersão acionária e inibir possíveis interessados na tomada de controle⁹⁷.

Na legislação alemã, a possibilidade da imposição de um limite de voto está prevista de maneira expressa na própria lei societária (“Aktiengesetz”), em seu artigo 134 (2)⁹⁸, que limita a adoção apenas por companhias não listadas.

No caso de sociedades com participação estatal alemã, no entanto, a adoção de tais cláusulas por imposição legal é controversa, pois, a depender da situação fática, pode significar uma violação ao livre movimento de capitais, positivado nos artigos 63 a 66 do Tratado de Funcionamento da União Europeia (“TFEU” - Treaty on the Functioning of the European Union).

Tal violação foi reconhecida no *leading case Commission v. Germany* (C-112/05 - ECJ), conhecido como Caso Volkswagen (“VW Case”), julgado em 23 de outubro de 2007 pelo Tribunal de Justiça da União Europeia.

Em que pese o entendimento desfavorável da *European Court of Justice* (“ECJ”) em relação à combinação dos mecanismos de reforço de controle utilizados no estatuto social da Volkswagen, a efetividade da decisão da ECJ não garantiu a tomada da companhia pela sua concorrente, Porsche,

⁹⁶CARVALHOSA, Modesto. Comentários à lei de sociedades anônimas, 2º volume: arts. 75 a 137 – 6 ed. rev. e atual. – São Paulo: Saraiva, 2014. p. 488.

⁹⁷CARVALHOSA, Modesto. Comentários à lei de sociedades anônimas, 4º volume: tomo II: arts. 243 a 300 – 5 ed. rev. e atual. – São Paulo: Saraiva, 2014. p. 276.

⁹⁸Aktiengesetz; Art. 134 (2): “Für den Fall, daß einem Aktionär mehrere Aktien gehören, kann bei einer nichtbörsennotierten Gesellschaft die Satzung das Stimmrecht durch Festsetzung eines Höchstbetrags oder von Abstufungen beschränken.”

que acabou tendo seu controle tomado de maneira hostil pela própria Volkswagen, em um clássico exemplo da manobra conhecida como *pac-man*⁹⁹.

No Brasil, as limitações estatutárias ao número de votos também estão previstas na Lei Societária. O artigo 110, §1º da Lei das S.A.¹⁰⁰ determina que o estatuto de qualquer companhia pode estabelecer limitação ao número de votos de cada acionista.

Diferente da provisão contida no Aktiengesetz, a Lei das S.A. não estabelece qualquer reserva para adoção do limite numérico de votos, podendo esta ser adotada por quaisquer companhias, independentemente de abertura de capital ou listagem em mercados organizados de valores mobiliários.

Em que pese o fato de a adoção de *voting caps* propiciar uma maior dispersão do capital votante e, conseqüentemente, uma maior liquidez destes títulos no mercado, a depender da extensão do limite imposto, esta medida também pode surtir efeito negativo na precificação das ações da companhia.

Isto porque, caso o limite quantitativo seja demasiadamente baixo, os investidores interessados em influenciar nas deliberações sociais não irão adquirir ações votantes em quantidades relevantes. Como consequência, a procura por estes títulos tenderá para patamares inferiores à sua oferta, o que fará com que o seu preço caia.

Outro fator negativo da adoção de um limite demasiadamente baixo é o absenteísmo acionário, uma vez que os acionistas não conseguirão exercer influência significativa nas deliberações sociais e, portanto, não estarão dispostos a dispender tempo de recursos para comparecer aos conclaves.

⁹⁹ Ver item 4.2.5

¹⁰⁰ Art. 110, § 1º: “O estatuto pode estabelecer limitação ao número de votos de cada acionista.”

Em vista disto, a reforma implementada em 2011 nos regulamentos do Novo Mercado e do Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBovespa incluiu em ambos a Cláusula 3.1.1., que impede a adoção de disposições estatutárias que limitem o direito de voto a patamar inferior a 5% das ações com direito de voto¹⁰¹.

4.1.3 Poison Pills

As *poison pills*, ou “pílulas de veneno”, são medidas defensivas contra tentativas de aquisição criadas nos Estados Unidos, na década de 1980, por meio das quais são conferidos direitos de subscrição aos acionistas da companhia-alvo destinados a diluir a participação de um eventual pretenso adquirente hostil.

Estes direitos de subscrição somente podem ser exercidos na hipótese de ocorrência de um evento específico, conhecido como “gatinho”.

Desde o seu surgimento, na década de 1980, até os dias de hoje, as *poison pills* passaram por diversas mudanças, sendo adotada sob diversas formas distintas.

No entanto, as duas modalidades mais disseminadas ainda hoje são as “flip-in rights” e flip-over”.

4.1.3.1. Primeira Geração (“Flip-in Rights”)

A primeira geração de *poison pills*, conhecida como “*flip-in rights*” ou “*preferred stock plans*” surgiu nos Estados Unidos quando, em 1982, a El

¹⁰¹ “3.1.1 Limitação de Voto. A Companhia não poderá prever, em seu estatuto social, disposições que limitem o número de votos de acionista ou Grupo de Acionistas em percentuais inferiores a 5% (cinco por cento) do capital social, exceto nos casos de desestatização ou de limites exigidos em lei ou regulamentação aplicável à atividade desenvolvida pela Companhia, que sejam devidamente fundamentados e submetidos para aprovação da BM&FBOVESPA.”

Paso Electric procurou o advogado Martin Lipton para traçar uma estratégia de defesa contra a tentativa de aquisição hostil lançada por suas ações.

Por meio da estratégia sugerida por Martin Lipton, a administração da El Paso deveria distribuir direitos de subscrição entre os acionistas da companhia que, na hipótese de uma tomada hostil, dariam aos seus titulares, com exceção ao ofertante, o direito de adquirir uma nova ação da companhia.

O exercício de tais direitos de subscrição torna a aquisição mais custosa para eventuais interessados, uma vez que, além de aumentar a quantidade de ações emitidas pela companhia, provocará a diluição do ofertante.

4.1.3.2 Segunda Geração (“Flip-over”)

As *poison pills* do tipo *flip-over*, por outro lado, consistem na outorga, aos acionistas da companhia-alvo, de direitos de subscrição na companhia ofertante.

