



# PUC

DEPARTAMENTO DE DIREITO

**BENEFÍCIO PARTICULAR NO VOTO DE CLÁUSULAS DE  
PROTEÇÃO À DISPERSÃO ACIONÁRIA  
(“BRAZILIAN PILLS”)**

**por**

**ALEXANDRE TREJOS VARGAS**

**ORIENTADOR: FRANCISCO ANTUNES MACIEL MÜSSNICH**

**2017.1**

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

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

RIO DE JANEIRO – BRASIL

**Benefício Particular no Voto de  
Cláusulas de Proteção à  
Dispersão Acionária  
(“*Brazilian Pills*”)**

**por**

**Alexandre Trejos Vargas**

Monografia apresentada ao Departamento de Direito da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio) como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Direito.

Orientador: Francisco Antunes Maciel Müssnich

**2017.1**

**A Sociedade Anônima** – “No elenco das instituições jurídicas que modelaram a economia de nossos tempos nenhuma sobreleva em importância a sociedade anônima.

As grandes empresas privadas que comandam o universo econômico – que produzem os bens de que necessitamos, que prestam os serviços de nossa vida rotineira, que realizam as pesquisas que estimulam a marcha do progresso, que mobilizam recursos que as equiparam, quando não superam, os de muitos Estados, e que são afinal os agentes de economia de mercado em que vivemos – não teriam sido possíveis sem o recurso ao tipo societário anônimo. (...)

Têm razão, pois, GEORGE RIPERT, quando rotula a época atual como a “Era das sociedades por ações” e ASCARELLI, ao afirmar que a Lei das S.A. é o direito constitucional da atividade econômica.”

(BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo. *Direito das Companhias*. 2ª ed., Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 1)

## Agradecimentos

À minha família, por todo o apoio e carinho.

Ao meu pai, maior exemplo e inspiração.

Aos amigos de Direito da PUC-Rio, em especial João Gabriel, Rodrigo M., Rodrigo S., Diego, Paola J. P., Paola P., Victoria, Gabriela, Brenda, Giovanna e Alan, que tenho como irmãos, por todo o companheirismo e convivência nesses últimos 5 anos.

Aos integrantes do Grupo de Estudos em Arbitragem e Direito do Comércio Internacional da PUC-Rio, em especial Lauro, Bruno, Matheus, Marina e equipes de 2015, 2016 e 2017, pela maravilhosa e intensa experiência de representar a Universidade no *Vis Moot*, como orador e *coach*, e pelos amigos que ganhei para toda a vida.

À Equipe Regulatório CVM – Contencioso e Consultivo do Souza, Cescon, Barrieu & Flesch Advogados – Guto, Fernanda, Michel, Thenard, Brito, Rafael e Campinho –, pela enriquecedora convivência e ensinamentos diários.

Aos integrantes da equipe do ex-Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes no Colegiado da CVM, que tive o prazer e privilégio de integrar, pelos primeiros passos que dei no direito societário.

Aos amigos do Grupo de Estudos em Direito Societário, em especial ao Frederico M., pelo incentivo em perseguir o tema da restrição ao exercício do direito de voto.

Por fim, ao meu mentor, professor e orientador Chico Müssnich, por todo o aprendizado e inspiração.

## Resumo

**Vargas, Alexandre Trejos. Benefício Particular no Voto de Cláusulas de Proteção à Dispersão Acionária (“Brazilian Pills”). 178 p. Monografia (Graduação em Direito) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro: Rio de Janeiro, 2017.**

O presente trabalho tem como primeiro objetivo diferenciar as *poison pills* adotados por companhias nos Estados Unidos (“*Poison Pills*”) das cláusulas de proteção à dispersão acionária adotadas por companhias no Brasil (“*Brazilian Pills*”), a fim de apresentar a origem e estrutura destas e indicar a que se destinam. Nessa esteira, as *Brazilian Pills* serão analisadas sob a ótica da *corporate governance*, ponderando sua repercussão na esfera da companhia e de seus acionistas, delineando cenários em que se mostram oportunas, agregando valor efetivo. Em seguida, será examinado o exercício do direito de voto do acionista sob a ótica da legislação societária no Brasil, tendo em mente a finalidade do instituto – indiscutivelmente um direito do acionista, mas que junto traz deveres inafastáveis. Com isso, será introduzida a restrição ao exercício do direito de voto do acionista. Serão aqui examinados a doutrina especializada e a jurisprudência do Colegiado da CVM sobre o exercício do direito de voto a partir do início dos anos 2000, apontando a evolução na interpretação do artigo 115 da Lei das S.A. e diferenciando as três espécies de restrição ao exercício do direito de voto previstas na lei: proibição de voto, conflito de interesses e benefício particular. Com base nesses alicerces, será por fim examinada a legalidade do voto do acionista em diferentes cenários de voto em *Brazilian Pills*.

**Palavras Chave:** Direito Societário – Mercado de Capitais – Mecanismos de Proteção contra a Tomada Hostil de Controle – *Poison Pills* – *Brazilian Pills* – *Corporate Governance* – Interesse da Companhia – Direito de Voto – Restrição ao Exercício do Direito de Voto – Conflito de Interesses – Benefício Particular

# Sumário

Introdução .....	9
------------------	---

## Capítulo I

### Mecanismos de Proteção à Tomada Hostil de Controle

1.1 – Origem e Conceito .....	16
1.2 – As <i>Poison Pills</i> no direito societário norte-americano .....	18
1.2.1 – <i>Flip-over pill</i> e <i>flip-in pill</i> .....	18
1.2.2 – Admissibilidade das <i>Poison Pills</i> : jurisprudência do Estado de Delaware .....	22
1.2.2.1 – <i>Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.</i> .....	23
1.2.2.2 – <i>Unitrin, Inc. v. American General Corp.</i> .....	25
1.2.2.3 – <i>Moran v. Household International, Inc.</i> .....	27
1.2.2.4 – <i>Revlon, Inc. v. MacAndrews and Forbes Holdings, Inc.</i> .....	28
1.2.2.5 – <i>Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.</i> .....	30
1.3 – As cláusulas de proteção à dispersão acionária no direito societário brasileiro (“ <i>Brazilian Pills</i> ”) .....	32
1.3.1 – Tipos de <i>Brazilian Pills</i> adotadas por companhias brasileiras .....	32
1.3.2 – Instrumentos de garantia da efetividade das <i>Brazilian Pills</i> ....	38
1.3.2.1 – Suspensão dos direitos do acionista .....	38
1.3.2.2 – <i>Cláusulas pétreas</i> : o Memorando ao Colegiado e elaboração do Parecer de Orientação CVM nº 36/2009.....	40
1.3.3 – O preço da OPA Estatutária como medida protetiva .....	45
1.4 – Inviabilidade da <i>Poison Pill</i> no Brasil: aspectos da legislação societária norte-americana e brasileira .....	47
1.4.1 – O protagonismo da administração da companhia nos Estados Unidos.....	47
1.4.1.1 – Predominância do controle gerencial .....	47

1.4.1.2 – Poderes da administração para agir em tentativas de tomada hostil de controle sob a lei societária de <i>Delaware</i> .....	50
1.4.2 – Incompatibilidade da <i>Poison Pill</i> com a Lei das S.A.....	52
1.4.2.1 – Soberania da assembleia geral e dos acionistas .....	52
1.4.2.2 – Restrições quanto à exclusão do direito de preferência do adquirente hostil .....	54
1.4.2.3 – Restrições quanto à fixação do preço de emissão das novas ações e vedação à diluição injustificada .....	55
1.4.2.4 – <i>Brazilian Pills</i> : alternativas à brasileira .....	57

## Capítulo II

### *A Brazilian Pill como Instrumento de Corporate Governance*

2.1 – <i>Corporate governance</i> : conceito e origem .....	60
2.2 – Evolução da <i>corporate governance</i> no Brasil.....	63
2.3 – Benefícios das <i>Brazilian Pills</i> .....	68
2.4 – Custos das <i>Brazilian Pills</i> .....	71
2.5 – Hipóteses que justificam as <i>Brazilian Pills</i> .....	73

## Capítulo III

### **Restrição ao Exercício do Direito de Voto do Acionista**

3.1 – Interesse social nas deliberações de assembleia geral .....	77
3.1.1 – Conceito de interesse social .....	77
3.1.2 – O voto como instrumento de realização do interesse social .....	79
3.1.3 – Vedação ao voto abusivo.....	82
3.2 – Hipóteses de restrição ao exercício do direito de voto na Lei das S.A. ....	83
3.3 – Proibição de voto .....	84
3.3.1 – Conceito.....	84
3.3.2 – Jurisprudência do Colegiado da CVM .....	87
3.3.2.1 – Processo CVM nº RJ2015/5021 (“Caso Eneva”).....	87

3.3.2.2 – PAS CVM nº RJ2014/10060 (“Caso Eike Batista”)	90
3.4 – Conflito de interesses	93
3.4.1 – Conceito	93
3.4.2 – <i>Conflito substancial v. conflito formal</i>	94
3.4.3 – Jurisprudência do Colegiado da CVM	98
3.4.3.1 – Inquérito Administrativo CVM nº TA-RJ2001/4977 (“Caso TIM”)	98
3.4.3.2 – Inquérito Administrativo CVM nº TA-RJ2002/1153 (“Caso PREVI”)	100
3.4.3.3 – Processo CVM nº RJ2009/13179 (“Caso Tractebel”)	102
3.4.3.4 – PAS CVM nº RJ2013/6635 (“Caso Eletrobras”)	107
3.5 – Benefício particular	111
3.5.1 – Conceito	111
3.5.2 – <i>Interpretação restritiva v. interpretação ampliativa</i>	112
3.5.3 – O Parecer de Orientação CVM nº 34/06: hipótese de benefício particular?	116
3.5.4 – Jurisprudência do Colegiado da CVM	120
3.5.4.1 – Inquérito Administrativo CVM nº TA-RJ2001/4977 (“Caso TIM”)	120
3.5.4.2 – Processo CVM nº RJ2006/6785 (“Caso Telemar”)	121
3.5.4.3 – Processo CVM nº RJ2007/0947 (“Caso Iochpe-Maxion”)	125
3.5.4.4 – Processo CVM nº RJ2009/5811 (“Caso Duratex-Satipel”)	126
3.5.4.5 – Processo CVM nº RJ2008/10832 (“Caso Itaú-Unibanco”)	127
3.5.4.6 – Processo CVM nº RJ2011/9011 (“Caso Brasil Telecom”)	129
3.5.4.7 – Processo CVM nº RJ2013/10913 (“Caso Oi-Portugal Telecom”)	131
3.5.4.8 – Processo CVM nº RJ2015/5021 (“Caso Eneva”)	133
3.5.4.9 – PAS CVM nº RJ2014/0591 (“Caso GPC”)	135

3.5.4.10 – Processo CVM nº SEI 19957.003229-2017-81 (“Caso Light-CEMIG”).....	137
---	-----

## Capítulo IV

### Exame da Legalidade do Voto do Acionista em *Brazilian Pills*

4.1 – Exame sob a ótica do benefício particular .....	140
4.2 – Inexistência de benefício particular no voto em <i>Brazilian Pills</i> .....	141
4.2.1 – Voto na eliminação de <i>Brazilian Pills</i> .....	141
4.2.2 – Voto na inclusão de <i>Brazilian Pills</i> .....	143
4.2.2.1 – Caso GPC interpretado.....	143
4.2.2.2 – Caso Light-CEMIG interpretado.....	144
4.2.2.3 – Inclusão de <i>Brazilian Pills</i> em companhias com controle definido.....	146
4.2.3 – Dispensa da OPA Estatutária prevista na <i>Brazilian Pill</i> : Caso GVT/Vivendi.....	147
4.2.4 – Voto abusivo em <i>Brazilian Pills</i> : regime aplicável sob o sistema da Lei das S.A. ....	149
Conclusão.....	152
Anexo I – Mapa das Companhias Listadas no Novo Mercado da B3 (Poder de Controle e Detalhes das <i>Brazilian Pills</i> ) .....	157
Anexo II – <i>Brazilian Pills</i> Adotadas em IPOs Após a Edição do Parecer de Orientação CVM nº 36/09 (Tendência de Desaparecimento das Cláusulas Pétreas).....	166
Bibliografia .....	167

## Introdução

A temática da restrição ao exercício do direito de voto sempre teve papel central nas discussões da doutrina e jurisprudência especializada societária, devido à importância do instituto na condução dos negócios da companhia, repercutindo de maneira relevante na sua esfera econômica e de seus acionistas. Os debates, no entanto, ganharam ainda mais importância a partir de precedentes do Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) no início dos anos 2000, analisados neste trabalho, que acompanharam período de importante desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

Esse desenvolvimento se insere no contexto do Plano Real, em 1994, e da recuperação da economia brasileira na década de 1990<sup>1</sup>. Ao final da década, houve um movimento pela modernização do mercado de capitais, necessário para atender às demandas do capital nacional e estrangeiro que moviam um país em forte ritmo de crescimento<sup>2</sup>.

Também necessário destacar a relevante contribuição do programa de privatizações implementado nos Governos Itamar Franco e Fernando Henrique Cardoso, que pela primeira vez transmitiu à iniciativa privada a direção de importantes companhias estatais nos setores elétrico, energético, aeronáutico, bancário e de telecomunicações, que já tinham ou que passaram a ter peso relevante no mercado de capitais. Surgiram, com isso, questões inéditas relativas à relação entre os novos acionistas controladores, oriundos da iniciativa privada, e acionistas minoritários dessas companhias recém-privatizadas<sup>3-4</sup>.

---

<sup>1</sup> MORAES, Luiza Rangel de. *A Pulverização do Controle de Companhias Abertas*. Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais, vol. 32-2006, pp. 49/84, Abril-Junho 2006, p. 53.

<sup>2</sup> *Ibid.* p. 54.

<sup>3</sup> Cite-se, como exemplos, CVRD – Companhia Vale do Rio Doce, CSN – Companhia Siderúrgica Nacional, CST – Companhia Siderúrgica de Tubarão, Telebras, Telerj, Embraer, dentre outras companhias, além da abertura de capital da Petrobras e Eletrobras.

<sup>4</sup> WALD, Arnaldo. *O Direito das Privatizações*. Revista dos Tribunais, vol. 763/1999, Maio-2009, pp. 47/55.

Nesse contexto de mudanças na realidade da economia nacional e do mercado de capitais brasileiro, já no ano 2000 deu-se o lançamento dos Segmentos Especiais de Listagem da B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (“B3”): Nível 2 e Novo Mercado<sup>5</sup>. Isso com vistas a estimular a evolução do mercado de capitais, à luz da experiência colhida no direito comparado. Buscou-se estimular e difundir o fenômeno da dispersão acionária no Brasil, tido como sinal de um mercado de capitais forte e desenvolvido<sup>6-7</sup>.

Ocorre que, passados mais de 15 anos desde a inauguração dos Segmentos Especiais de Listagem da B3, o fenômeno da dispersão acionária ainda é embrionário no Brasil<sup>8</sup>. Pesquisa realizada para este trabalho, nos Formulários de Referência de 131 companhias listadas no Novo Mercado da B3, conforme Anexo I, revela que 91 dessas companhias (69,5% do total) apresentam controlador definido, enquanto apenas 40 companhias (30,5% do total) não apresentam.

Feita essa ressalva, cumpre observar que o fato de o capital pulverizado ainda ser minoritário no Brasil não obsteu que as companhias acordassem para o fenômeno dos *hostile takeovers* (tomadas hostis de controle)<sup>9</sup>, bastante recorrente em mercados mais desenvolvidos, como

---

<sup>5</sup> À época ainda Bolsa de Valores de São Paulo S.A. – BOVESPA, já que anterior à fusão com a Bolsa de Mercadorias e Futuros – BM&F S.A., que se deu em 8 de maio de 2008 e gerou a denominação BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (“BM&FBOVESPA”). Mais recentemente, em 23 de março de 2017, a CETIP – Mercados Organizados S.A. fundiu-se à BM&FBOVESPA, fazendo surgir a B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão.

<sup>6</sup> CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; WARDE JR., Walfrido Jorge. *Proseletismo Corporativo: Ficção e Verdade no Interdito à Cumulação dos Principais Cargos da Administração de Companhias Listadas na Bolsa de Valores de São Paulo*. Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais, vol. 60/2013, Abril-Junho 2013, pp. 327/365.

<sup>7</sup> MUNHOZ, por sua vez, afirma que a cultura quanto à dispersão acionária é dominante “talvez, apenas nos Estados Unidos e no Reino Unido”, não significando necessariamente que um mercado de capitais com maioria de companhias com controle definido seja menos evoluído. (MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Desafios do Direito Societário Brasileiro na Disciplina da Companhia Aberta: Avaliação dos Sistemas de Controle Diluído e Concentrado*. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). *Direito Societário – Desafios Atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 153).

<sup>8</sup> TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *Poison pill: Modismo ou Solução?* In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). *Direito Societário: Desafios Atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 174.

<sup>9</sup> PINTO, Alexandre Evaristo; VAZ, Janaina Campos Mesquita; COSTA, Luiz Guilherme Duarte Martins; GERTULINO, Vinicius de Novais. *Mecanismos de Reforço do Poder de Controle nas Companhias do Novo Mercado: As Poison Pills Brasileiras*. In: PENTEADO, Mauro Rodrigues (Org.). *Mercado de Capitais Brasileiro II – Doutrina, Cases & Materials*. São Paulo: Quartier Latin, 2014, p. 291.

Estados Unidos e Inglaterra<sup>10</sup>. Como remédio principal para combater e evitar uma tomada hostil de controle, foram concebidas e popularizaram-se no Brasil as medidas de proteção à dispersão acionária (“*Brazilian Pills*”)<sup>11-12</sup>, uma variação à brasileira das *poison pills*, determinada espécie de medidas protetivas da dispersão acionária adotadas por companhias norte-americanas (“*Poison Pills*”).

Nesse ponto, deve-se destacar a existência de importantes diferenças na estrutura das medidas protetivas adotadas no Brasil e aquelas adotadas nos Estados Unidos, que serão tratadas nesta monografia. Como causa de boa parte dessas diferenças, merecem atenção as profundas diferenças entre a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (“Lei das S.A.”) e a legislação societária norte-americana, com foco no Estado de *Delaware*, principal reduto das *corporations*.