Estes direitos de subscrição somente passam a ser exercíveis na hipótese de aquisição de uma determinada participação na companhia-alvo ser seguida de uma fusão entre a companhia-alvo e a ofertante ou incorporação daquela por esta.

O valor de subscrição nestes casos geralmente será consideravelmente abaixo do valor justo, fazendo com que os acionistas da adquirente sejam diluídos, podendo os acionistas da empresa-alvo, a depender da conjuntura, se tornarem os novos controladores da companhia ofertante.

Esta modalidade de *poison pill* mostra-se de grande valia para coibir *two-tier offers* coercitivas, na medida em que, mesmo que o *front-end* seja bem-sucedido, caso o *back-end* envolva incorporação da companhia-alvo, haverá o risco de diluição ou tomada de controle da ofertante.

4.1.3.3 Brazilian Pills – Poison Pill à Brasileira

No Brasil, o termo “*poison pill*” é utilizado para designar uma espécie de medida defensiva estatutária adotada por algumas companhias abertas com o objetivo de garantir a dispersão de seu capital.

Por meio das *brazilian pills*, como são chamadas, qualquer acionista que atinja participação no capital votante de determinada companhia superior a um percentual específico (geralmente entre 20% e 30%), estará obrigado a realizar uma oferta pública de aquisições destinada à totalidade das ações com direito de voto da companhia a um valor calculado de acordo com critério preestabelecido.

Apesar da nomenclatura, as características da “*brazilian pill*” em nada se assemelham à *poison pill* americana, seja ela da espécie *flip-in* ou *flip-over*.

Do modo como são utilizadas no Brasil, as *poison pills* se assemelham muito mais com a oferta compulsória, prevista no Artigo 5º da Diretiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho da União Europeia, do que com as *poison pills* norte-americanas.

Em razão disto, a utilização desta nomenclatura para designar a cláusula que obriga a realização de uma OPA por investidores que ultrapassem determinada quantidade de ações votantes foi alvo de duras críticas por parte da doutrina especializada.

Conforme observam Müssnich e Lobão Melo:

“A *poison pill* nada mais é do que a nomenclatura dada para um tipo de medida defensiva criada nos Estados Unidos, mas que em nada se assemelha com a variação tupiniquim incorporada em alguns estatutos sociais de companhias brasileiras, uma evidente confusão de espécie com gênero.”¹⁰²

¹⁰² MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; LOBÃO MELO, Vitor de Britto. Análise Prática e Considerações sobre a realidade e a aplicação das medidas de proteção à tomada de controle nos

Em que pese a flagrante inadequação da nomenclatura utilizada para designar as *poison pills* brasileiras, fato é que, diferente objetivo a ser alcançado com as *poison pills* norte-americanas, no Brasil, este tipo de cláusula estatutária vem servindo inadequadamente como mecanismo de reforço de controle.

Isto porque, muito embora a sua adoção seja justificada, sobretudo por companhias listadas nos Segmentos Especiais de Governança Corporativa da BM&FBovespa, como mecanismo de garantia do *free-float* mínimo exigido pelos regulamentos destes segmentos, a verdadeira intenção por trás de sua adoção é a manutenção do poder de controle minoritário.

Além disto, muitas das cláusulas de *poison pill* adotadas nos estatutos de companhias brasileiras contavam com a chamada “cláusula pétrea”, que também obriga a realização de uma oferta pública de aquisições por qualquer acionista que vote pela supressão da *poison pill* do estatuto da companhia em questão.

A legalidade de adoção destas cláusulas pétreas foi objeto da Audiência Pública 03/2009, que culminou na elaboração do Parecer de Orientação CVM nº 36/09 (“PO 36”).

4.1.3.3.1 O parecer de Orientação CVM nº 36/09

Nos termos da Deliberação CVM nº 1/78, os Pareceres de Orientação são atos expedidos pelo Colegiado da CVM destinados a orientar os agentes do mercado e os investidores sobre matérias que cabe à autarquia regular. Adicionalmente, os Pareceres de Orientação também podem ser utilizados

estatutos sociais das companhias abertas brasileiras (Brazilian Pills). In: SILVA, Alexandre Couto (Coord.). Direito Societário – Estudos sobre a lei de sociedades por ações. 2013. Editora Saraiva. p. 254.

para veicular as opiniões da CVM sobre interpretação das Leis 6.385/76 e 6.404/76 no interesse do mercado de capitais.

Neste sentido, o PO 36 destina-se a orientar o mercado sobre a opinião do Colegiado da CVM sobre a adoção das chamadas cláusulas pétreas nos estatutos sociais de companhias abertas.

A minuta inicial do referido Parecer de Orientação é produto de um memorando elaborado pelos Diretores Marcos Pinto e Otávio Yazbek¹⁰³ sobre aspectos práticos e legais das *poison pills* inseridas nos estatutos de algumas companhias abertas.

O memorando elaborado pelos diretores está dividido em quatro partes principais.

Após uma breve introdução, na segunda parte do memorando, são identificados os principais benefícios das *poison pills*, dentre os quais estão a proteção contra tentativas de aquisição coercitivas e um maior poder de barganha concedido aos acionistas.

Em seguida, são feitas considerações em relação aos supostos benefícios trazidos pelas cláusulas pétreas. De acordo com o memorando, em que pese a ausência de efeitos negativos da cláusula pétrea no afastamento de ofertas coercitivas, estas diminuiriam o poder de barganha, uma vez que impossibilitariam os acionistas de suprimirem a *poison pill* sem que precisassem realizar uma OPA eles mesmos.

Na quarta seção, os diretores salientam que um dos efeitos negativos da *poison pill* é o aumento do conflito de agência existente entre acionistas e

¹⁰³ Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0005/6491-0.pdf>; Consultado em 22 de novembro de 2016.

administradores. Neste aspecto, as cláusulas pétreas apenas potencializariam o risco de conflito de agência sem oferecer uma contraprestação razoável.

Por fim, o memorando conclui que, apesar de não haver qualquer impedimento ou ilegalidade na adoção das cláusulas de *poison pill*, a adoção das cláusulas pétreas representaria desequilíbrio e ineficiência do ponto de vista econômico.

Assim, em vista dos crescentes questionamentos do ponto de vista jurídico, os Diretores fizeram a sugestão para que o Colegiado promovesse discussões sobre o assunto para a elaboração de um Parecer de Orientação.

Após a submissão da proposta de Parecer de Orientação à Audiência Pública 03/2009, foi editado o PO 36.