Em nosso mercado de capitais, as *Brazilian Pills* foram introduzidas a partir de 2004, com o *Initial Public Offering* – IPO da Natura Cosméticos S.A. no Novo Mercado da B3, que surgiu também como a primeira companhia brasileira de capital pulverizado<sup>13</sup>. Seguiram-se, então, outros exemplos de companhias com capital disperso e que incluíram *Brazilian Pills* para se resguardar de possíveis tomadas hostis de controle, como Lojas

---

<sup>10</sup> NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas Defensivas à Tomada de Controle de Companhias*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 47.

<sup>11</sup> Cabe mencionar, aqui, estudo realizado por Érica Gorga, que apontou uma evolução, entre 2006 e 2007, de um número inicial de 7 companhias para 47 companhias com *Brazilian Pills* (GORG, Érica. *Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries*. In: *Northwestern Journal of International Law and Business*, v. 29, 2009, pp. 439/554.

<sup>12</sup> Pedimos licença para replicar neste trabalho a feliz expressão *Brazilian Pill* para se referir às cláusulas de proteção à dispersão acionária utilizadas pelas companhias brasileiras, cunhada em artigo de MÜSSNICH e LOBÃO MELO, cujo emprego teve por objetivo manter o rigor técnico na comparação com as *Poison Pills* norte-americanas (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*. Rio de Janeiro: Saraiva, 2013).

<sup>13</sup> PRADO, Roberta Nioac. *Desconcentração do Poder de Controle e Poison Pills: Evolução no Mercado de Capitais Brasileiro*. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luis André N. de (Coord.). *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, pp. 384 e 385.

Renner S.A, Perdigão S.A., Diagnósticos da América S/A – DASA, e Submarino S/A<sup>14</sup>.

Nesta época, teve início o período de maior número de IPOs/ano no Brasil, que se estendeu até o final do ano de 2007, interrompido pela crise econômica mundial, sem que tenha depois retomado ímpeto semelhante. A fim de melhor ilustrar esses números, apresentamos a tabela abaixo<sup>15</sup>.

#### Número de IPOs/Ano – 2004 a 2017

Ano	Número de IPOs
2004	7
2005	9
2006	26
2007	64
2008	4
2009	6
2010	11
2011	11
2012	3
2013	10
2014	1
2015	1
2016	1
2017	2

Fonte: B3

Nesse período, causou grande polêmica a inclusão de um tipo específico de “penalidade” nas *Brazilian Pills*, visando punir o acionista que votasse pela exclusão da cláusula com a obrigação de realizar a OPA. O efeito surtido, portanto, era tal como se o acionista tivesse atingido o gatilho

<sup>14</sup> Nesse mesmo período, a Embraer S.A. também incluiu medida protetiva, embora a União Federal já tivesse *golden share*, desde a privatização da companhia, que lhe garante direito de veto quanto à mudança de controle.

<sup>15</sup> Conforme dados disponíveis no site da B3, em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/servicos/ofertas-publicas/estatisticas/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/ofertas-publicas/estatisticas/)>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

previsto na cláusula por meio da aquisição de ações. Esta cláusula foi então cunhada de *cláusula pétrea*, dada a efetiva impossibilidade de sua eliminação.

Após manifestação do Colegiado da CVM no sentido da antijuridicidade das *cláusulas pétreas*, foi elaborado o Parecer de Orientação CVM nº 36, de 23 de junho de 2009<sup>16</sup> (“Parecer de Orientação CVM nº 36/09”), que autorizou a CVM a deixar de aplicar sanções aos acionistas que descumprissem o disposto nas cláusulas pétreas<sup>17</sup>. Retirou, com isso, parte da força da medida, embora ainda seja possível recorrer ao Poder Judiciário para buscar sua tutela (ver item 1.3.2.2).

Além disso, outro fator de relevo em cujo contexto se inserem as *Brazilian Pills* é o incremento da *corporate governance* das companhias que aderem aos Segmentos Especiais de Listagem<sup>18</sup>. Em nosso meio, o termo *governança corporativa* é aplicado de forma ampla e geral, tornando-se sinônimo do incremento na transparência da gestão das companhias, da segurança jurídica e dos direitos dos acionistas minoritários, econômicos e políticos<sup>19</sup>. O emprego do termo *corporate governance* neste trabalho se dá por apego à melhor técnica<sup>20</sup>.

---

<sup>16</sup> Subjacente à elaboração do Parecer de Orientação CVM nº 36/09, esteve o Memorando “*Ref.: Poison Pills*”, de 14 de abril de 2008, de autoria dos ex-Diretores Marcos Pinto e Otavio Yazbek e endereçado ao Colegiado da CVM, no qual foi feita análise do impacto das *cláusulas pétreas* no mercado e, ponderados seus efeitos negativos, recomendado ao Colegiado que adotasse medidas para tornar esse tipo de cláusula sem efeito.

<sup>17</sup> STUBER, Walter Douglas. *A Posição da CVM em Relação às Poison Pills das Companhias Abertas*. Revista de Direção Bancária e Mercado de Capitais, vol. 47, jan-2010, p. 411.

<sup>18</sup> CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; WARDE JR., Walfrido Jorge. *Proseletismo Corporativo: Ficção e Verdade no Interdito à Cumulação dos Principais Cargos da Administração de Companhias Listadas na Bolsa de Valores de São Paulo*. Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais, vol. 60/2013, Abril-Junho 2013, pp. 327/365.

<sup>19</sup> Há diferentes regras nos Segmentos Especiais de Listagem que diferenciam a *corporate governance* dessas companhias das demais, tais como (i) a adoção da regra do *one share, one vote*, no Novo Mercado, bem como regras especiais de voto para as ações preferenciais no Nível 2; (ii) o *super tag along*, de no mínimo 100%, em casos de alienação de controle acionário, permitindo aos acionistas minoritários participar do prêmio de controle pago pelo adquirente ao acionista controlador; (iii) a regra de *free float* mínimo, que se estende também às companhias listadas no Nível 1, Tradicional, Bovespa Mais e Bovespa Mais 2; (iv) a adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado, que se estende também às companhias listadas no Nível 1, Tradicional, Bovespa Mais e Bovespa Mais 2, proporcionando maior segurança jurídica aos acionistas – tanto nos litígios da própria companhia quanto em litígios oriundos da relação acionista-companhia, dentre outros pontos.

<sup>20</sup> Isso porque o termo mais utilizado em nosso meio, *governança corporativa*, não passou imune a críticas. WALD, por exemplo, propõe o uso do termo “*governo das empresas*”, justificando isso

Nessa esteira, cabe relacionar as *Brazilian Pills* à *corporate governance*, conforme debate suscitado na doutrina, no mercado e na CVM. Para muitas companhias e agentes do mercado, integrar os Segmentos Especiais de Listagem é sinônimo de padrões elevados de *corporate governance*, pois em tese as regras mais rígidas aplicáveis à gestão da companhia limitariam a influência do acionista controlador. Além disso, teriam o efeito de estimular a liquidez e dispersão das ações, de modo que os acionistas minoritários poderiam ter, individualmente, maior influência sobre a administração da companhia. Tal ganho, em seu turno, levaria a um círculo virtuoso, valorizando as ações da companhia, o patrimônio seus acionistas e, com isso, atraindo novos investidores<sup>21</sup>.

Para outras companhias, no entanto, o nível de *corporate governance* exigido para manter a negociação das suas ações nos Segmentos Especiais de Listagem carrega um custo que pode não se compatibilizar com a sua realidade financeira atual, ou mesmo não fazer sentido vis-à-vis a sua estrutura acionária, plano de negócios ou necessidades de capitalização e liquidez<sup>22-23</sup>. Assim, pode-se entender que o *trade-off* entre os investimentos

---

pelo fato de que “no direito brasileiro, descabe caracterizar a sociedade anônima como corporação, tratando-se de anglicismo condenável, não só por respeito à língua nacional como também pela associação de idéias que pode acarretar (WALD, Arnaldo. *O governo das empresas*. Revisto do Direito Bancário, do Mercado de Capitais e Arbitragem 5-15, pp. 53-78. São Paulo, Janeiro-Março 2002, p. 53). MARUCH, por outro lado, entende que deve prevalecer o termo mais comumente utilizado no mercado, até mesmo por razões práticas (MARUCH, André. *As Principais Práticas de Governança Corporativa Adotadas no Mercado Brasileiro em Face do Mercado Internacional (1ª Parte)*. Revista do Direito Bancário e do Mercado de Capitais, vol. 45, Jan-Março 2009, pp. 127-144). Para evitar divergências quanto à adequação do termo, nos filiamos ao termo originário norte-americano.

<sup>21</sup> MORAES, Luiza Rangel de. *A Pulverização do Controle de Companhias Abertas*. REVISTA DE DIREITO BANCÁRIO E MERCADO DE CAPITAIS, vol. 32-2006, pp. 49/84, Abril-Junho 2006, p. 53.

<sup>22</sup> PERRUSO, Filipe Lopes Cavalcante. *O Papel da Governança Corporativa na Atração de Investimentos: As Experiências Britânica e Norte-Americana*. Revista de Direito Empresarial, vol. 10-2015, Julho-Agosto 2015, pp. 171/195.

<sup>23</sup> Exemplo recente disso foi a Souza Cruz S.A., que fechou capital no final de 2015 e se converteu em sociedade limitada, tipo societário menos complexo. Dentre as razões para tal estava que a companhia era dotada de tamanha liquidez que não era necessário recorrer ao mercado de capitais para se financiar.

em *corporate governance* realizados e os resultados obtidos com isso não se mostra vantajoso para a companhia<sup>24</sup>.

Disso surgem alguns cenários possíveis quanto ao voto em *Brazilian Pills*, sem que tenhamos a pretensão de ser exaustivos: (a) companhias que pretendem incluir a cláusula; (b) companhias que pretendem eliminá-la; e (c) companhias cujos acionistas decidam pela dispensa da OPA Estatutária prevista na *Brazilian Pill* (“OPA Estatutária”), diante de uma oferta para a aquisição de suas ações.

A proposta desta monografia é examinar a legalidade do voto dos acionistas nesses cenários, examinando se há algum tipo de restrição sob o parágrafo 1º do artigo 115 da Lei das S.A. que justifique o impedimento de voto. Trata-se de tema que toca um dos institutos do direito societário mais estudados nos últimos anos no Brasil (as *Brazilian Pills*), mas propondo o exame da questão sob viés pouco analisado, que é a sua interseção com a restrição ao exercício do direito de voto.

---

<sup>24</sup> MARUCH, André. *As Principais Práticas de Governança Corporativa Adotadas no Mercado Brasileiro em Face do Mercado Internacional (2ª e Última Parte)*. Revista do Direito Bancário e do Mercado de Capitais, vol. 44, Abril-Junho 2009, pp. 126/156.

# Capítulo I – Mecanismos de Proteção à Tomada Hostil de Controle

## 1.1 – Origem e Conceito

Os mecanismos de proteção à tomada hostil de controle têm sua origem no direito societário norte-americano, surgindo no início dos anos de 1980 pelas mãos do advogado Martin Lipton<sup>25-26</sup>. Originalmente tomaram a forma do *warrant dividend plan*, que lá ficou conhecido como *Poison Pill*<sup>27</sup>.

Para EIZRIK, *Poison Pills* são<sup>28</sup>:

(...) cláusulas inseridas nos estatutos sociais de companhias abertas que visam conferir ao Conselho de Administração poderes para impedir ou tornar mais onerosa a aquisição de controle da companhia por meio de uma oferta pública hostil.

Para NASCIMENTO, são planos de direitos atribuíveis aos acionistas, consistindo na aquisição ou subscrição de ações, usualmente a preços bem inferiores àqueles de negociação em bolsa. O gatilho para o exercício de tais planos dispara quando do lançamento de uma OPA tendo por objetivo a tomada do controle de determinada companhia-alvo e/ou a aquisição de participação acionária acima de percentuais permitidos no estatuto social da companhia-alvo, em ambos os casos sem o aval da sua administração<sup>29</sup>.

---

<sup>25</sup> EIZRIK, Nelson. *A Legalidade das Poison Pills Adotadas pelas Companhias Brasileiras*. In: CANTIDIANO, Luiz Leonardo; MUNIZ, Igor. *Temas de Direito Bancário e Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 2014, p. 589.

<sup>26</sup> LIPTON, Martin; ROWE, Paul K. *poills, Polls and Professors: A Reply to Professor Gilson*. The Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 27, No. 1, p. 15.

<sup>27</sup> Termo cunhado por um banqueiro de investimento que nada teve a ver com a criação do warrant dividend plan, conforme descrito por LIPTON e ROWE: “In 1983, Mr. Lipton’s plan was christened with the unfortunate name ‘poison pill’ by an investment banker who had nothing to do with its creation. In spite of the name, the pill’s arrival was remarkably timely. As the tide of junk-bond-financed bootstrap bids, sometimes linked to two-tier, front-end-loaded tender offers, rose in the mid-1980s, there was increasing recognition that something was needed to redress the balance between the corporate raider and the board of the target. The pill filled precisely that need.” (Ibid., p. 15).

<sup>28</sup> EIZRIK, Nelson. *A Legalidade das Poison Pills Adotadas pelas Companhias Brasileiras*. In: CANTIDIANO, Luiz Leonardo; MUNIZ, Igor. *Temas de Direito Bancário e Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 2014, p. 589.

<sup>29</sup> NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas Defensivas à Tomada de Controle de Companhias*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 136.

Em todo caso, as *Poison Pills* devem ser entendidas como espécie de um gênero mais amplo de medidas defensivas, conhecidas como *shark repellents* (medidas “afasta tubarão”)<sup>30</sup>, que não serão objeto de estudo neste trabalho<sup>31</sup>. As *shark repellents* podem vir a tomar diversas formas, tendo sempre por objetivo impedir ou dificultar a tomada hostil de controle da companhia-alvo, tornando o processo mais oneroso para o acionista adquirente<sup>32\_33</sup>.

No Brasil, as *Brazilian Pills* também podem tomar diferentes formas, devendo ser entendidas como medidas cuja finalidade é dificultar a concentração de participação acionária e, com isso, proteger a dispersão acionária ou a dispersão do *free-float* – nesta última hipótese, em casos de companhias com controle definido. Essas cláusulas têm como característica impor uma penalidade ao acionista que adquirir ações acima de um determinado percentual, sendo que a penalidade varia conforme o tipo de cláusula adotada pela companhia<sup>34</sup>.

---

<sup>30</sup> 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*. Rio de Janeiro: Saraiva, 2013, p. 254.

<sup>31</sup> Em benefício da objetividade, nossa análise neste trabalho se restringe ao exame das *Poison Pills* e, no âmbito das companhias brasileiras, das *Brazilian Pills*.

<sup>32</sup> FRIEDENBERG, Ellen S. *Jaws III: The impropriety of shark-repellent amendments as a takeover defense*. Disponível em: <<http://www.djcl.org/wp-content/uploads/2014/07/Jaws-III-THE-IMPROPRIETY-OF-SHARK-REPELLENT-AMENDMENTS-AS-A-TAKEOVER-DEFENSE1.pdf>>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

<sup>33</sup> São exemplos de *shark repellents*: *golden parachute*, *golden share*, *greenmail*, *white knight*, *crown jewel*, *pac-man defense*, *going private*, *suicide pill*, dentre outros. (ANDRIGHI, Fatima Nancy; RIVA, Laura Regina da. *Oferta Hostil de Aquisição de Controle – Hostile Takeover. Conceito e Caracterização*. In: WALD, Arnoldo; GONÇALVES, Fernando; SOARES DE CASTRO, Moema Augusta (Coord.); FREITAS, Bernardo Vianna; CARVALHO, Mário Tavenard Martins de (Org.). *Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2011, pp. 329/333.

<sup>34</sup> Conforme será visto neste trabalho, as *Brazilian Pills* se dividem em Tipos “A”, “B” e “C” (ver item 1.3.1).

## 1.2 – As *Poison Pills* no direito societário norte-americano

### 1.2.1 – *Flip-over pill* e *flip-in pill*

As *Poison Pills* surgiram em um contexto de grande efervescência no mercado de ofertas públicas para tomada de controle nos Estados Unidos – as *takeover bids* – no início da década de 1980<sup>35</sup>. Foi nesse ambiente que Martin Lipton apresentou sua ideia de *warrant dividend plan* em setembro de 1982, assim descrita em artigo publicado em conjunto com seu sócio, Paul K. Rowe<sup>36,37</sup>:

The “warrant” was a security that could be issued by the board of directors of a target company that would have the effect of increasing the time available to the board to react to an unsolicited bid and allow to maintain control over the process of responding to the bid. In various forms it was used successfully by targets of hostile bids in 1982 and 1983 to gain time and maximize shareholder value.

A *Poison Pill* clássica, desenhada sob a forma do *warrant dividend plan*, tinha por objetivo evitar que o ofertante, adquirente das ações da companhia-alvo, pudesse segregar a sua base acionária mediante um processo de *incorporação com exclusão* ou  *fusão com exclusão*. Com isso em mente, o mecanismo permitia que o Conselho de Administração da companhia-alvo emitisse ações preferenciais a serem distribuídas a título de dividendo entre seus acionistas.

A pílula de veneno, nesse caso, consistia na conversão das ações preferenciais em ações ordinárias da companhia incorporadora em caso de  *fusão com exclusão*, atualmente conhecida como *flip-over pill* (pílula de conversão direta)<sup>38,39</sup>. Isso porque, implementada a condição da cláusula, cada uma das ações preferenciais poderia converter-se em duas ou mais ações

---

<sup>35</sup> LIPTON, Martin; ROWE, Paul K. *pills, Polls and Professors: A Reply to Professor Gilson*. The Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 27, No. 1, 2002, pp. 13 e 14.

<sup>36</sup> *Ibid.*, p. 14.

<sup>37</sup> Martin Lipton e Paul K. Rowe são sócios do escritório nova-iorquino Wachtell, Lipton, Rosen & Katz e atuam nas áreas de fusões e aquisições e contencioso (*litigation*), respectivamente.

<sup>38</sup> TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *Poison Pill: Modismo ou Solução?* In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). *Direito Societário: Desafios Atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 160.

<sup>39</sup> REYES, Francisco. *Direito Societário Americano: Estudo Comparativo*. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 354.

ordinárias da companhia incorporadora, na prática resultando na aquisição do controle da companhia incorporadora pelos acionistas da companhia-alvo<sup>40-41</sup>.

Este tipo de cláusula, no entanto, passou a ser criticada por sua inefetividade. A esse respeito, BAINBRIDGE apresentou como exemplo da fragilidade do *warrant dividend plan* o caso da aquisição da companhia Crown Zellerbach por Sir James Goldsmith. Isso porque o adquirente optou por não excluir os acionistas minoritários após concluída a aquisição e, detentor do controle majoritário da companhia, impediu que o Conselho de Administração implementasse outras medidas de defesa contra a aquisição hostil<sup>42</sup>.

CLARK, por sua vez, apresentou crítica no sentido de que o mecanismo não surtiria efeito algum se o ofertante fosse uma pessoa natural ou uma companhia diferente de uma companhia aberta. Segundo o autor, o mesmo se daria se o ofertante fosse uma companhia aberta, com ações dotadas de dispersão suficiente para evitar a toma de seu controle pelos acionistas da companhia-alvo, após o acionamento da *flip-over pill*<sup>43-44</sup>.

Sob a classificação de CLARK, o *warrant dividend plan* de Martin Lipton se enquadraria na *conversion rights version*<sup>45</sup>. Como modelos alternativos de *Poison Pill*, o autor apresentou: (i) a *redemption rights version*; e (ii) a *rights plan version*.

---

<sup>40</sup> *Ibid.*, p. 354.

<sup>41</sup> CLARK, Robert Charles. *Corporate Law*. Boston/Toronto: Little, Brown and Company, 1986. p. 575.

<sup>42</sup> BAINBRIDGE, Stephen M. *Merges and Acquisitions*. New York: Foundation Press, 2003, p. 321.

<sup>43</sup> REYES, Francisco. *Direito Societário Americano: Estudo Comparativo*. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 355.

<sup>44</sup> CLARK, Robert Charles. *Corporate Law*. Boston/Toronto: Little, Brown and Company, 1986. p. 547.

<sup>45</sup> Segundo CLARK: “*First, the target’s board might cause it to create a new class of preferred stock and distribute shares of it to the common stockholders as a stock dividend. The charter provisions defining the rights of the preferred would say that the company could not consummate certain transactions, such as a merger with another entity or a transfer of substantially all assets, unless the acquirer undertook to comply with certain provisions of the preferred stock contract. Under these provisions the preferred stock would become convertible into voting stock of the acquirer. The conversion ratio would reflect the highest acquisition price paid by the acquirer or, if higher, the current market value of the target’s stock. If the plan worked as intended, it would reduce the incentives of target shareholders to tender, since they might think they had nothing to lose by waiting*” (*Ibid.*, pp. 574 e 575).

Na *redemption rights version*, o aspecto venenoso da cláusula reside na concessão de direitos aos acionistas da companhia-alvo para o resgate das suas ações. O *trigger* para o disparo desse direito é definido no estatuto da companhia-alvo, geralmente fixado como um percentual limite para aquisição das suas ações.

Essa modalidade de *Poison Pill* gera um dispêndio tão grande de recursos da companhia-alvo que tende a afetar seu equilíbrio financeiro e, com isso, afastar potenciais ofertantes, por tornar desinteressante a sua aquisição. Ainda segundo CLARK, a *redemption rights version* se enquadraria na definição de *scorched-earth policy* (“política da terra arrasada”), tamanhos os danos causados às finanças da companhia-alvo por ocasião de sua implementação<sup>46</sup>.

A *rights plan version*, por sua vez, atualmente mais popular nos Estados Unidos e conhecida como *shareholders rights plan*, consiste em conferir aos acionistas ordinários da companhia-alvo títulos ou direitos em substituição às ações preferenciais dos demais tipos de cláusula de *Poison Pill*. Sob esse modelo de cláusula, o aspecto venenoso reside no fato de que, uma vez ocorrida a aquisição de determinado percentual das ações da companhia-alvo, seus acionistas têm o direito de comprar novas ações sob condições favoráveis ou, em caso de fusão ou incorporação, comprar ações do potencial ofertante sob condições favoráveis<sup>47</sup>.

---

<sup>46</sup> A respeito, CLARK afirma: “Second, the target might issue preferred stock in which the poisonous aspect resided in the stock’s redemption rights instead of its conversion rights. Suppose, for example, the preferred stockholders is empowered to compel the target to redeem her preferred shares at any time within 30 days after a ‘stock acquisition date’. The latter is defined to occur when anyone acquires a certain amount, e.g., 40 percent, of the target’s equity. The redemption price is based on the highest price the acquirer paid for the common stock of the target, plus all unpaid dividends on the preferred. This feature might deter the hostile bidder because if it gained control, it might find itself with a company that had just seriously depleted its assets in order to redeem the preferred. Obviously, this problem could be made even more serious if the redemption price were set arbitrarily high – say, three times the acquirer’s acquisition price – but then the plan might be much harder to justify if subjected to legal attack. Mixing our metaphors in the wild manner that is customary when discussing takeovers, we might say that this second type of poison pill embodies a “scorched earth” policy.” (Ibid., p. 575).

<sup>47</sup> Segundo CLARK: “A third poison pill involves giving the target’s common shareholders, as a dividend on their shares, “rights” or warrants instead of preferred stock. The governing document might provide that the rights could be detached and sold separately from the common on which they were issued when a person or group acquired 20 percent of the target’s common, or when a tender offer for 30 percent of the common was announced. The holder of a right would be entitled to buy

No *shareholders rights plan*, o objetivo é promover a diluição do ofertante, ou, no caso de incorporação ou fusão da qual a companhia-alvo não seja a sociedade resultante, protegendo a posição dos acionistas da companhia-alvo. Ao invés de promover a conversão de ações preferenciais em ações votantes, tal como ocorre na *flip-over pill*, dá-se aos acionistas da companhia-alvo opções de compra de ações ordinárias da companhia-alvo durante prazo determinado. Com isso, evita-se ou torna-se substancialmente mais onerosa a aquisição de controle da companhia-alvo pelo potencial ofertante<sup>48</sup>.

Pertinente notar que as duas espécies alternativas de *Poison Pill* propostas por CLARK se enquadram na definição de *flip-in pills* (pílulas de conversão inversa)<sup>49</sup>, que conferem aos acionistas o direito de subscrever novas ações ou ter suas ações resgatadas na própria companhia-alvo, em oposição à *flip-over pill*, que gera impactos na esfera da companhia ofertante (adquirente hostil)<sup>50</sup>.

Com essa evolução na estrutura das *Poison Pills*, foram substancialmente mitigadas as falhas identificadas pela doutrina norte-americana no *warrant dividend plan* concebido por Martin Lipton, também conhecido como *flip-over pill* (conferir, *supra*, as críticas de CLARK e de BAINBRIDGE que mencionamos). Tamanha a onerosidade gerada para potenciais ofertantes, as *flip-in pills* potencializaram a efetividade desse tipo de cláusula como mecanismo de dissuasão a uma eventual tomada hostil de controle.

---

*new preferred stock on certain terms or, in the event of a merger of which the target was not the survivor, \$200 worth of the acquiring company's equity for \$100! Thus, an offeror corporation making a classic two-tiered offer might find the interests of its own preexisting shareholders being substantially diluted."* (*Ibid.*, p. 575)

<sup>48</sup> NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas Defensivas à Tomada de Controle de Companhias*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 137.

<sup>49</sup> NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas Defensivas à Tomada de Controle de Companhias*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. pp. 142 e 143.

<sup>50</sup> REYES, Francisco. *Direito Societário Americano: Estudo Comparativo*. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 356.

### 1.2.2 – Admissibilidade das *Poison Pills*: jurisprudência do Estado de Delaware

O uso crescente das *Poison Pills* por companhias nos Estados Unidos durante os anos de 1982-1985 levou a um debate sobre os poderes da companhia. Enquanto uns defendiam que a administração da companhia-alvo deveria ter liberdade para agir diante de tentativas de tomada hostil de controle, seguindo a abordagem da *business judgment rule*<sup>51</sup>, outros defendiam a necessidade de se conferir liberdade para as investidas dos *corporate raiders*<sup>52</sup>.

Isso gerou a necessidade de fixação de regras claras para os *takeover bids*, papel esse que foi suprido pela *Supreme Court of Delaware*, em uma série de precedentes que fixaram as bases legais para a implementação das *Poison Pills*. Além disso, tais deveres proveram a segurança jurídica necessária para a atuação dos *players* envolvidos em uma tentativa de tomada hostil de controle, conforme precedentes que serão a seguir abordados<sup>53</sup>.

---

<sup>51</sup> Conforme definição de BRIGAGÃO, “a *business judgment rule* constitui uma presunção de que os administradores, no exercício de suas funções, sempre agem de boa-fé, de maneira informada e no interesse da companhia. A presunção de que esses profissionais assim agem está no espírito do direito societário de Delaware e “is a powerful, strong and substantive rule of the law, and not merely a defense”. Caso ela não seja derrubada, o julgador deverá respeitar a decisão negocial, não a invalidar nem examinar sua razoabilidade ou substituí-la por outra que entenda mais adequada. Ao cabo, a presunção constitui imposição do ônus da prova a quem contesta a decisão negocial. Enquanto não houver indicativos de que a conduta do administrador se incumbiu de má-fé, falta de diligência ou desrespeito aos interesses sociais, tanto ele quanto a sua decisão manter-se-ão intactos e protegidos pela *business judgment rule*.” (BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. *A Administração de Companhias e a Business Judgment Rule*. São Paulo: Quartier Latin, 2017, pp. 119 e 120).

<sup>52</sup> LIPTON, Martin; ROWE, Paul K. *Pills, Polls and Professors: A Reply to Professor Gilson*. The Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 27, No. 1, 2002, p. 16.

<sup>53</sup> LIPTON e ROWE citam duas decisões da *United States Supreme Court* que acabaram por gerar insegurança jurídica no mercado para os *takeover bids*, o que levou a *Supreme Court of Delaware* a tomar a dianteira nesta questão: “At the federal level, Congress had shown no interest in adopting a statutory framework for regulating takeovers beyond the Williams Act and by 1983, the federal impulse for further regulation even at the administrative level (Securities and Exchange Commission) had petered out. The United States Supreme Court in *Santa Fe Industries, Inc. v. Green* has extinguished the ability of federal judges to federalize substantive takeover law through the securities laws. On the other hand, the Court’s opinion in *MITE Corp.* has blunted the ability of state legislatures to impose their own statutory regulation in the area. Meanwhile, increasing corporate reliance on defensive tactics and the increasingly shrill objections of their opponents, created a pressing practical need for dependable legal ground rules. The Delaware courts remained as the only institutional actor with the power and will to fashion a comprehensive resolution” (Ibid., p. 16).

### 1.2.2.1 – *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.* <sup>54</sup>

Neste caso, *Mesa Petroleum Co.* (“*Mesa*”) era acionista da companhia *Unocal Corp.* (“*Unocal*”), com aproximadamente 13% do capital votante da companhia, quando passa a ter intenções de chegar ao patamar de 37% de participação. Para tanto, lançou uma *cash tender offer* ao preço de US\$ 54,00 por ação da *Unocal*, na parcela denominada como *front-end tier* da OPA. Ao mesmo tempo, a *Mesa* planejava o *squeeze-out* dos demais acionistas da *Unocal* ofertando, em permuta às ações da companhia, títulos avaliados a um suposto preço de US\$ 54,00 por ação. No entanto, segundo anunciado pela própria *Mesa*, os títulos oferecidos em permuta não teriam prioridade de recebimento (*highly subordinated debt*)<sup>55</sup>, o que deu margem para que a *Unocal* classificasse esses títulos como *junk bonds* (“títulos podres”).

Em paralelo, em apresentação feita pelo banco de investimento *Goldman Sachs* ao Conselho de Administração da *Unocal*, constatou-se que o valor de US\$ 54,00 atribuído pela *Mesa* às ações da *Unocal* era inadequado. Conforme avaliação do banco de investimento referido, uma OPA para a compra de 100% das ações da *Unocal* somente refletiria seu real valor de mercado se o preço da oferta atingisse a casa dos US\$ 60,00.

Com isso, o Conselho de Administração da *Unocal* sugeriu algumas estratégias para combater esta investida pela tomada do controle da companhia, dentre elas a realização de uma *self-tender offer*. Nesta operação, a *Unocal* adquiriria suas próprias ações por um preço entre US\$ 70,00 e US\$ 75,00, levando a companhia a incorrer em endividamento na casa dos US\$ 6,5 bilhões. Esta última alternativa se baseava em dois fundamentos principais: (i) reduzir o *exploratory drilling* trazido pela oferta da *Mesa* à

---

<sup>54</sup> Supreme Court of Delaware. *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946. Dover, 1985. Disponível em: <<https://casetext.com/case/unocal-corp-v-mesa-petroleum-co>>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

<sup>55</sup> A *Mesa* foi obrigada a emitir um comunicado adicional aos acionistas da *Unocal*, informando que os títulos oferecidos em permutam eram “*highly subordinated securities*”, isto é, não teriam prioridade no recebimento como títulos de dívida, o que gera um desconto substancial sobre o valor de face do título.

*Unocal*; e (ii) mesmo com a dívida adicional, não comprometer a viabilidade das atividades da companhia.

Seguindo essa estratégia, a maioria do Conselho de Administração da *Unocal*, formado majoritariamente por conselheiros independentes, decidiu que a *Unocal* deveria rejeitar a oferta da *Mesa*. Além disso, deveria levar adiante o *self-tender offer*, conforme recomendação do *Goldman Sachs*.

Os membros do Conselho de Administração, ao embasar sua decisão, entenderam que o valor das ações da *Unocal* era superior aos US\$ 54,00 ofertados pela *Mesa* e que, além disso, o valor real dos títulos ofertados em permuta seria inferior aos US\$ 54,00 declarados pela *Mesa*, por se tratarem de *junk bonds*. Com isso, os acionistas da *Unocal* poderiam ser levados a entregar suas ações à *Mesa* àquele preço, por temor de receberem valor ainda menor ao final da operação, o que constituiria uma *coercive offer* (“oferta coercitiva”).

Levada a questão à apreciação da *Supreme Court of Delaware*, entendeu-se que: (i) a defesa adotada pela administração da *Unocal* foi razoável e proporcional à ameaça enfrentada, além de consistente com os deveres dos conselheiros de assegurar aos acionistas minoritários receberem um *fair value* por suas ações; e (ii) seguiu os parâmetros da *business judgment rule*<sup>56</sup>, por se tratar de decisão razoável, refletida, informada e desinteressada, tomada com boa-fé e a necessária diligência, tratando-se de expressão do exercício próprio do juízo de negócios.

Nesse sentido, os *standards* de avaliação da decisão tomada pela administração devem considerar não o resultado em si, nem tampouco adentrar o mérito da decisão de negócios. O que deve ser analisado pelo

---

<sup>56</sup> Conforme *standard* aplicado pela *Supreme Court of Delaware* em *Unocal v. Mesa Petroleum*, a *business judgment rule* consiste na tomada dos seguintes cuidados pela administração da companhia: (i) o Conselho de Administração tem a obrigação de avaliar se a oferta de tomada de controle é no melhor interesse da companhia e de seus acionistas; (ii) os membros do Conselho de Administração, quando em posição de conflito de interesses, devem demonstrar que existe base razoável para sua decisão, tratando-se a oferta de uma ameaça para a companhia, bem como que sua decisão não se trata de medida para perpetuação da administração da companhia (não sendo tomada, com isso, em interesse próprio, mas sim no interesse da companhia); e (iii) que a técnica de defesa, em linha com a *business judgment rule*, deve ser proporcional e razoável face à ameaça existente, levando em consideração a natureza da oferta e seu efeito sobre a companhia.

julgador é a higidez do processo para tomada da decisão negocial. Neste caso, a *Supreme Court of Delaware* entendeu que a administração da *Unocal* esteve adstrita a um *reasonableness range* na sua atuação, garantindo-lhe a proteção da *business judgment rule* (“*Unocal Standard*”).

Muito claras as considerações extraídas do voto do Justice Moore a esse respeito. Conclui que a Corte não poderá se substituir à administração da companhia quando satisfeito o *Unocal Standard*, conforme trecho abaixo<sup>57</sup>:

Thus, we are satisfied that the selective exchange offer is reasonably related to the threats posed. It is consistent with the principle that "the minority stockholder shall receive the substantial equivalent in value of what he had before." This concept of fairness, while stated in the merger context, is also relevant in the area of tender offer law. Thus, the board's decision to offer what it determined to be the fair value of the corporation to the 49% of its shareholders, who would otherwise be forced to accept highly subordinated "junk bonds", is reasonable and consistent with the directors' duty to ensure that the minority stockholders receive equal value for their shares. (...)

Further, the selective stock repurchase plan chosen by Unocal is reasonable in relation to the threat that the board rationally and reasonably believed was posed by Mesa's inadequate and coercive two-tier tender offer. Under those circumstances the board's action is entitled to be measured by the standards of the business judgment rule. Thus, unless it is shown by a preponderance of the evidence that the directors' decisions were primarily based on perpetuating themselves in office, or some other breach of fiduciary duty such as fraud, overreaching, lack of good faith, or being uninformed, a Court will not substitute its judgment for that of the board.

### 1.2.2.2 – *Unitrin, Inc. v. American General Corp.*<sup>58</sup>

Neste caso, *American General Corp.* (“*American*”) lançou uma oferta pública hostil pelo controle da *Unitrin, Inc.* (“*Unitrin*”), com preço envolvendo prêmio substancial aos acionistas da companhia-alvo. Importante elemento deste precedente é que o Conselho de Administração da

---

<sup>57</sup> Supreme Court of Delaware. *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946. Dover, 1985. Disponível em: < <https://casetext.com/case/unocal-corp-v-mesa-petroleum-co>>. Trecho extraído do voto do Justice Moore. Acesso em: 6 de junho de 2017.