De acordo com o Parecer de Orientação, a CVM entende que “*as chamadas cláusulas pétreas são incompatíveis com diversos princípios e normas da legislação em vigor, em especial s previstos nos artigos 115, 121, 122, I, e 129*” da Lei das S.A.

Em razão disto, a CVM declara formalmente que não aplicará sanções administrativas aos acionistas de companhias cujo estatuto contenha cláusula pétrea que votem pela sua supressão e não realizem a oferta pública de aquisições nela prevista.

4.1.4 Staggered Board – Conselho “Escalonado”

O conselho escalonado, ou *staggered board* é a medida defensiva estatutária por meio da qual são estabelecidos períodos de mandato distintos para diferentes grupos de administradores.

Desta maneira, ao invés de possuírem um mandato unificado, hipótese na qual serão todos eleitos na mesma ocasião, a eleição e fim de mandato dos administradores ocorrerá em momento distinto.

Assim, caso um investidor se torne controlador de companhia cujo estatuto estabeleça mandatos escalonados para o conselho de administração, não poderá renovar completamente o órgão em uma só ocasião, o que retardará a efetiva transição do controle.

No Brasil, muito embora o escalonamento dos mandatos dos conselheiros não seja expressamente vedado, a Lei das S.A. oferece alguns obstáculos práticos à sua utilização como medida defensiva.

Isto porque, consoante o artigo 140 da Lei das S.A. o conselho de administração pode ser destituído a qualquer tempo pela assembleia geral. Assim, caso um investidor adquira o controle de determinada companhia, poderá de imediato destituir os administradores sem que precise aguardar o fim de seus mandatos.

Outro empecilho prático para o *staggered board* são os procedimentos de eleição por voto múltiplo, previsto no artigo 141 da Lei das S.A., e de votação em separado, previsto no §4º do mesmo artigo.

Adicionalmente, mesmo que a assembleia geral não pudesse destituir os administradores a qualquer tempo, se os conselheiros forem eleitos pelo procedimento de voto múltiplo, bastará que um deles seja destituído para que os demais também o sejam, nos termos do artigo 141, §3º da Lei das S.A.

4.1.5 Golden Parachute

Os *golden parachutes* são contratos firmados entre as companhias e seus altos executivos por meio dos quais são garantidas compensações econômicas no caso de destituição injustificada de seus cargos.

Na maior parte das vezes, a adoção do *golden parachute* é justificada como medida de retenção de profissionais estratégicos para a companhia. Assim, por meio da promessa de um bônus em dinheiro ou valores

mobiliários na hipótese de dispensa injustificada, haveria uma compensação do risco de instabilidade ou incerteza em relação à manutenção de seu cargo.

Outra aplicação comumente utilizada para os *golden parachutes* é o afastamento do conflito de interesses dos administradores quando diante de uma tentativa de aquisição.

Sendo o centro do conflito de interesses o risco quase certo da perda de seus cargos na hipótese de alternância de controle, o *golden parachute* age neutralizando tais riscos, oferecendo uma compensação financeira aos administradores, afastando assim o conflito inerente à situação.

A depender da situação, no entanto, a função dos *golden parachutes* pode ser transfigurada.

Isto porque, muito embora possa garantir a manutenção de funcionários altamente qualificados, caso a bonificação prometida ao executivo seja demasiadamente alta, poderá comprometer a sua eficiência, na medida em que uma eventual dispensa poderá não representar qualquer prejuízo material, podendo, em alguns casos, até significar um considerável ganho financeiro.

No caso das tentativas de aquisição hostil, se o valor do *golden parachute* oferecido ao executivo for demasiadamente alto em relação à sua remuneração convencional, haverá um estímulo econômico para que este promova a oferta, independente da sua conveniência para os acionistas.

Outra hipótese de transfiguração dos objetivos do *golden parachute* é a sua utilização como medida defensiva, através do esvaziamento de recursos da companhia-alvo.

Caso os valores prometidos aos executivos no caso de dispensa sejam demasiadamente altos, podem comprometer o caixa e a operação da

companhia na hipótese de uma tomada de controle seguida de uma renovação da administração.

De acordo com dados coletados pela agência Bloomberg, os valores dos vinte maiores *golden parachutes* concedidos no mundo em agosto de 2016 variavam entre US\$358.134.747,00 (trezentos e cinquenta e oito milhões, cento e trinta e quatro mil, setecentos e quarenta e sete dólares) e US\$84.851.203,00 (oitenta e quatro milhões, oitocentos e cinquenta e um mil, duzentos e três dólares):

Companhia	CEO	Total divulgado
Wynn Resorts	Steve Wynn	358,134,747
Simon Property Group	David Simon	302,425,834
McKesson	John Hammergren	198,150,788
Discovery Communications	David Zaslav	161,119,864
Allergan	Brent Saunders	140,672,343
Oracle	Safra Catz	137,419,375
Oracle	Mark Hurd	137,419,375
Broadcom	Hock Tan	130,909,835
Texas Instruments	Richard Templeton	123,924,371
Lockheed Martin	Marillyn Hewson	112,081,210
Walt Disney	Bob Iger	111,664,341
Expedia	Dara Khosrowshahi	105,017,750
ConocoPhillips	Ryan Lance	104,337,323
L Brands	Leslie Wexner	95,122,480
Viacom	Philippe Dauman	94,499,437
Aetna	Mark Bertolini	91,381,097
Harman International Industries	Dinesh Paliwal	90,698,461
Regeneron Pharmaceuticals	Leonard Schleifer	90,277,657
Ingersoll-Rand	Mike Lamach	85,520,287
Activision Blizzard	Bobby Kotick	84,851,203

Tabela 3: Vinte maiores golden parachutes do mundo em 2016 (Fonte: Bloomberg)¹⁰⁴

¹⁰⁴ Disponível em <http://www.bloomberg.com/graphics/2016-golden-parachutes/>; consultado em 19 de novembro de 2016.

Tomando como exemplo o maior *golden parachute* concedido, caso o controle da Wynn Resorts seja adquirido e o seu CEO, Steve Winn, seja dispensado, a companhia será obrigada a desembolsar um valor correspondente a cerca de 4% do seu market cap¹⁰⁵ apenas para pagamento do principal executivo, o que certamente tem o condão de afastar possíveis interessados na aquisição do seu controle de maneira hostil.