<sup>58</sup> Supreme Court of Delaware. *Unitrin, Inc. v. American General Corp.*, 651 A.2d 1361. Dover, 1995. Disponível em: < <https://casetext.com/case/unitrin-inc-v-american-general-corp>>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

*Unitrin* era composto por integrantes detentores, em conjunto, de 23% do capital da companhia.

Uma vez decidido pelo Conselho de Administração da *Unitrin* que a oferta feita pela *American* era inadequada, foi implementada uma *Poison Pill* consistindo de plano para recomprar 5 milhões das suas próprias ações em *free-float* (“ações em circulação”), equivalente a 20% do capital total. Já que a recompra tinha por objeto apenas as ações em *free-float*, as ações pertencentes aos conselheiros da *Unitrin* estariam excluídas de seu escopo.

Levada a questão à *Court of Chancery of Delaware*, entendeu-se que embora a *Poison Pill* seria uma reação proporcional à ameaça apresentada, o mesmo não se aplicaria ao programa de recompra. Isso porque, considerando que a recompra tinha por objeto apenas as ações em *free-float*, da implementação do programa de recompra resultaria um aumento na participação dos administradores no capital da *Unitrin*, de 23% para 28%, podendo até mesmo evitar a mudança do controle de fato. Assim, aplicando o *standard* do caso *Unocal*, a *Court of Chancery* entendeu que o programa de recompra seria desnecessário e desproporcional face ao que seria uma leve ameaça de troca de controle.

No entanto, a *Supreme Court of Delaware*, ao apreciar o caso em sede de recurso, acabou por qualificar o teste de *fairness* do caso *Unocal*. Divergindo da opinião da *Court of Chancery*, a Corte Suprema entendeu que a medida defensiva adotada pelo Conselho de Administração da *Unitrin* não seria preclusiva ou absoluta quanto ao impedimento para tomada de controle. Por isso, a defesa implementada seria proporcional à ameaça e estaria abarcada pela *business judgment rule*.

Extrai-se desse precedente, ainda, a inversão do ônus da prova sempre que a Corte entender que as medidas contra a tomada hostil de controle adotadas pelo Conselho de Administração da companhia-alvo forem proporcionais à ameaça. Portanto, compete à administração – e não à Corte – avaliar o *fairness* da oferta hostil para a companhia e seus acionistas.

Com isso, considerando que as medidas adotadas pela administração da *Unitrin* neste caso foram tidas como circunscritas ao *range of reasonableness*, foram garantidas as proteções da *business judgment rule*, aplicando o *Unocal Standard*. Esclarecedor, nesse sentido, trecho do voto do Justice Holland<sup>59</sup>:

The *ratio decidendi* for the "range of reasonableness" standard is a need of the board of directors for latitude in discharging its fiduciary duties to the corporation and its shareholders when defending against perceived threats. The concomitant requirement is for judicial restraint. Consequently, if the board of directors' defensive response is not draconian (preclusive or coercive) and is within a 'range of reasonableness', a court must not substitute its judgment for the board's. (...)

In this case, the Court of Chancery erred by substituting its judgment, that the Repurchase Program was unnecessary, for that of the Board. The Unitrin Board had the power and the duty, upon reasonable investigation, to protect Unitrin's shareholders from what it perceived to be the threat from American General's inadequate all-cash for all-shares Offer [Nota: neste ponto, em nota de rodapé, o voto do Justice Holland traz a seguinte referência: "Unocal, 493 A.2d at 958"]. The adoption of the poison pill and the limited Repurchase Program was not coercive and the Repurchase Program may not be preclusive

### 1.2.2.3 – *Moran v. Household International, Inc.*<sup>60</sup>

Neste caso, o presidente do Conselho de Administração da companhia D-K-M, Sr. Moran ("*Moran*"), moveu ação para discutir a validade da inclusão de uma *Poison Pill* como mecanismo preventivo à tomada hostil de controle.

A cláusula aprovada pelo Conselho de Administração da *Household International, Inc.* ("*Household*") consistia na concessão de um *shareholders' rights plan* aos acionistas da companhia, dando-lhes o direito de subscrever a US\$ 100,00 ações negociadas no mercado a US\$ 200,00, caso um potencial ofertante: (i) lançasse uma oferta pública para a aquisição

---

<sup>59</sup> Supreme Court of Delaware. *Unitrin, Inc. v. American General Corp.*, 651 A.2d 1361. Trecho extraído do voto do Justice Holland. Dover, 1995.  
Disponível em: < <https://casetext.com/case/unitrin-inc-v-american-general-corp>>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

<sup>60</sup> Supreme Court of Delaware. *Moran v. Household International, Inc.*, 500 A.2d 1346. Dover, 1985.  
Disponível em: < <https://casetext.com/case/moran-v-household-intern-inc-2>>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

de 30% das ações da companhia; ou (ii) atingisse 20% de participação no capital da companhia.

Novamente, a *Supreme Court of Delaware* entendeu que a reação dos membros do Conselho de Administração foi proporcional à ameaça existente e que, por isso, a administração estaria coberta pela *business judgment rule*, mesmo se tratando de hipótese de atuação preventiva. Para tanto, levaram em consideração as condições de mercado à época – o ano era 1984, período de grande efervescência das tomadas hostis de controle nos Estados Unidos. Com isso, o entendimento foi de garantir a proteção à *business judgment rule*, conforme o *Unocal Standard*.

No mesmo sentido, a Corte entendeu que o Conselho de Administração poderia votar a não aplicação dos direitos conferidos sob o *shareholders rights plan* a qualquer tempo, caso entendesse que a ameaça à tomada hostil de controle havia perdido força e, com isso, não mais justificasse a existência do mecanismo.

Conclusivo, a esse respeito, trecho do voto do Justice McNeilly<sup>61</sup>:

The Directors adopted the Plan in the good faith belief that it was necessary to protect Household from coercive acquisition techniques. The Board was informed as to the details of the Plan. In addition, Household has demonstrated that the Plan is reasonable in relation to the threat posed. Appellants, on the other hand, have failed to convince us that the Directors breached any fiduciary duty in their adoption of the Rights Plan.

#### **1.2.2.4 – *Revlon, Inc. v. MacAndrews and Forbes Holdings, Inc.***<sup>62</sup>

Neste caso, houve a tentativa de tomada hostil de controle da *Revlon, Inc.* (“*Revlon*”) pela *Pantry Pride*, companhia especializada na compra e venda de empresas. O estatuto social da *Revlon* previa dois mecanismos de defesa: (i) um *shareholders rights plan*; e (ii) a recompra de 20% das ações

---

<sup>61</sup> Supreme Court of Delaware. *Moran v. Household International, Inc.*, 500 A.2d 1346. Trecho extraído do voto do Justice McNeilly. Dover, 1985. Disponível em: <<https://casetext.com/case/moran-v-household-intern-inc-2>>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

<sup>62</sup> Supreme Court of Delaware. *MacAndrews and Forbes Holdings, Inc. v. Revlon, Inc.*, 506 A.2d 173. Dover, 1986. Disponível em: <<https://casetext.com/case/revlon-inc-v-macandrews-forbes-holdings-inc-2#!>> Acesso em: 6 de junho de 2017.

da companhia com títulos de dívida securitizada, que vedavam em sua escritura de emissão a venda de ativos da *Revlon* sem a aprovação dos seus conselheiros independentes (direitos de veto dos credores).

Tais restrições acabaram por dificultar a obtenção de empréstimos para tomada do controle da companhia (*leveraged buy-out*), uma das modalidades mais empreendidas por *corporate raiders* como a *Pantry Pride*. No entanto, a *Pantry Pride* acabou por aumentar sua oferta, gerando pressão dos acionistas sobre o Conselho de Administração pela aceitação da oferta.

Como medida de defesa, o *Board* da *Revlon* contratou um *white knight*, *Forstmann Little & Co.* (“*Forstmann*”), para adquirir o controle da companhia mediante um *leveraged buy-out*. Ocorre que, para tanto, *Forstmann* exigiu que a sanção quanto à vedação à venda de ativos da *Revlon* fosse removida, para que fosse viável o financiamento da operação. Em todo caso, cabe ressaltar que o preço final ofertado por *Forstmann* seria inferior à oferta da *Pantry Pride*.

Diante desse cenário, foi discutido perante a *Supreme Court of Delaware* se as medidas adotadas pelo *Board* da *Revlon* para impedir a tomada de controle pela *Pantry Pride* estariam abarcadas pela *business judgment rule*. Em sua análise, a Corte considerou que a tentativa de venda para o *white knight* importaria num ganho menor para os acionistas da *Revlon* do que se concluía a aquisição pela *Pantry Pride*. Além disso, a Corte considerou a natureza de curto-prazo da decisão tomada pela administração da *Revlon*, que evidenciou o fato de que ambos os cenários apresentados resultariam na venda da companhia.

Com base nisso, inexistente um plano de negócios legítimo para embasar a decisão da administração da *Revlon*, a Corte entendeu que o dever dos conselheiros na hipótese consistia em maximizar os ganhos para os acionistas da companhia, obtendo o maior preço possível para a venda de suas ações (“*Revlon Duties*”)<sup>63</sup>. Lapidar, a esse respeito, trecho do voto do

---

<sup>63</sup> LIPTON, Martin; ROWE, Paul K. *pills, Polls and Professors: A Reply to Professor Gilson*. The Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 27, No. 1, 2002, p. 17.

Justice Moore, explicando os fundamentos para a mutação dos deveres dos administradores – de defesa da administração e dos objetivos de longo prazo da companhia, ocasião em que a administração estava protegida pelo *Unocal Standard*, para maximização do preço de venda das ações – quando se está diante de um cenário de venda da companhia<sup>64</sup>:

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.

Assim, neste caso a Corte entendeu que, inexistentes perspectivas de longo prazo que justificassem as medidas defensivas adotadas (conforme a *business judgment rule* e o *Unocal Standard*), os administradores da *Revlon* teriam o dever de buscar o maior valor de venda para os acionistas. Verificado o descumprimento deste dever, a Corte entendeu violados os *Revlon Duties*, que eram os *fiduciary duties* preponderantes do *Board* neste caso<sup>65</sup>.

#### 1.2.2.5 – *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.*<sup>66</sup>

Neste caso, a *Supreme Court of Delaware* qualificou o entendimento manifestado em *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum, Inc.*, examinando a

<sup>64</sup> Supreme Court of Delaware. *MacAndrews and Forbes Holdings, Inc. v. Revlon, Inc.*, 506 A.2d 173. Trecho extraído do voto do Justice Moore. Dover, 1986.

Disponível em: <<https://casetext.com/case/revlon-inc-v-macandrews-forbes-holdings-inc-2#!>>  
Acesso em: 6 de junho de 2017.

<sup>65</sup> A esse respeito, ALLEN, KRAAKMAN e SUBRAMANIAN dizem que a adoção de táticas de defesa em detrimento dos acionistas da companhia denota uma completa violação do dever de diligência dos membros do *Board* (ALLEN, William T.; KRAAKMAN, Reinier; SUBRAMANIAN, Guhan. *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*. 2<sup>a</sup> ed., Nova York: Aspen Publishers, 2007, pp. 554 e ss.

<sup>66</sup> Supreme Court of Delaware. *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.*, 571 A.2d 1140. Dover, 1989.

Disponível em: <<https://casetext.com/case/paramount-communications-inc-v-time-inc>>  
Acesso em: 6 de junho de 2017.

adequação da aplicação desse *standard* em caso onde também houve discussão sobre prejuízo aos acionistas em decorrência de ofertas para aquisição do controle da *Time Inc.* (“*Time*”).

A discussão surgiu da tentativa de tomada hostil de controle da *Time* pela *Paramount Communications, Inc.* (“*Paramount*”), após já ter sido anunciada a aprovação da fusão entre *Time* e *Warner Communications, Inc.* (“*Warner*”). No caso, a fusão estava sujeita à condição precedente de aprovação da operação pela assembleia geral da *Time*, ao passo que a oferta pública lançada pela *Paramount* era economicamente mais vantajosa para seus acionistas.

Por isso, antevendo uma derrota na votação em assembleia geral, a administração da *Time* desistiu da estrutura original da operação, substituindo a fusão por uma *friendly cash tender offer* aos acionistas da *Warner*. Esta *friendly cash tender offer* representou uma aquisição de ações da *Warner* pela *Time* a preço acima do praticado no mercado. Tal medida, além de privar os acionistas da *Time* do preço que seria pago pela *Paramount*, importou em relevante endividamento da companhia para arcar com a *friendly cash tender offer* à *Warner*, o que levou a discussão a juízo.

Em sua decisão, a *Supreme Court of Delaware* afastou a aplicação dos *Revlon Duties* neste caso, solicitada pelos acionistas insatisfeitos, pois entendeu que a decisão da administração da *Time* estava respaldada pelo plano de negócios de longo prazo da companhia, que contemplava sua fusão com a *Warner*. Assim, considerando que a administração da *Time* não adotou medidas para a venda da companhia, a Corte afastou a aplicação dos *Revlon Duties*<sup>67</sup>.

---

<sup>67</sup> Sobre a relevância da decisão da Supreme Court of Delaware em *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.*, LIPTON e ROWE comentam: “*In Revlon, Delaware required directors to maximize short-term value once they decided to sell a company for cash. Conversely, Delaware decided that it would not require directors to maximize short-term value outside this particularly narrow situation. Delaware companies are not required to be for sale twenty-four hours a day and seven days a week. Directors could agree to friendly stock mergers without putting the firm “in play” or having to “auction” the company.*”. Além disso, em nota de rodapé os autores reforçam sua importância: “*Although this implication of Revlon was reasonably clear from the opinion, the efficient market partisans refused to acknowledge it as Delaware doctrine until the Supreme Court of Delaware had the opportunity to make it an express holding four years later in Time Warner.*”.

A Corte entendeu que a intenção da administração era preservar a continuidade das atividades da *Time*, tendo a fusão com a *Warner* como a medida mais adequada para atender aos interesses da companhia em uma perspectiva de longo prazo. Assim, por se tratar de uma decisão informada e refletida, a administração estaria coberta pelo *Unocal Standard (business judgment rule)*.

Cabe, aqui, citar o entendimento da Corte, expresso por trecho do voto do Justice Horsey<sup>68</sup>:

The fiduciary duty to manage a corporate enterprise includes the selection of a time frame for achievement of corporate goals. That duty may not be delegated to the stockholders. Directors are not obliged to abandon a deliberately conceived corporate plan for a short-term shareholder profit unless there is clearly no basis to sustain the corporate strategy.

Here, on the record facts, the Chancellor found that Time's responsive action to Paramount's tender offer was not aimed at "cramming down" on its shareholders a management-sponsored alternative, but rather had as its goal the carrying forward of a pre-existing transaction in an altered form.

Thus, the response was reasonably related to the threat. The Chancellor noted that the revised agreement and its accompanying safety devices did not preclude Paramount from making an offer for the combined Time-Warner company or from changing the conditions of its offer so as not to make the offer dependent upon the nullification of the Time-Warner agreement. Thus, the response was proportionate.

### **1.3 – As cláusulas de proteção à dispersão acionária no direito societário brasileiro (“*Brazilian Pills*”)**

#### **1.3.1 – Tipos de *Brazilian Pills* adotadas por companhias brasileiras**

O tipo de *Brazilian Pill* mais comumente encontrado nos estatutos sociais de companhias no Brasil é aquele definido por CARVALHOSA<sup>69</sup>:

---

(LIPTON, Martin; ROWE, Paul K. *pills, Polls and Professors: A Reply to Professor Gilson*. The Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 27, No. 1, 2002, p. 17.)

<sup>68</sup> Supreme Court of Delaware. *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.*, 571 A.2d 1140. Trecho do voto do Justice Horsey. Dover, 1989.

Disponível em: <<https://casetext.com/case/paramount-communications-inc-v-time-inc>>

Acesso em: 6 de junho de 2017.

<sup>69</sup> CARVALHOSA, Modesto. *As Poison Pills Estatutárias na Prática Brasileira: alguns aspectos de sua legalidade*. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos de. *Direito Societário: Desafios Atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 25.

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

Com base em estudo realizado para esta monografia em companhias listadas no Novo Mercado da B3 (Anexo I), verificou-se que a prática de mercado não indica um padrão uniforme para a fixação do *trigger* desta OPA, que varia entre 5% e 43% do capital votante da companhia. GORGA, ao comentar esta espécie de *Brazilian Pill*, entende que a OPA Estatutária constitui uma variação da OPA prevista no artigo 254-A da Lei das S.A., mas com um *trigger* mais baixo<sup>70</sup>:

In Brazil, the predominant takeover defense is a provision in the company's charter that allows current shareholders to sell their shares to an acquirer who attains a critical limit of target's shares. In this sense it resembles the mandatory tender offer required by law but is triggered by a lower threshold of shares' acquisition. While the media calls this defense a poison pill, this type of takeover defense might not completely stop a determined acquirer. Instead, it ensures minority shareholders the right to tender their shares at a fair price if they think this is a good time to sell. This strategy also makes the target acquisition much more expensive to the bidder.