No Brasil, a apreciação do conflito de interesses dos administradores na adoção de *golden parachutes* para tentar frustrar tentativas de aquisição encontra um importante precedente nos Processos Administrativos Sancionadores CVM nº RJ 2014/8013 e CVM nº RJ 2013/11703, discutidos no item 3.4.4 do presente estudo.

4.2 Medidas Defensivas Pós-Oferta

As medidas defensivas pós-oferta são aquelas tomadas na iminência de uma oferta ou após a mesma ser lançada.

Em virtude da necessidade de atuação imediata, diferente do que ocorre com aquelas tomadas pré-oferta, tais medidas dificilmente envolvem alterações estatutárias, uma vez que os prazos previstos na legislação competente as tornaria inviáveis¹⁰⁶.

Nada impede, no entanto, que algumas medidas pré-oferta possam ser adotadas na iminência ou após o anúncio de uma oferta pública de aquisições.

Conforme ressalta João Pedro Barroso do Nascimento:

“As medidas defensivas posteriores são o reconhecimento de que, nem sempre, as medidas defensivas preventivas são suficientes para, por si, só, assegurar a

¹⁰⁵ Percentagem calculada com base no market cap informado em 20 de novembro de 2016.

¹⁰⁶ Tomando o Brasil como referência, para que haja alteração estatutária em companhias abertas, são necessários, no mínimo, 15 dias entre a publicação do edital de convocação e a realização da assembleia geral extraordinária competente.

proteção de companhias com dispersão contra tentativas de tomada de controle hostil.”¹⁰⁷

A vantagem estratégica das medidas-pós oferta sobre as medidas pré-oferta repousa no fato de que, por serem tomadas em vista de uma ameaça concreta, as medidas pós-oferta podem ser melhor moldadas à ameaça que pretendem evitar.

No entanto, a depender das leis aplicáveis à companhia-alvo, a adoção de tais medidas pode estar sujeita a um maior risco de agência do que as adotadas pré-oferta.

A seguir serão analisadas as peculiaridades da adoção das principais medidas defensivas adotadas na iminência ou após o anúncio de uma oferta pública de aquisições.

4.2.1 Greenmail

Greenmail é a medida defensiva tomada contra tentativas iminentes de aquisição hostil por meio da qual a companhia-alvo compra as ações detidas pelo potencial adquirente hostil (“*greenmailer*”) mediante o pagamento de um prêmio.¹⁰⁸

A origem do nome desta medida deriva do neologismo decorrente da combinação das palavras “*blackmail*”¹⁰⁹ e “*greenback*”¹¹⁰⁻¹¹¹, em alusão à “chantagem” oferecida em dinheiro para que o potencial adquirente aliene suas ações e desista de proceder à aquisição hostil ou à ameaça praticada pelo potencial adquirente.

¹⁰⁷ NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. Medidas Defensivas à Tomada de Controle de Companhias – São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 121.

¹⁰⁸ NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. Medidas Defensivas à Tomada de Controle de Companhias – São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 174.

¹⁰⁹ “Chantagem” na língua inglesa.

¹¹⁰ Termo alternativo para “dólar”.

¹¹¹ <http://www.investopedia.com/terms/g/greenmail.asp>

O termo *greenmail* também poder utilizado para designar a estratégia de adquirir participação relevante em determinada companhia e, em seguida, ameaçar uma aquisição hostil para que a própria companhia adquira as ações do *greenmailer* por um preço diferenciado. Em inúmeros casos, o *greenmailer* sequer tem condições ou intenção de proceder à aquisição hostil, tratando-se de um mero blefe para aproveitar-se do prêmio pago.

Esta prática foi tornou-se extremamente popular nos Estados Unidos e no Reino Unido na década de 1980, tendo apenas no mês de março de 1984 movimentado mais de US\$ 1,6bilhões¹¹².

Um dos investidores mais conhecidos pela utilização desta estratégia foi o financista inglês Sir James Goldsmith, cujas duas maiores empreitadas lhes renderam pouco mais de US\$ 140 milhões.

A primeira delas, tendo por objeto ações da St. Regis Paper Company, lhe rendeu, após uma intensa batalha com o *board* da companhia, um ganho de aproximadamente US\$ 50 milhões¹¹³.

Já na ocasião seguinte, que durou apenas dois meses, a Goodyear Tire and Rubber Company adquiriu as ações de sua própria emissão detidas por Sir James Goldsmith, representantes de aproximadamente 11,5% do capital votante, por cerca de US\$ 620 milhões, o que lhe gerou um ganho de aproximadamente US\$ 91 milhões¹¹⁴.

O que chama atenção em ambos os casos é que Sir James nunca pretendeu verdadeiramente tomar o controle das companhias, uma vez que seu perfil de investimento foi sempre o de portfólio, muito embora nas duas

¹¹² SLATER, Robert. The titans of takeover. Englewood Cliffs, N.J.: Prentice Hall, 1987. p. 93.

¹¹³ St. Regis in Accord To Buy Back Stock. Matéria de autoria de Agos Salpukas, publicada no Financial Times, em 13 de março de 1984.

¹¹⁴ Goodyear Buys Out Goldsmith. Matéria de autoria de Jonathan P. Hicks, publicada no financial times em 21 de novembro de 1986.

ocasiões tenha protocolado prospectos de oferta pública de aquisições perante a *Securities and Exchange Commission*.

Apesar de o *greenmail*, enquanto estratégia de defesa contra aquisições hostis, se mostrar eficiente para evitar ofertas indesejadas, também pode dar margem a uma série de ineficiências do ponto de vista econômico, além de poder encontrar alguns obstáculos legais para sua implementação.

Do ponto de vista legal, a maior crítica à prática do *greenmail* repousa no lapso de equidade perante os demais acionistas. Isto porque, por meio do *greenmail*, a companhia formula uma oferta dirigida a apenas um acionista, pretendendo adquirir suas ações por um preço superior ao de mercado. Esta oferta, no entanto, não pode ser aproveitada pelos demais detentores de ações votantes interessados em alienar seus títulos, o que representa diferença de tratamento da companhia para com os seus acionistas.

Esta potencial quebra de isonomia é a pedra de toque das discussões legislativas, regulamentares e jurisprudenciais acerca da legalidade da prática do *greenmail*.

Nos tribunais ianques, por exemplo, não há um consenso sobre a sua legalidade, tendo as cortes de alguns estados, como Delaware, entendido pela viabilidade da sua utilização, e outros, tais como a Califórnia, consolidado o entendimento de que o *greenmail* representa não apenas uma quebra de isonomia entre acionistas, mas também um enorme conflito de interesses por parte dos administradores, uma vez que, fora o *greenmailer*, estes seriam os únicos beneficiados pela transação¹¹⁵.

¹¹⁵ SHIGUEMATSU, Plínio José Lopes. Op. Cit. p. 425.

Além dos possíveis óbices legais, o maior risco a que a companhia que pratica o *greenmail* fica sujeita é o chamado *double dipping*¹¹⁶, que consiste na aparição de oportunistas que, após o pagamento do primeiro *greenmail*, aproveitam-se da situação para tentar um acordo semelhante por um valor ligeiramente mais alto.

Os prejuízos causados pelo *double dipping* são potencializados pela sua tendência de criar um ciclo vicioso, chamando a atenção de cada vez mais interessados em chantagear a companhia por valores cada vez mais elevados.

Com o intuito de afastar potenciais *greenmailers* e *double dippers*, as companhias inglesas e norte-americanas começaram a adotar em seus estatutos na década de 1980 as chamadas *antigreenmail provisions*¹¹⁷. Por meio delas, a recompra das ações detidas pelos *greenmailers* deveria passar pelo crivo da assembleia geral de acionistas, o que desencorajava a tentativa de *greenmail*.

No Brasil, a prática do *greenmail* era legalmente inviável até setembro de 2015, quando foi editada a Instrução CVM nº 567/15 (“ICVM 567”).

Isto porque, nos termos do artigo 30 da Lei das S.A.¹¹⁸, a companhia não pode negociar com as suas próprias ações, exceto nas hipóteses de: (i) a operações de resgate, reembolso ou amortização previstas em lei; (ii) aquisição, para permanência em tesouraria ou cancelamento, desde que até o

¹¹⁶ SHIGUEMATSU, Plínio José Lopes. Op. Cit. p. 421.

¹¹⁷ SHIGUEMATSU, Plínio José Lopes. Op. Cit. p. 421.

¹¹⁸ Art. 30. A companhia não poderá negociar com as próprias ações.

§ 1º Nessa proibição não se compreendem:

- a) as operações de resgate, reembolso ou amortização previstas em lei;
- 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;
- c) a alienação das ações adquiridas nos termos da alínea *b* e mantidas em tesouraria;
- d) a compra quando, resolvida a redução do capital mediante restituição, em dinheiro, de parte do valor das ações, o preço destas em bolsa for inferior ou igual à importância que deve ser restituída.

§ 2º A aquisição das próprias ações pela companhia aberta obedecerá, sob pena de nulidade, às normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, que poderá subordiná-la à prévia autorização em cada caso. (...)

valor do saldo de lucros ou reservas, exceto a legal, e sem diminuição do capital social, ou por doação; (iii) alienação das ações adquiridas nos termos do item ii e mantidas em tesouraria; e (iv) compra quando, resolvida a redução do capital mediante restituição, em dinheiro, de parte do valor das ações, o preço destas em bolsa for inferior ou igual à importância que deve ser restituída.

Ademais, o parágrafo 2º do mesmo artigo outorga competência regulamentar à CVM para normatizar as regras aplicáveis à negociação com ações de sua própria emissão.

Com base nestes poderes, a CVM editou, em 14 de fevereiro de 1980, a atualmente revogada Instrução CVM nº 10/80 (“ICVM 10”), cujo artigo 9º impedia que companhias abertas negociassem com as suas próprias ações fora do mercado de capitais¹¹⁹.

Como decorrência lógica, sendo o *greenmail* uma negociação privada conduzida entre a companhia e o *greenmailer*, esta prática também estaria vedada, nos termos do artigo 9º da ICVM 10.

Ocorre que em 17 de setembro de 2015, a ICVM 10 foi revogada pela Instrução ICVM 567, cujo artigo 3º passou a permitir a negociação privada com ações de sua própria emissão por companhias abertas, sendo sua eficácia condicionada à aprovação pela assembleia geral de acionistas nas hipóteses em que envolver mais de 5% de espécie ou classe de ações em circulação ou for realizada por valor 10% inferior ou superior à sua cotação de mercado.

¹¹⁹ICVM 10; Art. 9º A aquisição de ações, para cancelamento ou permanência em tesouraria, e a respectiva alienação serão efetuadas em bolsa, salvo se a companhia só tiver registro para negociar em mercado de balcão, vedadas as operações privadas.

No entanto, para que as ações possam ser adquiridas, não pode haver uma oferta pública de aquisição de ações em curso, nos termos do artigo 7º da ICVM 567.

Em virtude destas alterações regulamentares, a prática do *greenmail* passou a ser legalmente viável no Brasil, desde que realizada antes do anúncio de uma eventual oferta pública de aquisições pelo *greenmailer*. Ademais, com a exigência do escrutínio da operação pela assembleia geral de acionistas, a CVM conseguiu de uma só vez afastar a quebra de isonomia no tratamento dos acionistas e o potencial conflito de interesses dos administradores.

4.2.2 White Knight

White knight, ou cavaleiro branco, é o jargão utilizado para designar o investidor que, a convite dos administradores da companhia-alvo, realiza uma oferta concorrente àquela considerada hostil.

O papel do *white knight* geralmente é desempenhado por investidores cujo interesse seja melhor alinhado com os administradores da companhia-alvo do que o ofertante hostil ou por investidores que já sejam acionistas da companhia e estejam satisfeitos com o modo como os negócios sociais estão sendo conduzidos.

Diferente do ofertante hostil, o *white knight* via de regra não pretenderá alterar a administração da companhia-alvo ou, caso o faça, manterá parte dos atuais administradores.

Por motivos lógicos a oferta realizada pelo *white knight* terá sempre que ser lançada em melhores condições do que aquela originalmente formulada de maneira hostil.

Este fato, no entanto, é responsável por dificultar em muitas das vezes a cooptação de interessados em desempenhar o papel de *white knight*.

Isto porque, ao contrário do ofertante original, que dispõe de tempo razoável para estudar as condições da oferta a ser formulada, bem como as características e riscos de aquisição da companhia-alvo, o *white knight* deverá formular a sua oferta dentro do prazo de aceitação da oferta original.