Como exemplo deste tipo de cláusula, apresentamos o disposto no estatuto social da Totvs S.A., companhia com ações admitidas à negociação no Novo Mercado da B3<sup>71</sup>:

Artigo 40 - **Qualquer acionista ou pessoa, que adquira ou se torne titular de ações de emissão da Companhia, em quantidade igual ou superior a 20% (vinte por cento) do total de ações de emissão da Companhia deverá, no prazo máximo de 60 (sessenta) dias a contar da data de aquisição ou do evento que resultou na titularidade de ações em quantidade igual ou superior a 20% (vinte por cento) do total de ações de emissão da Companhia, realizar ou solicitar o registro de, conforme o caso, uma OPA da totalidade das ações de emissão da Companhia**, observando-se o disposto na regulamentação aplicável da CVM, o Regulamento do Novo Mercado, outros regulamentos da B3 e os termos deste Artigo. (grifamos)

<sup>70</sup> GORGA, Érica. *Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries*. *Northwestern Journal of International Law & Business*, Vol. 29, 2009, p. 480. Disponível em Social Science Research Network: <<https://ssrn.com/abstract=1689103>>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

<sup>71</sup> Estatuto social da Totvs S.A., aprovado em 3 de setembro de 2015. Disponível em: <[sistemas.cvm.gov.br](http://sistemas.cvm.gov.br)>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

GORGA apresenta, ainda, um segundo tipo de *Brazilian Pill*, que consiste na obrigação de realizar aquisições exclusivamente em ambiente de bolsa de valores para acionistas que atingirem o *trigger* da cláusula. Com isso, propõe uma interessante classificação entre *Brazilian Pills* Tipo “A” e Tipo “B”<sup>72\_73</sup>:

A "Type A" anti-takeover defense provides that once a determined threshold of ownership is met, the acquiring shareholder must make a tender offer to acquire all outstanding shares. This threshold of acquisition generally ranges from ten to thirty-five percent of the shares. (...)

A "Type B" anti-takeover defense, in contrast, is triggered when a shareholder who has acquired a pre-determined threshold of ownership wishes to purchase more shares. In that situation, the shareholder has to communicate his or her intention to the Investor Relations Manager of the company and the Manager of Trading Activity of the stock exchange. This threshold of acquisition generally ranges from five to thirty percent of the shares. The Manager of Trading Activity can then arrange a tender offer conducted by an open auction in the exchange market. This provision aims to promote competition between bidders interested in acquiring the company's control.

O *trigger* da *Brazilian Pill* Tipo “B” varia entre 5% e 30% do capital votante da companhia, conforme prática de mercado (Anexo I). Como exemplo deste tipo de cláusula, apresentamos o disposto no estatuto social da BR Properties S.A., companhia com ações admitidas à negociação no Novo Mercado da B3<sup>74</sup>:

§1º - (...) a partir da data em que deixar de existir Acionista Controlador titular de mais de 50% (cinquenta por cento) do capital social da Companhia, **qualquer Acionista Adquirente que atingir, direta ou indiretamente, participação em Ações em Circulação igual ou superior a 5% (cinco por cento) do capital social da Companhia**, e que deseje realizar uma nova aquisição de Ações em Circulação,

<sup>72</sup> *Ibid.*, pp. 480 e 481.

<sup>73</sup> Esta classificação também é seguida por EIZIRIK: “*Em síntese, os estatutos sociais das companhias brasileiras passaram a prever duas espécies de cláusulas que ganharam a denominação de Poison Pills. De acordo com a primeira, o acionista ou grupo de acionistas que atingir participação superior a determinado limite expressamente previsto no estatuto social fica obrigado a realizar oferta pública para adquirir todas as demais ações de emissão da Companhia, pagando o valor estabelecido no próprio estatuto social, acrescido, normalmente, de um prêmio. A segunda modalidade de poison pill, por sua vez, estabelece a obrigação de o acionista ou grupo de acionistas que atingir participação superior a determinado limite estatutariamente previsto somente efetuar novas aquisições de ações de emissão da companhia por meio de leilão em bolsa de valores.*” (EIZIRIK, Nelson. *A Legalidade das Poison Pills Adotadas pelas Companhias Brasileiras*. In: CANTIDIANO, Luiz Leonardo; MUNIZ, Igor. *Temas de Direito Bancário e Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 2014, p. 597)

<sup>74</sup> Estatuto social da BR Properties S.A., aprovado em 8 de julho de 2010. Disponível em: <istemas.cvm.gov.br>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

**estará obrigado a (i) realizar cada nova aquisição na BM&FBOVESPA, vedada a realização de negociações privadas ou em mercado de balcão; (ii) previamente a cada nova aquisição, comunicar por escrito ao Diretor de Relações com Investidores da Companhia a quantidade de Ações em Circulação que pretende adquirir, com antecedência mínima de 03 (três) dias úteis da data prevista para a realização da nova aquisição de ações.** (grifamos)

Embora as *Brazilian Pills* Tipo “A” e Tipo “B” possam existir separadamente, não raro eram previstas em conjunto nos estatutos sociais de companhias no Brasil, como forma de prever uma *supercláusula*. Conforme demonstra estudo realizado para esta monografia em companhias listadas no Novo Mercado da B3 (Anexo I), das companhias que tinham a *supercláusula* em 2009 e permanecem listadas no Novo Mercado, apenas Natura Cosméticos S.A. e Totvs S.A. mantiveram o dispositivo inalterado, correspondendo a 28,6% do total. Neste mesmo universo, outras cinco companhias, correspondendo a 71,4% do total<sup>75</sup>, votaram a remoção desta cláusula no período de 2010 a 2016, mantendo apenas a *Brazilian Pill* Tipo “A”<sup>76</sup>.

Esta tendência de eliminação da *Brazilian Pill* Tipo “B” se deve a uma discussão sobre sua legalidade, devido à existência de vedação à limitação da circulabilidade de ações de emissão de companhias abertas, prevista no *caput* do artigo 36 da Lei das S.A.:

Art. 36. O estatuto da companhia fechada pode impor limitações à circulação das ações nominativas, contanto que regule minuciosamente tais limitações e não impeça a negociação, nem sujeite o acionista ao arbítrio dos órgãos de administração da companhia ou da maioria dos acionistas.

A esse respeito, EIZIRIK questiona a legalidade da *Brazilian Pill* Tipo “B”, por limitar a livre transferência de ações e restringir a aquisição de novas

---

<sup>75</sup> Segue relação das companhias que optaram por remover a *Brazilian Pill* Tipo “B” de seus estatutos sociais entre 2010 e 2016: EZ Tec Empreendimentos e Participações S/A, LPS Brasil Consultoria de Imóveis S.A., Profarma Distribuidora de Produtos Farmacêuticos S.A. e Rodobens Negócios Imobiliários S.A.

<sup>76</sup> Este número foi obtido mediante a comparação entre o estudo realizado em companhias listadas no Novo Mercado da B3 para este trabalho e o estudo realizado por GORGA nos estatutos sociais de companhias listadas em 2009 no Novo Mercado da B3 (então BM&FBOVESPA).

ações da companhia pelos acionistas que atingirem o limite de participação previsto na cláusula<sup>77</sup>:

Ao exigir que a compra de ações pelos acionistas em questão ocorra apenas mediante operações em bolsa, tal espécie de *poison pill* já contém uma limitação ao princípio da livre transferência de ações nas companhias abertas, ofendendo, por consequência, o artigo 36 da Lei das S.A.

Ademais, a modalidade de *poison pill* em tela contraria o artigo 36 da lei societária também porque cria um procedimento específico que restringe a possibilidade de acionistas adquirirem novas ações, mesmo em operações realizadas em bolsa de valores.

Nessa esteira, verifica-se que a *Brazilian Pill* Tipo “B” é cada vez mais raramente encontrada nos estatutos sociais de companhias no Brasil, o que contrasta com a realidade do mercado ao tempo do estudo elaborado por GORGA. Atualmente, 59 companhias com ações admitidas à negociação no Novo Mercado da B3 (44,7% do total) adotam a *Brazilian Pill* Tipo “A”, ao passo que apenas quatro das companhias que adotam a *Brazilian Pill* Tipo “A” adotam também a *Brazilian Pill* Tipo “B” (3,0% do total). Por sua vez, número equivalente (quatro companhias, 3,0% do total) optou por adotar exclusivamente a *Brazilian Pill* Tipo “B”<sup>78</sup>.

No entanto, há ainda um terceiro tipo de *Brazilian Pill*, que para manter a coerência terminológica batizamos de Tipo “C”. Trata-se da limitação ao exercício do direito de voto, desconsiderada pela doutrina especializada societária como medida protetiva. Sobre este ponto, embora a Lei das S.A. vede o voto plural (parágrafo 2º do artigo 110) e a supressão de voto das ações ordinárias (*caput* do artigo 110), a possibilidade de limitação do voto dos acionistas encontra previsão expressa no parágrafo 1º do mesmo artigo 110<sup>79</sup>:

---

<sup>77</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Legalidade das Poison Pills Adotadas pelas Companhias Brasileiras*. In: CANTIDIANO, Luiz Leonardo; MUNIZ, Igor. *Temas de Direito Bancário e Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 2014, pp. 605 e 606.

<sup>78</sup> As seguintes companhias optaram por manter a *supercláusula*: Brasil Pharma S.A., Fibria Celulose S.A., Natura Cosméticos S.A. e Totvs S.A. Por sua vez, as seguintes companhias optaram por adotar apenas a *Brazilian Pill* Tipo “B”: Hypermarchas S.A., MRV Engenharia S.A., Porto Seguro S.A. e Viver Incorporadora e Construtora S.A.

<sup>79</sup> Recorremos, neste ponto, às considerações de VARGAS, extraídas de seu artigo sobre ações *superpreferenciais*: “Como se verifica da exposição de motivos da lei brasileira de sociedades anônimas, a “opção tradicional da nossa legislação” de vetar o voto plural foi recepcionada: cada

Art. 110. A cada ação ordinária corresponde 1 (um) voto nas deliberações da assembléia-geral.

§ 1º O estatuto **pode estabelecer limitação ao número de votos** de cada acionista.  
 § 2º **É vedado atribuir voto plural a qualquer classe de ações.** (grifamos)

Como exemplo deste tipo de cláusula, apresentamos o disposto no estatuto social da Embraer S.A., companhia com ações admitidas à negociação no Novo Mercado da B3<sup>80</sup>:

Art. 4º - A organização e o funcionamento da Companhia obedecerão aos seguintes princípios: (...)

### III. Nas deliberações da Assembleia Geral:

a) **nenhum acionista ou grupo de acionistas, brasileiro ou estrangeiro, poderá exercer votos em número superior a 5%** do número de ações em que se dividir o capital social; (...) (grifamos)

Trata-se de uma verdadeira medida de proteção à dispersão acionária, que não se confunde com as *Brazilian Pills* Tipo “A” e Tipo “B” e cuja restrição de voto varia, conforme prática de mercado, entre 5% e 20% do capital votante. É também mais raramente encontrada, utilizada por apenas quatro companhias com ações admitidas à negociação no Novo Mercado da B3, equivalente a 3,0% do total (Anexo I).

---

*ação um voto, mas admite-se a limitação do número de votos por acionista, como em outras jurisdições, para lidar com situações de capital pulverizado (art. 110, §§1º e 2º, Lei nº 6.404/76). No caso da limitação do voto, também haverá dissociação entre poder político e poder econômico. (...) Há, assim, uma limitação legal do número total de ações sem voto, ou com voto restrito, em relação ao número total de ações. Mas não há correspondência entre poder político e econômico, tanto assim que a lei contempla dividendos prioritários e preferenciais ou diferenciados, com a previsão da distribuição desigual de lucros entre as ações de diferentes espécies ou classes, e, bem assim, a possibilidade da limitação do número de votos por acionista. Isso sem embargo da técnica da superposição de holdings, como mais acima comentado.” (VARGAS, Manoel. *Ações Superpreferenciais: Dividendos Extravagantes*. Rio de Janeiro: Lobo & Ibeas Advogados, 2014. Disponível em: <<http://www.loboeibeas.com.br/en/archives/3562>>. Acesso em: 6 de junho de 2017).*

<sup>80</sup> Estatuto social da Embraer S.A., aprovado em 11 de maio de 2016. Disponível em: <[sistemas.cvm.gov.br](http://sistemas.cvm.gov.br)>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

### 1.3.2 – Instrumentos de garantia da efetividade das *Brazilian Pills*

#### 1.3.2.1 – Suspensão dos direitos do acionista

A suspensão dos direitos do acionista mediante votação em assembleia geral é uma das medidas utilizadas por companhias que adotam *Brazilian Pills* em seus estatutos sociais. Tem por finalidade compelir o acionista que atingir o *trigger* previsto na cláusula a levar adiante a OPA Estatutária correspondente<sup>81</sup>.

Inicialmente, é importante destacar que a suspensão de direitos dos acionistas por descumprimento da lei ou do estatuto social é instrumento que encontra previsão expressa no artigo 120 da Lei das S.A.:

Art. 120. A assembleia-geral poderá **suspender o exercício dos direitos do acionista que deixar de cumprir obrigação imposta pela lei ou pelo estatuto**, cessando a suspensão logo que cumprida a obrigação. (grifamos)

Trata-se de medida que gera consequências práticas em curto prazo para o acionista que atingir o *trigger* da cláusula e consiste em proteção para a companhia e seus acionistas minoritários. Em nossa opinião, sua adoção é necessária para garantir a efetividade da cláusula, evitando situações práticas certamente indesejadas, com aquelas em que o acionista adquirente de participação relevante possa atingir o percentual previsto na *Brazilian Pill*, preponderar ou exercer influência significativa nas assembleias gerais da companhia e deixar de realizar a OPA Estatutária, sem que este ato gere quaisquer consequências.

Esta *cláusula de suspensão* consiste na convocação de uma assembleia geral para aprovar a suspensão dos direitos do acionista

---

<sup>81</sup> Nesse sentido, vide comentários de MÜSSNICH e LOBÃO MELLO: “As *Brazilian pills*, por diversas vezes, possuem cláusulas acessórias que pretendem garantir a eficácia das disposições ali contidas, principalmente em relação à realização da OPA, que é o objeto principal dessas normas estatutárias. A forma encontrada para tanto, visível em diversos estatutos sociais nacionais, é a suspensão dos direitos do acionista descumpridor da *Brazilian pill*, com base no art. 120 da Lei das S.A.” (MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; LOBÃO MELLO, 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*. Rio de Janeiro: Saraiva, 2013, p. 263)

adquirente de participação relevante que descumprir a obrigação de lançar a OPA Estatutária. Como exemplo deste tipo de cláusula, apresentamos o disposto no estatuto social da Lojas Renner S.A., companhia com ações admitidas à negociação no Novo Mercado da B3<sup>82</sup>:

Artigo 42 (...)

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

Outro aspecto relevante deste tipo de cláusula, comumente estipulado, é a proibição do voto do acionista descumpridor da *Brazilian Pill* nessa assembleia, o que é objeto de discussão na doutrina societária quanto à sua legalidade. A esse respeito, cabe mencionar crítica de ZANINI, que considera a possibilidade de suspensão de direitos como mecanismo de *entrenchamento da Brazilian Pill*<sup>83-84</sup>.

MÜSSNICH e LOBÃO MELLO, em seu turno, questionam a legalidade deste mecanismo. Dois são os motivos principais: (i) a suspensão de direitos pode ocorrer até mesmo pelo descumprimento de obrigações não materiais; e (ii) o impedimento de voto *ex ante* do acionista na assembleia que deliberar a sua suspensão. Neste ponto, entendemos pertinente a crítica. Como será destrinchado mais adiante neste trabalho, a melhor doutrina

<sup>82</sup> Estatuto social da Lojas Renner S.A., aprovado em 3 de maio de 2017. Disponível em: <istemas.cvm.gov.br>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

<sup>83</sup> ZANINI, Carlos Klein. A Poison pill Brasileira: Desvirtuamento, Antijuridicidade e Ineficiência. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (Coord.). Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneo. São Paulo: Malheiros, 2011, pp. 260 e 261.

<sup>84</sup> A esse respeito, *entrenchamento* é entendido como o pressuposto de que, quando maior o poder de controle do acionista controlador, maior probabilidade de buscar expropriar este poder para si, em detrimento dos interesses da companhia e dos demais acionistas (MUNIZ, Joaquim de Paiva. *Poder de Controle, Conflito de Interesses e Proteção aos Acionistas Minoritários e Stakeholders*. In: Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, vol. 28/2005, abril-junho 2005, p. 71)

societária indica que não se pode presumir o conflito de interesses, proibindo o voto do acionista em caráter *ex ante* (ver item 3.4.2) <sup>85</sup>.

Ainda assim, importante ressaltar que a legalidade deste mecanismo de suspensão não foi, até hoje, objeto de questionamento em caso concreto perante a CVM, que permanece sem enfrentar a questão diretamente. A autarquia elaborou estudos e manifestou seu entendimento sobre as *Brazilian Pills* no Memorando ao Colegiado e no Parecer de Orientação CVM nº 36/09, que serão abordados abaixo, mas não teceu considerações sobre a possibilidade de suspensão de direitos pelas companhias neste caso.

Além disso, conforme demonstra estudo realizado para esta monografia, a previsão de suspensão de direitos do acionista adquirente pode ser considerada prática de mercado no Brasil. Tal previsão é adotada por 100% das companhias com ações admitidas à negociação no Novo Mercado da B3 que possuem *Brazilian Pills* em seus estatutos (Anexo I).

### **1.3.2.2 – Cláusulas pétreas: o Memorando ao Colegiado e elaboração do Parecer de Orientação CVM nº 36/2009**

Outra medida que era comumente adotada por companhias brasileiras é o mecanismo que faz disparar a OPA Estatutária para o acionista que votar a eliminação ou alteração da *Brazilian Pill*. Tamanha a onerosidade gerada para o acionista que porventura viesse a incorrer nesse aspecto venenoso do mecanismo autoprotetivo da cláusula e, com isso, dada a efetiva

---

<sup>85</sup> Pertinente a crítica de MÜSSNICH e LOBÃO MELLO a respeito do impedimento de voto *ex ante* previsto nessas cláusulas: “Um outro absurdo costumeiramente adotado nos estatutos, é a determinação, *ex ante*, do conflito de interesses que poderia haver na eventual manifestação de voto do acionista que descumpriu a *Brazilian pill* na assembleia geral especialmente convocada para deliberar sobre a sua respectiva suspensão. Nossa opinião, corroborada pela própria lei e por seus autores, é de que todo eventual conflito de interesses deve ser checado, analisado e, conforme o caso, reconhecido posteriormente à manifestação de vontade do respectivo agente, levando-se em conta determinados critérios de relevância, comutatividade e o interesse da companhia.” (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*. Rio de Janeiro: Saraiva, 2013, pp. 263 e 264)

impossibilidade de sua eliminação ou alteração, foi batizada pela doutrina como *cláusula pétrea*<sup>86</sup>.

Considerando as características deste tipo de cláusula, discussões sobre sua legalidade tornaram-se recorrentes na doutrina societária, sendo que o entendimento amplamente majoritário é pela ilegalidade da *cláusula pétrea*<sup>87</sup>.

Por todos, apresentamos o entendimento de MÜSSNICH e LOBÃO MELLO<sup>88-89</sup>:

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

Ainda assim, na falta de casos concretos e jurisprudência de discussões a respeito, vê-se que a previsão destas obrigações impossíveis ou, no mínimo, excessivamente onerosas, acaba por limitar bastante o exercício do poder de voto do acionista que

---

<sup>86</sup> Seguimos a doutrina societária no uso da expressão *cláusula pétrea*, embora pertinente mencionar os *disclaimers* feitos por: (i) MÜSSNICH e LOBÃO MELLO: “*Mais uma vez, nos desculpamos pela imprecisão terminológica, mas, por ausência de termo mais associativo e em benefício da compreensão e da manutenção da nomenclatura já utilizada na comunidade jurídica, utilizaremos neste estudo a expressão “cláusula pétrea” ao nos referirmos às cláusulas acessórias explicadas a seguir*” (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*. Rio de Janeiro: Saraiva, 2013, pp. 264 e 265); e (ii) YAZBEK e PINTO: “*Para facilitar a referência, chamaremos estas últimas disposições de ‘cláusulas pétreas’, embora essa denominação também não possua grande rigor técnico*” (Comissão de Valores Mobiliários, *Memorando ao Colegiado – Diretores Otavio Yazbek e Marcos Pinto*. Rio de Janeiro, 14 de abril de 2008).

<sup>87</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Legalidade das Poison Pills Adotadas pelas Companhias Brasileiras*. In: CANTIDIANO, Luiz Leonardo; MUNIZ, Igor. *Temas de Direito Bancário e Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 2014, p. 603.

<sup>88</sup> 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*. Rio de Janeiro: Saraiva, 2013, pp. 265 e 266.

<sup>89</sup> Os autores mencionaram, especificamente, os princípios do direito societário violados: “Esta limitação do seu direito de voto acaba por desencadear diversas ofensas frontais a princípios basilares do direito societário e normas legais de ordem pública, evidenciando as cláusulas pétreas como dispositivos flagrantemente ilegítimos e ilegais. Dentre esses princípios, podemos citar (i) o princípio da soberania da assembleia geral, positivado na Lei das S.A., principalmente na norma constante em seus arts. 121 e 122, que define a assembleia geral como órgão máximo e soberano das companhias brasileiras (inclusive, para aprovar a reforma do seu estatuto social – art. 122, D); (ii) o princípio majoritário, pelo qual se confere à maioria do capital votante o poder de prevalecer, ressalvadas poucas exceções da lei, nas referidas assembleias (art. 129 da Lei das S.A.); (iii) o próprio direito de voto, pelo qual o acionista, caso o exerça no interesse social, tem total liberdade para escolher como votar (art. 115); e (iv) os princípios da autonomia privada e da liberdade de contratar, pelos quais os indivíduos possuem a liberdade e a autonomia para criar e alterar normas entre si (art. 421 do Código Civil Brasileiro).” (*Ibid.*, pp. 265 e 266).

pretenda aprovar a supressão da *Brazilian Pill* do estatuto de uma determinada companhia.

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

Nessa esteira, o tema chegou à CVM. Em 14 de abril de 2008, os ex-Diretores Otavio Yazbek e Marcos Pinto apresentaram o Memorando ao Colegiado, documento que traz comentários e críticas sob o viés da eficiência econômica das *Brazilian Pills* e, especificamente, das *cláusulas pétreas*. O trecho abaixo sintetiza bem as diversas críticas tecidas em relação às *cláusulas pétreas*<sup>90</sup>:

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

Após estudos conduzidos pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercados da CVM – SDM, foi aprovado pelo Colegiado da CVM, em 23 de junho de 2009, o Parecer de Orientação CVM nº 36/09. Além de incorporar a análise feita no Memorando ao Colegiado, juridicamente chegou-se às mesmas conclusões da doutrina societária, acima representada por MÜSSNICH e LOBÃO MELLO, pela ilegalidade das *cláusulas pétreas*.

A CVM também entendeu que as *cláusulas pétreas* são violadoras da Lei das S.A. em diversos de seus dispositivos, notadamente no que diz respeito à impossibilidade de restringir, por meio do estatuto social, o livre exercício do direito de voto pelo acionista ou os poderes conferidos pela Lei à assembleia geral. Com base nisso, anunciou ao mercado que não aplicará

---

<sup>90</sup> Trecho extraído do Memorando ao Colegiado preparado pelos ex-Diretores da CVM Otavio Yazbek e Marcos Pinto, de 14 de abril de 2008, que serviu de base para a elaboração do Parecer de Orientação CVM nº 36/09. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0005/6491-0.pdf>>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

as sanções previstas nessas cláusulas e que não aplicará penalidades aos acionistas em caso de descumprimento do estatuto social neste ponto.

Cabe citar trecho do Parecer:

A CVM entende que a aplicação concreta dessas disposições acessórias não se compatibiliza com diversos princípios e normas da legislação societária em vigor, em especial os previstos nos arts. 115, 121, 122, I, e 129 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.

Por esse motivo, a CVM não aplicará penalidades, em processos administrativos sancionadores, aos acionistas que, nos termos da legislação em vigor, votarem pela supressão ou alteração da cláusula de proteção à dispersão acionária, ainda que não realizem a oferta pública prevista na disposição acessória.

Na prática, a CVM dificultou o exercício das *cláusulas pétreas*, embora haja dúvidas quanto à efetiva legalidade deste Parecer e feita a ressalva que a parte prejudicada pode recorrer ao Poder Judiciário para garantir a efetividade desse dispositivo. Com isso, pode buscar a execução específica da obrigação do adquirente de participação relevante de lançar a OPA Estatutária prevista na cláusula<sup>91</sup>.

Ainda assim, interessante notar que a edição do Parecer de Orientação CVM nº 36/09 foi imediatamente refletida no mercado. Este movimento teve início a partir da proibição para adoção de *cláusulas pétreas* por companhias que ingressaram nos segmentos especiais de listagem da B3 após 10 de maio de 2011<sup>92</sup>. Para corroborar este fato, estudo realizado para esta monografia revela que nenhuma das companhias com *Initial Public Offering* – IPO após a edição do Parecer de Orientação CVM nº 36/09 e que, além disso, contêm

---

<sup>91</sup> Sobre as dúvidas quanto à legalidade do Parecer de Orientação CVM nº 35/08, cabe ressaltar que a Lei nº 8.249/92, em seu artigo 11, inciso II, imputa responsabilidade funcional ao funcionário público que “*retardar ou deixar de praticar, indevidamente, ato de ofício*”, sob pena de incorrer nas sanções prevista no artigo 12, inciso III da mesma Lei. Nos parece que este poderia ser o caso dos funcionários da CVM que venham a seguir as orientações previstas no Parecer de Orientação CVM nº 35/08, considerando o dever de ofício da Autarquia de dar efetividade a qualquer cláusula .

<sup>92</sup> Assim consta da Cláusula 14.5(ii) do Regulamento de Listagem do Novo Mercado da B3: “*14.5 Disposições de Transição para as Companhias já Listadas. As Companhias que possuíam valores mobiliários de sua emissão admitidos à negociação no Novo Mercado na data da entrada em vigor da reforma do Regulamento de Listagem, em 10/05/2011: (...) (ii) poderão manter suas disposições estatutárias, em vigor na referida data, que estabeleçam quorum qualificado de deliberação e/ou imponham ônus aos acionistas que votarem favoravelmente à supressão ou alteração de cláusulas estatutárias, que não poderão ser alteradas, salvo quando visarem à exclusão em cumprimento ao disposto no item 3.1.2(i) e/ou (ii) deste Regulamento de Listagem*”.

algum tipo de *Brazilian Pill* em seu estatuto social, optaram pela previsão de *cláusulas pétreas* (Anexo II).

Fenômeno diverso ocorre em relação às companhias abertas que possuíam *cláusulas pétreas* em seus estatutos sociais antes da elaboração do Parecer de Orientação CVM nº 36/09. Entre 2009 e 2017, apenas três companhias nessa situação votaram a eliminação das cláusulas pétreas<sup>93</sup>. Verifica-se que, atualmente, apenas 14 companhias com ações admitidas à negociação no Novo Mercado da B3, representando 10,7% do total, mantêm *cláusulas pétreas* em seus estatutos sociais (Anexo I).

---

<sup>93</sup> Este número foi obtido mediante a comparação entre o estudo realizado em companhias listadas no Novo Mercado da B3 para este trabalho com o estudo realizado por GORGA nos estatutos sociais de companhias listadas no Novo Mercado da B3 (então BM&FBOVESPA) em 2009.

### 1.3.3 – O preço da OPA Estatutária como medida protetiva

É comum que o preço fixado para a OPA Estatutária seja composto do valor de mercado das ações – ou outro critério que o substitua, como laudo de avaliação a valor econômico – acrescido de um prêmio. Este prêmio tem a nítida função de dissuadir potenciais compradores da aquisição de percentual do capital social da companhia que enseje o *trigger* da *Brazilian Pill*.

Quanto aos parâmetros para fixação deste preço, entendemos que os acionistas da companhia são dotados de ampla liberdade para fixar no estatuto social o patamar que entenderem mais adequado para a OPA Estatutária. Isso porque, salvo comprovação de vício no voto de algum acionista ou grupo de acionistas, ou na convocação da assembleia, impera o princípio majoritário nas deliberações assembleares.

No entanto, não se trata de tema pacífico na doutrina societária. Em sentido contrário, cabe mencionar crítica feita por EIZIRIK a respeito do preço da OPA Estatutária fixado por algumas companhias<sup>94</sup>:

Neste sentido, determinado estatuto social estabelecia, por exemplo, que o preço de aquisição na OPA não poderia ser inferior ao maior valor entre: (i) o valor econômico da companhia apurado em laudo de avaliação; (ii) 135% do preço de emissão das ações em qualquer aumento de capital realizado mediante distribuição pública ocorrido no período de 24 meses que anteceder a data em que se tornar obrigatória a realização da OPA; ou (iii) 135% da cotação unitária média das ações de emissão da Companhia durante o período de 30 (trinta) dias anteriores à realização da OPA em bolsa de valores.

Em outro caso, o estatuto social determinava que a OPA por atingimento de participação relevante teria que ser formulada pelo preço correspondente à aplicação de um prêmio de 50% sobre o maior valor entre: (i) a cotação unitária mais alta atingida pelas ações de emissão da companhia durante o período de 12 meses anterior à realização da OPA em qualquer bolsa de valores na qual as ações da companhia fossem negociadas; (ii) o preço unitário mais alto pago pelo ofertante a qualquer tempo, por uma ação ou lote de ações de emissão da companhia; e (iii) o valor equivalente a 12 vezes o EBITDA Consolidado Médio da companhia deduzido do seu endividamento consolidado líquido.

A redação dos dispositivos estatutários acima mencionados deixa claro que, em tais casos, o objetivo da regra não é proteger os acionistas da companhia com

---

<sup>94</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Legalidade das Poison Pills Adotadas pelas Companhias Brasileiras*. In: CANTIDIANO, Luiz Leonardo; MUNIZ, Igor. *Temas de Direito Bancário e Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 2014, pp. 600 e 601.

capital pulverizado contra uma tomada hostil de controle ou uma aquisição de participação relevante promovida de forma não equitativa, mas, ao contrário, perpetuar no poder os administradores ou principais acionistas da companhia, impedindo que qualquer outro investidor adquira uma participação acionária relevante.

Embora concordemos que os preços fixados são comumente difíceis de serem cumpridos pelos acionistas, nos parece que a crítica acima perde grande parte de sua efetividade por partir de uma premissa equivocada. Considerando que o autor considera essas cláusulas como mecanismo para perpetuação no poder de grupos de controle pré-definidos, ou mesmo do controle gerencial, tais deliberações poderiam ser anuladas mediante comprovação de vício ou abuso na convocação ou no voto, observado o prazo prescricional de dois anos previsto no artigo 286 da Lei das S.A. Por outro lado, inexistente qualquer vício ou abuso na convocação ou no voto dos acionistas, entendemos difícil afastar a sua legalidade.

Assim, somos da opinião de que os acionistas são dotados de ampla liberdade para fixar no estatuto social as regras que entenderem mais adequadas para reger os negócios da companhia, desde que atendam à lei, o que compreende também as regras para apuração do preço da OPA Estatutária. Ausente comprovação de vício ou abuso na convocação ou no voto dos acionistas, deve ser considerado válido o parâmetro de preço fixado no estatuto social. Isso porque, como visto, o interesse social se manifesta e materializa por meio do voto. Deste modo, a deliberação aprovada por voto proferido no interesse da companhia deve ser, por evidente, considerada reflexo legítimo do interesse social.

## 1.4 – Inviabilidade da *Poison Pill* no Brasil: aspectos da legislação societária norte-americana e brasileira

### 1.4.1 – O protagonismo da administração da companhia nos Estados Unidos

#### 1.4.1.1 – Predominância do controle gerencial

Não é novidade o fenômeno da dispersão acionária em companhias nos Estados Unidos, o que gera consequências para a gestão da companhia e para seus acionistas. Para fins do exercício do poder controle da companhia, talvez a mais relevante dessas consequências é que companhias com capital pulverizado não possuem um único acionista ou grupo de acionistas capazes de dirigir os negócios sociais.

Tal fato dá margem ao fortalecimento da administração da companhia, que em muitos casos é a própria expressão do exercício do poder de controle. Foi nesse contexto que surgiu o conceito de separação entre propriedade das ações e controle efetivo da companhia, produto da dispersão acionária e de fenômeno cunhado como *controle gerencial*<sup>95</sup> em estudo elaborado por BERLE e MEANS, professores na *Faculty of Law, Columbia University*, em 1932<sup>96</sup>:

In examining the break up of the old concept that was property and the old unity that was private enterprise, distinct but often with opposing groups, ownership on the one side, control on the other—a control which tends to move further and further away from ownership and ultimately to lie in the hands of management itself, a management capable of perpetuating its own position. The concentration of economic power separate from ownership has, in fact, created economic empires, and has delivered these empires into the hands of a new form of absolutism, relegating “owners” to the position of those who supply the means whereby the new princes may exercise their power.

Neste estudo, BERLE e MEANS conceituam os diferentes tipos de controle encontrados em uma companhia, chegando a cinco espécies, terminologia que permanece atual: (i) *controle absoluto*, quando o capital

---

<sup>95</sup> A expressão original em inglês, correspondente a *controle gerencial*, é *management control*.

<sup>96</sup> BERLE JR., Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation and Private Property*. Nova York: The Macmillan Company, 1932, p. 124.

votante é total ou quase totalmente detido unicamente por um acionista ou grupo de acionistas<sup>97</sup>; (ii) *controle majoritário*, quando um acionista ou grupo de acionistas é capaz de eleger a administração da companhia e dirigir os negócios sociais com suas próprias ações<sup>98</sup>; (iii) *controle minoritário*, quando um grupo de acionistas detendo participação minoritária é capaz de controlar a companhia, geralmente por meio do apoio de pequenos grupos de acionistas ou por meio de *proxy contests* (“pedidos públicos de procuração”)<sup>99</sup>; (iv) *controle piramidal*, que é formado pela constituição de uma cadeia de sociedades *holding*, possibilitando ao acionista controlador da companhia do topo da pirâmide exercer o controle das companhias embaixo, com menor investimento do que se controlasse a companhia diretamente<sup>100 - 101 - 102</sup>; e (v) *controle gerencial*, que é formado em

<sup>97</sup> *Ibid.*, p. 70.

<sup>98</sup> *Ibid.*, pp. 70 e 71.

<sup>99</sup> *Ibid.*, pp. 80/84.

<sup>100</sup> A expressão original utilizada por BERLE e MEANS é *control through a legal device*, que para fins associativos traduzimos como *controle piramidal*, pedindo desculpas pela imprecisão terminológica. Cabe mencionar a definição completa deste tipo de controle, nas palavras dos autores: “*In the effort to maintain control of a corporation without ownership of a majority of its stock, various legal devices have been developed. Of these, the most important among the very large companies is the device of “pyramiding”. This involves the owning of a majority of the stock of one corporation which in turn holds a majority of the stock of another—a process which can be repeated a number of times.*” (*Ibid.*, pp. 72/80)

<sup>101</sup> Em complemento, cumpre mencionar que outro *legal device* mencionado pelos autores como meio de controlar a companhia com menor investimento é a emissão de ações sem direito a voto. Esse último mecanismo é particularmente afeto ao direito societário brasileiro. A criatividade de alguns advogados levou, ainda, à concepção da ação *superpreferencial*, com dividendos extravagantes, na prática conferindo um *supervoto* às ações ordinárias, pois permitem ao detentor de ações ordinárias controlar a companhia com pouco investimento. O primeiro exemplo que se tem notícia do uso da ação *superpreferencial* foi a Brasil Telecom, com dividendo 1.063 vezes superior ao das ações ordinárias, conforme noticiado por MÜSSNICH (MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *A Volta da “Superpreferencial”*. Rio de Janeiro: BM&A Review, Julho-Setembro 2013. Disponível em:

<[http://www.bmalaw.com.br/arquivos/BMA\\_Review/BMA%20Review%2042\\_Port.pdf](http://www.bmalaw.com.br/arquivos/BMA_Review/BMA%20Review%2042_Port.pdf)>. Acesso em: 6 de junho de 2017).