A falta de tempo hábil para formular uma oferta concorrente devidamente informada acerca dos riscos e do preço justo pode afastar o apetite de ofertantes concorrentes.

De acordo com estudo conduzido com 100 casos envolvendo *white knight* ao longo de 10 anos, o retorno obtido por estes investidores é geralmente muito abaixo do esperado.¹²⁰

Para compensar esta desvantagem, os administradores da companhia-alvo muitas das vezes oferecem informações estratégicas, acordos de exclusividades, compromisso de venda de ativos, entre outras vantagens para os *white knights*.

A outorga destas vantagens, no entanto, deve ser realizada com parcimônia e sempre no melhor interesse da companhia, sob pena de quebra de deveres fiduciários, como no caso *Revlon Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings Inc*¹²¹, apreciado pela Suprema Corte de Delaware.

Dentre as possíveis medidas defensivas à disposição dos administradores, a procura por *white knights* é de longe a mais agregadora. Além da realização da oferta concorrente não impedir que o ofertante original melhore as condições oferecidas, estimulando uma espécie de leilão pela companhia alvo, não há qualquer prejuízo aos acionistas, que poderão se decidir pela oferta que melhor lhes convier.

¹²⁰ SHIGUEMATSU, Plínio José Lopes. Op. Cit. p. 428.

¹²¹ Ver item 0

E vista disto, a única exceção à regra de neutralidade dos administradores contida no Artigo 9º(2) da Diretiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho da União Europeia¹²² e na Rule 21 do City Code é a procura por *white knights*.

No Brasil, a atuação dos *white knights* é legalmente permitida pelo artigo 262 da Lei das S.A.¹²³, segundo a qual a existência de uma oferta em curso não impede o lançamento de uma oferta concorrente.

No entanto, os termos e condições desta oferta concorrente são estabelecidos pela Instrução CVM nº 361/02, que estabelece, além de outros assuntos, requisitos temporais e de preço.

Nos termos do artigo 13º, §2º, a oferta concorrente somente poderá ser lançada ou registrada perante a CVM com no mínimo 10 dias de antecedência da data prevista para ocorrer o leilão da oferta que deseja frustrar.

Adicionalmente, em consonância com o §3º do mesmo artigo, o preço oferecido deverá ser, no mínimo, 5% superior ao da oferta com a qual estiver concorrendo.

De acordo com Norma Parente, “*esta regra impede que ocorra uma guerra de preços insignificamente maiores entre os ofertantes, que poderia gerar especulação indesejada e instabilidade no mercado*”.

¹²² Ver item 3.2.5

¹²³ Lei das S.A.; 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.

§ 2º É facultado ao primeiro ofertante prorrogar o prazo de sua oferta até fazê-lo coincidir com o da oferta concorrente.

4.2.3 White Squire

White squire, ou “escudeiro branco”, é o termo utilizado para designar o papel muito semelhante ao do *white knight*, desempenhado por investidor também cooptado pelos administradores da companhia-alvo.

Ao contrário do *white knight*, no entanto, o *white squire* não tem a pretensão de se tornar o controlador da companhia, mas apenas adquirir um bloco de ações considerado relevante.

A procura por um *white squire* não visa oferecer uma alternativa para a oferta hostil realizada. Seu objetivo é estimular que os acionistas não aceitem a oferta e permaneçam na companhia.

Para que consiga atingir este objetivo, é preciso que o *white squire* seja um investidor conhecido pelo mercado e que tenha uma boa reputação capaz de inspirar confiança no empreendimento.

A atuação como *white squire* é prática comum entre investidores ativistas, que costumam adquirir participação relevante em companhias abertas sem, contudo, assumir o controle, com o objetivo de melhorar os níveis de gestão e de governança corporativa.

Um clássico exemplo de ativista que costuma desempenhar o papel de *white squire* é o investidor e filantropo norte-americano Warren Buffet, conhecido por elevar consideravelmente o valor das companhias nas quais estabelece um bloco de ações relevante¹²⁴.

A aquisição da participação relevante pelo *white squire* pode se dar de diversas maneiras. A mais comum entre companhias norte-americanas é a subscrição de novas ações. No entanto, nada impede que o *white squire*

¹²⁴ SHIGUEMATSU, Plínio José Lopes. Op. Cit. p. 430.

adquirir ações mantidas em tesouraria pela companhia-alvo ou realize uma escalada em bolsa.

4.2.4 Sale of Crown Jewel

A *sale of the crown jewel*, ou, numa tradução literal, “venda das joias da coroa”, é a medida defensiva por meio da qual a companhia-alvo se desfaz de ativos estratégicos com o objetivo de diminuir o apetite de investidores interessados em adquiri-la de maneira hostil.

A venda dos ativos estratégicos neste caso, geralmente é realizada para outra companhia do mesmo grupo ou para um *white knight*.

O termo “*crown jewel*”, segundo SHIGUEMATSU, é uma referência às “*joias que eram levadas para fazer parte das coroas de reis e rainhas e famosas por serem maiores, melhor trabalhadas e melhores joias do mercado*”.¹²⁵

Esta medida defensiva, integra o grupo de medidas denominadas kamikaze, que procuram tornar a companhia-alvo menos atraente do ponto de vista econômico com o objetivo de frustrar tentativas de aquisição hostil.

Em razão disto, a *sale of crown jewel* é altamente controversa e deve ser utilizada com muita parcimônia.

Isto porque, muito embora a venda de ativos estratégicos tenha o condão de afastar adquirentes hostil, a depender do ativo alienado, também pode comprometer a operação da própria companhia-alvo.

A sua adoção, portanto, requer certos cuidados por parte dos administradores, que deverão pautar sua decisão nos deveres fiduciários de diligência e lealdade para com a companhia.

¹²⁵ SHIGUEMATSU, Plínio José Lopes. Op. Cit. p. 432.

Além disto, a depender da jurisdição sob a qual a companhia é constituída ou das disposições constantes em seu estatuto social, a alienação de ativos estratégicos deve contar com o escrutínio dos acionistas reunidos em assembleia geral.