<sup>102</sup> Ainda a respeito das ações *superpreferenciais*, pertinente trazer o conceito de VARGAS: “*Percebe-se que as superpreferenciais do nosso paradigma observam o modelo mínimo (b) acima, i.e., dividendos setenta e cinco (75) vezes maiores que os da ordinária, combinados com a prioridade no reembolso de capital, com prêmio, correspondente a setenta e cinco (75) vezes o valor de reembolso da ação ordinária, e ainda atendem ao modelo mínimo (c). Isso por participar da oferta pública de alienação de controle ao preço de setenta e cinco (75) vezes o valor pago pelas ações de controle. (...) Por outro lado, as superpreferenciais são destituídas do direito de voto e não o readquirem mesmo se a companhia não distribuir dividendos por três (3) exercícios consecutivos (art. 111, § 1º da Lei nº 6.404/76), porquanto tais dividendos a que fazem jus são preferenciais ou diferenciados, mas não são prioritários, mínimos ou fixos, e apenas ações sem voto com dividendos prioritários se qualificam para a re aquisição do voto, se tais dividendos prioritários não forem distribuídos no período máximo fixado na lei ou no estatuto, até que ocorra o pagamento, nos termos expressos da lei.*” (VARGAS, Manoel. *Ações Superpreferenciais: Dividendos*

companhias cujo capital é disperso ao ponto de que nenhum acionista ou grupo de acionistas é capaz de eleger a administração da companhia e dirigir os negócios sociais com suas próprias ações<sup>103</sup>.

Para compreensão da relevância do papel da administração das companhias norte-americanas no que diz respeito às *Poison Pills*, importante destacar que o tipo mais comum de controle encontrado nos Estados Unidos é o *controle gerencial*, tendo em conta que o capital da grande maioria das *corporations* é pulverizado. A esse respeito, interessante notar que, tamanha a cultura do capital pulverizado nos Estados Unidos, a *Delaware General Corporation Law* presume acionista controlador aquele que detém 20% ou mais do capital votante da companhia<sup>104</sup>, no que difere substancialmente do sistema adotado na Lei das S.A.<sup>105</sup>

Como regra geral, são relevantes os poderes que têm a administração de companhias nos Estados Unidos, especialmente daquelas sob *controle gerencial*. Isso porque, sem acionistas com participação relevante para

---

*Extravagantges*. Rio de Janeiro: Lobo & Ibeas Advogados, 2014. Disponível em: <<http://www.loboeibeas.com.br/en/archives/3562>>. Acesso em: 6 de junho de 2017).

<sup>103</sup> Para definição completa de controle gerencial por BERLE e MEANS: “*The fifth type of control is that in which ownership is so widely distributed that no individual or small group has even a minority interest large enough to dominate the affairs of the company. When the largest single interest amount to but a fraction of one per cent—the case in several of the largest American corporations—no stockholder is in the position through his holdings alone to place important pressure upon the management or to use his holdings as a considerable nucleus for the accumulation of the majority of votes necessary to control.*” (BERLE JR., Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation and Private Property*. Nova York: The Macmillan Company, 1932, p. 84)

<sup>104</sup> Esta presunção encontra-se na Section 203 da Delaware General Corporation Law: “(4) “Control,” including the terms “controlling,” “controlled by” and “under common control with,” means the possession, directly or indirectly, of the power to direct or cause the direction of the management and policies of a person, whether through the ownership of voting stock, by contract or otherwise. A person who is the owner of 20% or more of the outstanding voting stock of any corporation, partnership, unincorporated association or other entity shall be presumed to have control of such entity, in the absence of proof by a preponderance of the evidence to the contrary; Notwithstanding the foregoing, a presumption of control shall not apply where such person holds voting stock, in good faith and not for the purpose of circumventing this section, as an agent, bank, broker, nominee, custodian or trustee for 1 or more owners who do not individually or as a group have control of such entity.”

<sup>105</sup> No Brasil, embora o poder de controle seja expressamente reconhecido como poder de fato, só é considerado acionista controlador pela Lei das S.A. o acionista “titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia”, conforme conceito expresso na alínea a do *caput* do artigo 116 da Lei societária. No entanto, é importante ressaltar que a normatização do “poder de controle de fato” já existe na autorregulação da B3, conforme regra que presume titular do poder de controle (presunção relativa) o acionista que preponderar por três assembleias consecutivas, regra aplicável apenas às companhias com ações admitidas à negociação no Novo Mercado (item 2.1 do Regulamento de Listagem do Novo Mercado da B3).

exercer pressão ou influência significativa sobre a administração durante os *takeover bids*, cabe muitas vezes aos administradores decidir o futuro da companhia. Esta substituição dos acionistas pelos administradores no exercício do poder de controle, por sua vez, evidencia novamente uma efetiva “*separation of ownership and control*”, seguindo definição de BERLE e MEANS. Conforme examinado a seguir, a *Delaware General Corporations Law* confere grande poder decisivo aos administradores nesses casos.

#### **1.4.1.2 – Poderes da administração para agir em tentativas de tomada hostil de controle sob a lei societária de *Delaware***

O primeiro dos poderes relevantes conferidos à administração da companhia sob a *Delaware General Corporations Law* é a possibilidade de alteração do estatuto social (*By-laws*) sem necessidade de votação pela assembleia geral, se assim autorizado no *certificate of incorporation*, que é o ato constitutivo das companhias nos Estados Unidos<sup>106</sup>. Isso sem dúvida confere agilidade para reagir a tentativas de tomada hostil de controle, inclusive pela inclusão de uma *Poison Pill* supervenientemente ao ingresso do adquirente hostil nos quadros acionários da companhia. O mesmo vale para a remoção da *Poison Pill* ou suspensão de seus efeitos, em casos de ofertas para aquisição do controle negociadas com a administração da companhia (ofertas não-hostis).

A respeito da *Poison Pill*, três características em especial representam poderes relevantes da administração da companhia, no que diferem da lei societária brasileira em alguns aspectos basilares: (i) possibilidade de exclusão do direito de preferência do adquirente hostil, o que gera a diluição de sua participação na companhia-alvo, nas hipóteses de *flip-in pill*, e a

---

<sup>106</sup> A esse respeito, a possibilidade de se conferir poderes ao Board of Directors para alterar o estatuto social consta do Section 109 da Delaware General Corporation Law: “(...) *any corporation may, in its certificate of incorporation, confer the power to adopt, amend or repeal bylaws upon the directors or, in the case of a nonstock corporation, upon its governing body. The fact that such power has been so conferred upon the directors or governing body, as the case may be, shall not divest the stockholders or members of the power, nor limit their power to adopt, amend or repeal bylaws.*”

impossibilidade de subscrever novas ações da companhia incorporadora para manter o controle, nas hipóteses de *flip-over pill*; (ii) possibilidade de emitir novas ações a preço abaixo do real valor de mercado das ações de emissão da companhia, sem que haja obrigação de produzir laudo de avaliação, visto que inexistente no direito societário norte-americano o conceito de *realidade do capital social*; e (iii) a consequência evidente da conjunção dos itens (i) e (ii), que é a promoção da diluição injustificada do adquirente hostil – conforme conceito do parágrafo 1º do artigo 170 da Lei das S.A., abaixo explorado, que veda o tratamento desigual entre acionistas da companhia no tocante à emissão de novas ações.

Além disso, outro aspecto que merece destaque é o poder da administração para barrar qualquer oferta pública de aquisição hostil, salvo se o adquirente hostil obtiver de antemão a adesão de 85% do capital votante, regra introduzida na *Delaware General Corporations Law* na reforma de 1988<sup>107</sup>. Sobre o propósito desta medida, pertinentes os comentários de LIPTON e ROWE<sup>108</sup>:

In 1988, Delaware adopted its own “second generation” statute. This enactment is Delaware’s only major legislative response to takeover issue, and it clearly represents a further rejection of the efficient market theory. Under section 203, directors have the statutory power to effectively block potential transfers of control to substantial shareholders by refusing to approve a transaction. While this power is not absolute, it can be overridden only by a very high “supermajority” of eighty-five percent of the shareholders. Section 203 is, in effect, a statutory pill that can

---

<sup>107</sup> A regra em questão consta da Section 203 da Delaware General Corporation Law: “§ 203 *Business combinations with interested stockholders.* (a) *Notwithstanding any other provisions of this chapter, a corporation shall not engage in any business combination with any interested stockholder for a period of 3 years following the time that such stockholder became an interested stockholder, unless: (1) Prior to such time the board of directors of the corporation approved either the business combination or the transaction which resulted in the stockholder becoming an interested stockholder; (2) Upon consummation of the transaction which resulted in the stockholder becoming an interested stockholder, the interested stockholder owned at least 85% of the voting stock of the corporation outstanding at the time the transaction commenced, excluding for purposes of determining the voting stock outstanding (but not the outstanding voting stock owned by the interested stockholder) those shares owned (i) by persons who are directors and also officers and (ii) employee stock plans in which employee participants do not have the right to determine confidentially whether shares held subject to the plan will be tendered in a tender or exchange offer; or (3) At or subsequent to such time the business combination is approved by the board of directors and authorized at an annual or special meeting of stockholders, and not by written consent, by the affirmative vote of at least 66 2/3% of the outstanding voting stock which is not owned by the interested stockholder.*”

<sup>108</sup> LIPTON, Martin; ROWE, Paul K. *Pills, Polls and Professors: A Reply to Professor Gilson*. The Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 27, No. 1, 2002, p. 23.

be neutered by a tender that attracts eighty-five percent of the shares. Like the 1985 cases, section 203 is another Delaware compromise, but clearly one that recognizes that directors have a major role in determining the corporation's fate in a takeover situation.

Note-se que a regra acima se aplica mesmo nos casos em que a companhia-alvo tenha em seu estatuto social a previsão de uma *Poison Pill*. Nessas hipóteses, mesmo que o adquirente hostil esteja disposto a arcar com o ônus da cláusula, a administração terá poder para barrar essa investida, salvo se a OPA Estatutária lançada conseguir atrair pelo menos 85% do capital votante da companhia-alvo. Em certa medida, tratou-se da posituação na *Delaware General Corporation Law* do entendimento da *Supreme Court of Delaware* em *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum, Inc*, prestigiando a doutrina da *business judgment rule* (ver item 1.2.2.4).

#### **1.4.2 – Incompatibilidade da *Poison Pill* com a Lei das S.A.**

##### **1.4.2.1 – Soberania da assembleia geral e dos acionistas**

No sistema da Lei das S.A., diferente do que ocorre sob a lei societária de *Delaware* e outros estados nos Estados Unidos, o instrumento constitutivo da companhia e a regulamentação das regras que ditam sua composição e funcionamento se confundem em um documento único: o estatuto social<sup>109</sup>. Com isso, torna-se necessário que qualquer alteração ao estatuto social seja submetida ao crivo da assembleia geral, que só pode ser instalada em competência extraordinária para este fim com quórum qualificado de ¼ do capital votante<sup>110</sup>.

Totalmente incompatível com o sistema da Lei das S.A. e com a regulamentação da CVM é a *Section 203* da *Delaware General Corporation Law*, que dá à administração da companhia o poder de vetar a aquisição hostil

---

<sup>109</sup> Em *Delaware* e outros estados nos Estados Unidos, o instrumento constitutivo da companhia são os *articles of incorporation*, registrados junto ao respectivo *corporate registry* e que fixam as características essenciais da companhia, cuja alteração exige deliberação da assembleia geral. Não se confundem com os *bylaws*, que especificam regras de composição e funcionamento da companhia e são editáveis, como regra geral, pela administração da companhia.

<sup>110</sup> TEPEDINO, Ricardo. *Assembleia Geral*. In: BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo. *Direito das Companhias*. 2ª ed., Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 741.

de controle (ver item 1.4.1.2). Neste caso, ocorre verdadeira substituição da vontade dos acionistas por aquela da administração, cuja legitimidade decisória depende da aderência aos parâmetros da *business judgment rule* (*Unocal Standard*)<sup>111</sup>.

Em nosso sistema, a oferta pública voluntária para aquisição de controle (“OPA Voluntária”) é prevista no artigo 257 da Lei das S.A. Neste sistema, por sua vez, compete ao potencial ofertante cumprir os requisitos previstos na lei e aos acionistas, individualmente, decidir sobre sua adesão ou não adesão à oferta. O modo de exercício desta manifestação de vontade é regulado pela CVM, sendo facultado ao acionista se manifestar em leilão na bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado, conforme o caso<sup>112</sup>. A respeito, embora a aceitação da OPA Voluntária não compita à assembleia geral, mas sim individualmente a cada acionista, trata-se de importante exemplo de matéria em que a vontade dos acionistas é independente da vontade da administração da companhia.

Por fim, diferente do que ocorre no sistema norte-americano, a remuneração dos administradores no Brasil deve ser submetida ao crivo da assembleia geral, no mínimo quanto à fixação do seu montante global<sup>113-114</sup>. Embora não diretamente relacionada aos poderes para reagir diante de tentativas de tomada hostil de controle, o poder para fixar a remuneração é

---

<sup>111</sup> Novamente remetendo ao conceito de BERLE e MEANS, nesta hipótese tem-se verdadeira separação entre propriedade das ações e exercício do controle (ver item 1.4.1.1).

<sup>112</sup> Diz o artigo 12 da Instrução CVM nº 361, de 5 de março de 2002, que regula as ofertas públicas de aquisição de ações (OPAs), dentre elas a OPA voluntária prevista no artigo 257 da Lei das S.A.: “Art. 12. A OPA será efetivada em leilão na bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado em que as ações objeto da OPA sejam admitidas à negociação. § 1º A aceitação ou não da OPA dar-se-á no leilão, o qual será realizado no prazo mínimo de 30 (trinta) e máximo de 45 (quarenta e cinco) dias, contados da data da publicação do edital, e obedecerá às regras estabelecidas pela bolsa de valores ou pela entidade do mercado de balcão organizado responsável pelo leilão.”

<sup>113</sup> A respeito, vide o disposto no caput do artigo 152 da Lei das S.A.: “A assembléia-geral fixará o montante global ou individual da remuneração dos administradores, inclusive benefícios de qualquer natureza e verbas de representação, tendo em conta suas responsabilidades, o tempo dedicado às suas funções, sua competência e reputação profissional e o valor dos seus serviços no mercado.”

<sup>114</sup> BARBOSA, Marcelo. *Administradores*. In: BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo. *Direito das Companhias*. 2ª ed., Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 788.

importante ferramenta de controle da assembleia geral sobre a administração da companhia, que merece nosso destaque<sup>115</sup>.

Em vista do exposto, fica evidente que um dos pilares da *Poison Pill*, que é a liberdade de agir garantida à administração da companhia, encontra importantes restrições no regime da Lei das S.A. Neste ponto, ao mesmo tempo que tem o mérito de proteger os acionistas da companhia contra abusos da administração, a lei societária brasileira inegavelmente priva os administradores de agilidade.

#### **1.4.2.2 – Restrições quanto à exclusão do direito de preferência do adquirente hostil**

Outro pilar da *Poison Pill* que não é compatível com o regime da Lei das S.A. é a exclusão do direito de preferência do adquirente hostil, em favor dos acionistas da companhia-alvo. Da forma como concebida a *Poison Pill*, sua efetividade é em grande medida dependente da inexistência, sob a lei societária de *Delaware*, de um direito de preferência legal para a subscrição de novas ações. Isso permite que a administração da companhia emita títulos conversíveis em novas ações sob a forma das *flip-in pills* e *flip-over pills*, atribuídos aos acionistas da companhia-alvo e com exclusão do adquirente hostil.

Sob o sistema da lei societária brasileira, é vedada a exclusão do direito de preferência do acionista na emissão de novas ações. A respeito, as únicas exceções a esta regra são expressas no artigo 172<sup>116</sup>: (i) colocação das

---

<sup>115</sup> Interessante mencionar comentário de BARBOSA sobre a necessária prestação de contas dos administradores à assembleia geral quanto à sua remuneração, lembrando que a remuneração individual dos administradores pode ser delegada ao conselho de administração: “A preocupação com o modo de fixação e a transparência dos números correspondentes à remuneração dos administradores também se nota no artigo 157, § 1º, “c”, que impõe ao administrador o dever de esclarecer a qualquer acionista, por ocasião da assembleia geral ordinária, os benefícios e vantagens que perceba por força do exercício de seu cargo.” (Ibid, p. 788)

<sup>116</sup> Diz o artigo 172 da Lei das S.A.: “Art. 172. O estatuto da companhia aberta que contiver autorização para o aumento do capital pode prever a emissão, sem direito de preferência para os antigos acionistas, ou com redução do prazo de que trata o § 4º do art. 171, de ações e debêntures conversíveis em ações, ou bônus de subscrição, cuja colocação seja feita mediante: I - venda em bolsa de valores ou subscrição pública; ou I - permuta por ações, em oferta pública de aquisição de controle, nos termos dos arts. 257 e 263.”

novas ações mediante subscrição pública ou venda em bolsa de valores; e (ii) permuta por ações, em oferta pública de aquisição de controle.

É importante frisar que a Lei das S.A. não permite que se diferencie os acionistas titulares de uma mesma espécie e classe de ações, sendo vedada a concessão do direito de preferência para uns e sua exclusão para outros. Isso porque as ações, sob o conceito da Lei das S.A., são um conjunto padronizado de direitos e obrigações, que emanam da ação e independem da quantidade detida por seu titular.

Assim, não há como conferir direitos distintos – muito menos excluir direitos de algum acionista – dentro de uma mesma espécie e classe de ações. O sistema da Lei das S.A. quanto ao direito de preferência foi concebido para permitir ao acionista preservar o seu percentual de participação no capital social da companhia, em hipótese de aumento de capital.

Com isso, é evidente que a operacionalização da *Poison Pill*, tal como concebida sob a lei societária de *Delaware*, vai de encontro ao regime de subscrição de novas ações da Lei das S.A. Impossível, portanto, seria replicar no Brasil um mecanismo cuja efetividade depende da exclusão do direito de preferência do adquirente hostil, hipótese vedada pela Lei das S.A.

#### **1.4.2.3 – Restrições quanto à fixação do preço de emissão das novas ações e vedação à diluição injustificada**

O terceiro pilar da *Poison Pill* incompatível com a Lei das S.A. é o preço de emissão das novas ações em que se convertem os títulos emitidos sob as *flip-in pills* e *flip-over pills*. Diferente do que ocorre nos Estados Unidos, onde a administração é dotada de ampla liberdade, a fixação do preço das novas ações no Brasil obedece a determinados critérios contidos na Lei das S.A., que expressam o chamado *valor econômico* da ação<sup>117</sup>.