Conforme ressalta SHIGUEMATSU:

“É comum as empresas apresentarem restrições para a venda de ativos, ainda mais se eles forem importantes para a atividade da empresa ou representem uma fatia lucrativa de seus negócios. Essas restrições podem aparecer de diversas formas, seja por necessidade de cumprimento de algum requisito legal, como ocorre nos Estados Unidos em determinados estados, seja por necessidade de aprovação dos acionistas da companhia por um quórum mais elevado, o que é comum no Brasil.”¹²⁶

4.2.5 Pac-Man

A medida defensiva conhecida como pac-man consiste numa contraoferta lançada pela companhia-alvo visando a aquisição das ações da companhia ofertante.

A alcunha “pac-man” é uma referência à série de jogos de videogame lançada pela Namco¹²⁷, que virou febre na década de 1980.

Assim como no jogo, a companhia que originalmente é alvo da tentativa de tomada hostil torna-se ofertante e a ofertante original torna-se alvo. Em outras palavras, quando utilizada a estratégia de pac-man, o caçador passa a ser a caça.

Muito embora a pac-man possa se mostrar um meio eficaz de frustrar uma tentativa de aquisição hostil, na prática a sua utilização é extremamente rara.

¹²⁶ SHIGUEMATSU, Plínio José Lopes. Op. Cit. p. 432.

¹²⁷ Disponível em <http://www.pacman1.net>; acesso em 22 de novembro de 2016.

Isto porque a sua implementação requer o dispêndio de enormes quantias, dado que geralmente a companhia ofertante é consideravelmente maior do que a companhia-alvo.

Desta maneira, mesmo que a *pac-man* envolva operações alavancadas como medida de viabilidade financeira, os possíveis efeitos colaterais podem significar a perda considerável de valor da companhia, o que, em última análise, pode ser menos interessante do ponto de vista financeiro para os acionistas do que aceitar a oferta original.

A menos que a companhia alvo seja maior do que a ofertante, o que não é comum, ou que a companhia ofertante tenha uma considerável perda de valor durante o processo de tentativa de aquisição, a *pac-man defense* não se mostra uma medida defensiva muito eficiente do ponto de vista econômico.

Um exemplo de *pac-man defense* bem-sucedida do ponto de vista financeiro foi a realizada pela Volkswagen para adquirir o controle da Porsche no âmbito da tentativa realizada pela Porsche de aquisição da Volkswagen que deu ensejo ao precedente *Commission v. Germany* (C-112/05 - ECJ).

4.2.6 People Pill

A medida defensiva conhecida como *people pill* consiste na celebração de um acordo, formal ou informal, por meio do qual os membros do conselho de administração e/ou determinados funcionários considerados chave para a companhia se comprometem a deixar a companhia caso um deles seja destituído após uma eventual tomada de controle.

A adoção desta medida não é muito comum dentre companhias que estejam diante de tentativas de tomada hostil. Isto porque, para que ela seja efetiva, será necessário que o potencial adquirente do controle tenha a

intenção de manter parte dos administradores da companhia, o que não é a regra.

No entanto, como visto no caso HRT¹²⁸, a combinação da *people pill* com a concessão de *golden parachutes* para a administração pode diminuir o apetite de interessados na aquisição do controle¹²⁹, muito embora não impeça a realização de uma oferta.

Por outro lado, caso a *people pill* envolva funcionários estratégicos para a companhia, a adoção desta medida pode criar um poder de barganha. No entanto isto dificilmente afetará a tomada hostil, uma vez que nada impede o pretense adquirente de negociar acordos para que alguns funcionários permaneçam na companhia.

4.2.7 Safe Harbour

A medida defensiva conhecida como safe harbour consiste na utilização de limitações regulatórias ou concorrenciais como forma de retardar ou bloquear uma tentativa de aquisição hostil.

Apesar de poder se mostrar uma medida defensiva eficiente, a safe harbour não pode ser adotada por qualquer companhia. Isto porque, para suscitar questões concorrenciais, será necessário que a empresa-alvo represente uma parcela relevante de um mercado específico, o que limita o seu universo de aplicação.

Em relação aos entraves regulatórios, estes são geralmente aplicáveis a companhias concessionárias de serviços públicos, tais como de telecomunicações, radiodifusão, mídia, transporte, etc.

¹²⁸ Ver item 3.4.4

¹²⁹ Muito embora no caso da HRT não tenha impedido a substituição de conselheiros.

Um exemplo de entrave regulatório suscetível no Brasil permeia as companhias concessionárias de serviços de telecomunicação. Isto porque, nos termos da Resolução ANATEL nº 101/99, a investidura nos cargos de administração de companhias concessionárias somente poderá ocorrer após a aprovação pela ANATEL dos nomes eleitos em assembleia geral.

Desta maneira, mesmo que um investidor consiga se tornar detentor de participação relevante em uma companhia brasileira concessionária de serviços de telecomunicação, somente conseguirá controlar os rumos sociais após o escrutínio pela agência reguladora encarregada do setor.

4.2.8 Macaroni

A medida defensiva conhecida como macaroni consiste na emissão de títulos de dívida pela companhia-alvo, resgatáveis a valores elevados na hipótese de uma tomada hostil.

O termo “macaroni” é uma alusão ao processo físico que ocorre no momento da preparação de massas, onde o “macaroni” se expande em contato com a água.

Esta medida age diminuindo o apetite do eventual adquirente do controle, esvaziando o caixa da companhia caso a tomada seja bem-sucedida, podendo inviabilizar a sua operação após a assunção do controle.

Uma das consequências negativas da defesa macaroni é a de que, se por um lado pode se mostrar eficaz contra tentativas de aquisição hostil, também pode prejudicar eventuais tomadas amigáveis, na medida em que seus efeitos também afetarão o investidor eventualmente bem alinhado com os administradores da companhia-alvo.

Desta maneira, esta medida defensiva pode ser incompatível com outras, como o *white Knight* e o *white squire*.

4.2.9 Just Say No

A estratégia de defesa conhecida como *just say no*, como a própria terminologia sugere, consiste no apelo dos administradores para que os acionistas não aceitem a eventual oferta pública feita numa tentativa de aquisição.

Para que esta medida defensiva possa se mostrar efetiva, é necessário que os administradores consigam demonstrar de maneira sólida que a permanência a longo prazo dos acionistas na companhia pode ser financeiramente mais interessante do que a alienação de suas ações para o potencial adquirente.

Assim, a estratégia *just say no* somente terá o condão de evitar que investidores de médio e longo prazo aceitem a oferta, sendo totalmente ineficiente em relação aos acionistas esteja procurando retorno a curto-prazo.

O grande obstáculo que esta medida defensiva pode encontrar ocorre nas situações em que a tentativa de aquisição decorre da ineficiência dos atuais administradores da companhia-alvo.

Isto porque dificilmente os administradores ineficientes conseguirão convencer os acionistas de que a companhia poderá dar retornos financeiros interessantes num futuro a médio ou longo prazo.

5 Conclusão

A maneira como cada jurisdição lida com as regras aplicáveis ao conflito de interesses dos administradores quando diante de uma tentativa de aquisição hostil representa um forte reflexo do modelo de mercado de capitais nela existente.

Em que pese o viés conflituoso a que os administradores estarão inevitavelmente sujeitos, o risco de agência implícito na operação será mais

ou menos relevante a depender da estrutura de capital apresentada na companhia-alvo.

Neste diapasão, a alocação do poder decisório em relação à tomada de medidas destinadas a frustrar uma tentativa de aquisição é uma tarefa árdua relegada aos agentes normativos de cada jurisdição, que deverão considerar, além da estrutura de capital predominante no mercado interno, as peculiaridades históricas e legais de cada país.

A partir da análise comparativa realizada entre os modelos adotados no estado de Delaware, no Takeover Panel do Reino Unido, pelas fontes normativas secundárias da União Europeia e no Brasil, é possível constatar que:

- (i) Independente do modelo adotado, quando diante de uma tentativa de aquisição, seja ela amigável ou hostil, os administradores da companhia-alvo sempre deverão agir de maneira diligente, informada, no melhor interesse da companhia e nunca privilegiando os seus próprios interesses;
- (ii) Dentre os modelos estudados, aquele utilizado pelo estado de Delaware é o único que aloca o poder decisório da adoção de medidas defensivas inteiramente nas mãos dos administradores;
- (iii) Dentre os modelos estudados, aquele adotado pelo estado de Delaware também é o único cujo controle do conflito de interesses dos administradores em tomadas hostil é feito exclusivamente *ex post*;
- (iv) Com exceção de algumas diferenças pontuais, os modelos adotados pelo Reino Unido e pela União Europeia são consideravelmente semelhantes. Esta semelhança decorre principalmente do processo histórico-político que culminou na edição da Diretiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do

Conselho da União Europeia, declaradamente baseada no City Code;

- (v) O modelo adotado no Brasil difere daquele adotado na União Europeia e no Reino Unido na medida em que não conta com regras específicas relativas à neutralidade dos administradores quando diante de tentativas de tomada hostil; e
- (vi) O modelo brasileiro também difere do modelo adotado em Delaware, pois, a depender da medida defensiva, a sua adoção deverá ser submetida ao escrutínio dos acionistas reunidos em assembleia geral.

BIBLIOGRAFIA

BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. A administração de companhias e a business judgment rule: uma análise à luz do direito brasileiro. Orientador: Julian Fonseca Peña Chediak. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro: 2014.

CAHN, Andreas; DONALD, David C. Comparative Company Law: text and cases on the laws governing corporations in Germany, the UK and the USA. Cambridge University Press. Cambridge: 2010.

CARVALHOSA, Modesto. Comentários à lei de sociedades anônimas, 2º volume: arts. 75 a 137 – 6 ed. rev. e atual. – São Paulo: Saraiva, 2014.

CARVALHOSA, Modesto. Comentários à lei de sociedades anônimas, 4º volume: tomo II: arts. 243 a 300 – 5 ed. rev. e atual. – São Paulo: Saraiva, 2014.

CARVALHOSA, Modesto. Sociedades anônimas / Modesto Carvalhosa, Luiz Fernando Martins Kuyven. – São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016. – (Coleção tratado de direito empresarial; v. 3).

CLEAVES, Mark A. Creeping Federalization of Corporate Law: *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.* and the All-Holders Rule under the Federal Securities Laws. The Delaware Journal of Corporate Law: 1987, Vol. 12, n.2.

DAVIES, Paul L.; WORTHINGTON, Sarah. Gower`s Principles of Modern Company Law. Reino Unido: Sweet & Maxwell. 2016. 10ª Edição.

DAVIES, Paul; KOPT, Klaus. *in* The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach. Second edition. Oxford University Press.

DAVIES, Paul; SCHUSTER, Edmund-Philipp; GHELCKE, Emilie van de Walle de. The Takeover Directive as a Protectionist Tool? European Corporate Governance Institute: Law Working Paper N° 141/2010.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus Freitas. Mercado de Capitais – regime jurídico. 3. ed. revista e ampliada. – Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

KERSHAW, David. Corporate Law and Self-Regulation. LSE Law, Society and Economy Working Papers 5/2015. London School of Economics and Political Science: Law Department. 2015.

MUKWIRI, Jonathan. Takeovers and the European Legal Framework: A British Perspective.

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; LOBÃO MELO, Vitor de Britto. Análise Prática e Considerações sobre a realidade e a aplicação das medidas de proteção à tomada de controle nos estatutos sociais das companhias abertas brasileiras (*Brazilian Pills*). In: SILVA, Alexandre Couto (Coord.). Direito Societário – Estudos sobre a lei de sociedades por ações. 2013. Editora Saraiva.

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

PARENTE, Norma Jonssen. Mercado de Capitais / Norma Jonssen Parente; coordenação Modesto Carvalhosa. – São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016. (Coleção tratado de direito empresarial. v. 6).

SCHUSTER, Edmund-Philipp. The Mandatory Bid Rule: Efficient, After All? *in* The modern law review, 2013, Vol.76(3).

SHIGUEMATSU, Plínio José Lopes. Mecanismos de proteção e estratégias de defesa em tomadas hostis de controle *In*: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro

de e ARAGÃO, Leandro Santos de. (Coord.). *Direito societário – Desafios atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

SLATER, Robert. *The titans of takeover*. Englewood Cliffs, N.J.: Prentice Hall, 1987.

STRUCHINER, Noel. *Novas fronteiras da teoria do direito: da filosofia moral à psicologia experimental / organização Noel Struchiner, Rodrigo de Souza Tavares*. - 1. ed. - Rio de Janeiro: PoD: PUC-Rio, 2014.

Wall Street Journal, 10 de outubro de 1985. *Some Revlon Investors Say Company's Moves Could Cost Them Millions of Dollars in Losses*. Por DEAN ROTBART.