---

<sup>117</sup> Dispõe o artigo 170 da Lei das S.A.: “Art. 170. Depois de realizados 3/4 (três quartos), no mínimo, do capital social, a companhia pode aumentá-lo mediante subscrição pública ou particular de ações. § 1º O preço de emissão deverá ser fixado, sem diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, ainda que tenham direito de preferência para subscrevê-las, tendo em vista, alternativa ou conjuntamente: I - a perspectiva de rentabilidade da companhia; II - o valor do

Evidente que a fixação do preço de emissão das novas ações será sempre dotada de alguma medida de discricionariedade<sup>118</sup>, mas devendo ter em conta ao menos um dos critérios previstos no parágrafo 1º do artigo 170 da Lei das S.A., separada ou conjuntamente – perspectiva de rentabilidade da companhia, valor do patrimônio líquido da ação e cotação das ações em bolsa de valores.

Também permitida pela Lei das S.A. a diluição *justificada* dos acionistas antigos, que surge nos casos em que os negócios da companhia exigem dispêndios importantes de recursos, assim demandando a emissão de novas ações em aumento de capital. Nesses casos, pode-se justificar a aplicação de um deságio no *valor econômico* da ação como meio de atrair investidores<sup>119</sup>. Figura necessária no leque de instrumentos jurídicos à disposição de uma companhia, esta hipótese deve ser vista como a exceção em um sistema protetivo da manutenção da proporção do capital social detida pelos acionistas antigos.

O que a lei societária brasileira não permite é a diluição *injustificada* dos acionistas antigos, por meio da emissão de novas ações. Como bem salientado por BULHÕES PEDREIRA, a diluição *injustificada* pode ser promovida pela maneira como fixado o preço de emissão das novas ações,

---

*patrimônio líquido da ação; III - a cotação de suas ações em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão organizado, admitido ágio ou deságio em função das condições do mercado.”*

<sup>118</sup> COMPARATO, Fábio Konder. *A Fixação do Preço de Emissão das Ações no Aumento de Capital de Sociedade Anônima*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. n. 81, jan.-mar., ano XXX, São Paulo: Malheiros, pp. 79/86.

<sup>119</sup> Foi o que aconteceu no julgamento do Processo CVM nº RJ2015/5021 (“Caso Eneva”) pelo Colegiado da CVM. O Diretor-Relator Pablo Renteria observou que não via diluição injustificada dos acionistas antigos da companhia porque a proposta da administração já previa a medida exata da diluição no aumento de capital e deixava claro que a fixação do preço de emissão havia decorrido de negociação entre partes independentes – Companhia e credores – no âmbito da recuperação judicial, o que seria suficiente para atender ao disposto nos §§ 1º e 7º do artigo 170 da Lei das S.A.

até mesmo nos casos em que o acionista antigo é titular do direito de preferência e decide exercê-lo<sup>120</sup>. Lapidar, nesse sentido, sua lição<sup>121</sup>:

Ao prescrever que as novas ações devem ser emitidas pelo valor econômico, a LSA visou proteger o interesse dos acionistas minoritários do abuso do poder dos controladores que, muitas vezes, deliberavam a emissão de ações por preço irrisório, objetivando reduzir a participação dos minoritários no capital (v. § 339-1). Não é por outra razão que, dentro das modalidades do exercício abusivo de poder, a alínea *c* do § 1º do artigo 117 da LSA inclui promover “alteração estatutária, emissão de valores mobiliários ou adoção de políticas ou decisões, que não tenham por fim o interesse da companhia, e visem a causar prejuízo a acionistas minoritários, aos que trabalham na empresa ou aos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia.

Assim, evidentes as significativas restrições impostas pela lei societária brasileira à fixação do preço de emissão de novas ações. Daí a inviabilidade de replicar em um sistema protetivo da manutenção da participação dos acionistas antigos no capital social, como é o Brasil, um tipo de cláusula cujo propósito é causar a diluição do adquirente hostil. Em todo caso, ainda que fosse possível fixar o preço de emissão das novas ações à discricção da administração da companhia, não seria possível excluir o direito de preferência do adquirente hostil, como já examinado neste trabalho (ver item 1.4.2.2). Assim, de todo modo seria frustrado o propósito da *Poison Pill*.

#### 1.4.2.4 – *Brazilian Pills*: alternativas à brasileira

Verificada a impossibilidade de se reproduzir a *Poison Pill* sob o sistema da Lei das S.A., foram pensados no Brasil mecanismos alternativos de proteção contra aquisições hostis de controle que atendessem às necessidades das companhias brasileiras. Conforme analisado nesta monografia, as *Brazilian Pills* tipos “A”, “B” e “C” diferem substancialmente entre si em suas estruturas (ver item 1.3.1). Em comum, guardam apenas o

<sup>120</sup> A esse respeito, claríssima a explicação de BULHÕES PEDREIRA: “(...) o direito de preferência não evita a diluição do valor das ações antigas. Apenas permite ao acionista proteger o valor de sua participação societária – apesar da diluição – ao lhe assegurar a oportunidade de subscrever as novas ações; mas essa proteção pressupõe que o direito seja efetivamente exercido, o que requer o pagamento do preço de subscrição das ações novas: para preservar o valor das ações que possui, o acionista é obrigado a realizar investimento adicional.” (BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. Finanças da Companhia. In: BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo. Direito das Companhias. 2ª ed., Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 1.022).

<sup>121</sup> *Ibid.*, p. 1.022.

fato de que sua efetividade depende do disparo de *gatilhos*<sup>122</sup>, que são os percentuais máximos de participação acionária previstos nas cláusulas.

A solução encontrada na *Brazilian Pill* Tipo “A” foi a concepção de uma OPA Estatutária, que é previsão contratual da obrigação de realização de uma OPA sob a condição de atingimento de determinado percentual máximo de participação acionária. Não há dúvidas quanto à validade deste mecanismo, tendo em vista que: (i) é cláusula inserida no estatuto social por deliberação da assembleia geral; (ii) não fere o direito de preferência dos acionistas antigos da companhia-alvo; e (iii) o preço da OPA será sempre no mínimo equivalente ao *valor econômico* das ações, conforme critérios do parágrafo 1º do artigo 170 da Lei das S.A. Além disso, na maioria dos casos há pagamento de prêmio adicional sobre o *valor econômico* das ações, o que elimina o risco de diluição *injustificada* dos acionistas antigos da companhia-alvo.

A solução adotada na *Brazilian Pill* “Tipo B encontra grande resistência na doutrina societária e no mercado devido a questionamentos quanto à sua legalidade. Isso porque a Lei das S.A. impõe vedação à limitação da livre circulabilidade das ações de companhias abertas, conforme disposto no artigo 36 (ver item 1.3.1). Atualmente, é pouco encontrada em companhias no Brasil<sup>123</sup>.

Diferente da *Brazilian Pill* Tipo “A”, esta cláusula não consiste em OPA Estatutária ou na emissão de novas ações. O seu aspecto venenoso resulta de uma restrição à aquisição de ações pelo acionista após atingimento do *gatilho* nela previsto. Por isso, as discussões quanto à incompatibilidade da *Poison Pill* sob a Lei das S.A. (ver itens 1.4.2.1, 1.4.2.2 e 1.4.2.3) não se aplicam às *Brazilian Pills* Tipo “B”.

Por fim, a solução encontrada na *Brazilian Pill* Tipo “C” foi a limitação ao número máximo de votos que pode ser exercido por um

---

<sup>122</sup> TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *Poison pill: Modismo ou Solução?* In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). *Direito Societário: Desafios Atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 175.

<sup>123</sup> A respeito, ver item 1.3.1. Atualmente, apenas oito companhias listadas no Novo Mercado da B3 (6,0% do total) adotam a *Brazilian Pill* Tipo “B”.

acionista individualmente, com fundamento em previsão expressa no parágrafo 1º do artigo 110 da Lei das S.A. Tal como a *Brazilian Pill* Tipo “B”, não consiste em OPA Estatutária ou na emissão de novas ações. Neste caso, o aspecto venenoso da cláusula reside no desincentivo à aquisição de percentual de participação acionária acima do limite de voto permitido (ver item 1.3.1).

## Capítulo II – A *Brazilian Pill* como Instrumento de *Corporate Governance*

### 2.1 – *Corporate governance*: conceito e origem

Ficamos com a definição de POUND sobre o conceito e finalidade da *corporate governance*<sup>124-125</sup>:

To be sure, the balance of power is important. But, at its core, corporate governance is not about power; it is about ensuring effective decision making. Corporate governance reform should seek ways to create and maintain an efficient decision-making process. The goal should be to prevent significant mistakes in corporate strategy and to ensure that the mistake that do occur can be corrected quickly.

Expressão norte-americana, o conceito de *corporate governance* surgiu na década de 1980, como reação dos acionistas e do mercado em geral contra o comportamento abusivo da administração de determinadas companhias. Em um mercado onde impera o capital pulverizado e o *controle gerencial*, maior é o interesse de reduzir os chamados custos de agência, problema que tende a se acentuar em companhias sem controlador definido.

O primeiro caso que chamou atenção para a *corporate governance* foi o *Caso Texaco*, em 1984. Nele, a administração da *Texaco* recusou a aquisição hostil do seu controle pela *Chevron*, valendo-se de medida defensiva contra a aquisição de participação de 9,9% do capital votante na companhia pelos *Bass Brothers*. Para efetivar esta defesa, foi pago um prêmio superior a US\$ 137 milhões aos acionistas, o que foi visto como amplamente prejudicial aos acionistas da *Texaco* à época<sup>126</sup>.

---

<sup>124</sup> POUND, John. *The Promise of the Governed Corporation*. Harvard Business Review on Corporate Governance, March-April 1995, pp. 81 e 82.

Disponível em: < <https://hbr.org/1995/03/the-promise-of-the-governed-corporation>>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

<sup>125</sup> Vale, ainda, mencionar o conceito expresso pela CVM em sua Cartilha Sobre Governança Corporativa, divulgada em 2002: “Um conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital”. (Comissão de Valores Mobiliários. *Cartilha Sobre Governança Corporativa*. Rio de Janeiro: 2002, p. 1.)

<sup>126</sup> O episódio é assim descrito por EISENHOFER e BARRY: “At the time, CalPERS held substantial blocks of stock in many companies, including Texaco, but had been holding that stock as a passive investor. Upon learning of the “greenmailing” of Texaco, Unruh was “outraged”. At Unruh’s urging, CalPERS adopted a corporate governance policy in 1984. That policy now stresses independence of board directors, with directors accountable to shareholders, and management accountable to directors; clearly written public accounting information and proxy materials; and a long-term strategic vision that emphasizes sustained shareholder value.”

Nesse contexto surgiu a *California Public Employees Retirement System – CalPERS*, maior fundo de pensão dos Estados Unidos e quarto maior fundo de pensão do mundo, que tinha em sua carteira de investimentos uma aplicação relevante em ações da *Texaco*. Por meio da figura de Jesse Unruh, membro do Conselho de Administração da *CalPERS*, o fundo de pensão tornou-se ativo na defesa dos interesses de seus membros.

Para tanto, editou resolução repudiando comportamento similar adotado por outras companhias e elaborou lista com problemas a solucionar. Dentre as práticas identificadas, merecem destaque a dependência do Conselho de Administração em relação aos gestores, os vencimentos abusivos dos executivos e arranjos para evitar as tomadas hostis de controle<sup>127</sup>.

Pertinentes, aqui, as observações do fundo de pensão sobre sua experiência como importante investidor institucional nas últimas décadas, refletidas no documento *CalPERS Global Governance Principles*<sup>128</sup>:

What have we learned over the years? We have learned that (a) company managers want to perform well, in both an absolute sense and as compared to their peers; (b) company managers want to adopt long-term strategies and visions, but often do not feel that their shareowners are patient enough; and (c) all companies – whether governed under a structure of full accountability or not – will inevitably experience both ascents and descents along the path of profitability.

We have also learned, and firmly embrace the belief that good corporate governance – that is, accountable corporate governance – means the difference between wallowing for long periods in the depths of the performance cycle, and responding quickly to correct the corporate course.

Na esteira desse primeiro episódio e das continuadas práticas de *corporate governance* adotadas pela *CalPERS*, seguiram-se outras iniciativas nos Estados Unidos. Merece destaque a criação do *Council of Institutional*

---

(EISENHOFER, Jay W.; BARRY, Michael J. *Shareholder Activism Handbook*. Nova York: Wolsters Kluwer, 2013, p. 3-25)

<sup>127</sup> RIBEIRO, Milton Nassau. *Aspectos Jurídicos da Governança Corporativa*. São Paulo: Quartier Latin, 2007, pp. 27 e 28.

<sup>128</sup> Os *CalPERS Global Governance Principles* foram primeiro editados em 1997 e, conforme sua última edição em 2015, continuam atuais e figuram como referência em melhores práticas de governança corporativa. Disponível em: <<https://www.calpers.ca.gov/docs/forms-publications/global-principles-corporate-governance.pdf>>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

*Investors* – CII, que contou com participação decisiva da própria *CalPERS*. Maior organização de investidores institucionais que se tem notícia, o CII possui mais de 140 fundos de pensão como membros, que têm sob sua gestão valores superiores a US\$ 3 trilhões<sup>129</sup>.

A despeito das iniciativas que partiram dos investidores institucionais, não foi possível evitar episódios que evidenciaram os riscos dos custos de agência na administração de companhias nos Estados Unidos. Em 2001, o comentado *Caso Enron* expôs a fragilidade das práticas de *corporate governance* daquela companhia e a falta de diligência de seus auditores independentes, a então conceituada firma de auditoria *Arthur Andersen*. Neste caso, a *Enron*, companhia do setor de energia, foi acusada de fraudar seus balanços para conter artificialmente a queda na cotação das ações de sua emissão.

Tal fraude nos números é em grande medida atribuída à existência de um agressivo plano de remuneração com base em ações, consistindo em opções de compra (*stock options*), como parte dos vencimentos da administração da *Enron*. Com isso, foram pensadas formas de irregularmente maximizar os lucros no exercício dessas opções, cujo preço era naturalmente inferior ao valor de mercado e já previamente fixado. Em tempos de crise financeira, por meio da fraude ao balanço, foram forjadas condições artificiais para que as ações da companhia continuassem em alta e que a remuneração dos administradores não fosse afetada.

A descoberta da fraude ainda foi dificultada pelo fato de o Diretor-Presidente (CEO) da *Enron* ocupar também o cargo de Presidente do Conselho de Administração, órgão encarregado de supervisionar os atos da Diretoria<sup>130</sup>. Atualmente, regras rígidas quanto a essa cumulação de cargos

---

<sup>129</sup> EISENHOFER, Jay W.; BARRY, Michael J. *Shareholder Activism Handbook*. Nova York: Wolsters Kluwer, 2013, p. 3-28

<sup>130</sup> RIBEIRO, Milton Nassau. *Aspectos Jurídicos da Governança Corporativa*. São Paulo: Quartier Latin, 2007, pp. 30 e 31.

encontram previsão até mesmo no Brasil, nas regras expedidas pela autorregulação da B3<sup>131</sup>.

O *Caso Enron* tornou ainda mais evidente a necessária previsão de mecanismos de *corporate governance* que sejam capazes de atenuar os custos de agência e o comportamento abusivo da administração das companhias, em especial daquelas com capital pulverizado. Nestes casos, como trataremos, os acionistas têm menor incentivo para participar e cobrar resultados da administração da companhia (ver item 2.3). Ainda, interessante destacar o fato de que a responsabilidade civil decorrente do *Caso Enron* deu impulso ao desenvolvimento e sofisticação do seguro de responsabilidade civil por atos dos administradores – *Directors and Officers Liability Insurance (D&O)*.

Medida mais relevante tomada como reação ao *Caso Enron* nos Estados Unidos foi a edição do *Sarbanes-Oxley Act (SOX)*, em 30 de julho de 2002, que introduziu um conjunto de medidas preventivas de melhores práticas de *corporate governance*. Estas medidas têm por finalidade assegurar a fiscalização mais rigorosa dos atos da administração da companhia e do trabalho de seus auditores independentes e advogados. Portanto, fica claro que o SOX toma o *Caso Enron* como paradigma para evitar outros precedentes de abuso da administração de companhias<sup>132</sup>.

## **2.2 – Evolução da *corporate governance* no Brasil**

No Brasil, a onda de adesão à *corporate governance* teve início em meados da década de 1990, com o crescimento econômico nacional decorrente das reformas e da força do Plano Real. Vislumbrou-se, então, a necessidade de modernizar e fortalecer o mercado de capitais nacional, como instrumento que é para o trânsito de capitais estrangeiros e captação de

---

<sup>131</sup> Vedação prevista no item 4.4 do Regulamento de Listagem do Novo Mercado da B3. Disponível em: < [http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/regulacao/regulamentos-e-manuais/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/regulacao/regulamentos-e-manuais/)>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

<sup>132</sup> RIBEIRO, Milton Nassau. *Aspectos Jurídicos da Governança Corporativa*. São Paulo: Quartier Latin, 2007, pp. 30-35.

recursos para investimentos no Brasil. Foi nesse contexto que surgiram instituições como o IBGC, em 1995.

Pouco tempo depois, no ano 2000, foram criados os segmentos especiais de listagem no âmbito da então Bolsa de Valores de São Paulo S.A. – BOVESPA (atual B3), gerando quatro níveis possíveis para listagem de companhias abertas na bolsa de valores: (i) Tradicional, com as mesmas regras de *corporate governance* e proteção aos acionistas minoritários previstas na Lei das S.A.; (ii) Nível 1, que contempla o acréscimo de direitos pontuais aos acionistas minoritários, mas sem mudar substancialmente o disposto em lei; (iii) Nível 2, que é o primeiro segmento especial de listagem, contemplando regras de governança como a garantia de *tag along* mínimo de 100% para os acionistas minoritários em caso de OPA por Alienação de Controle (artigo 254-A da Lei das S.A.), bem como o direito de voto aos titulares de ações preferenciais sem direito a voto, em matérias consideradas essenciais; e (iv) Novo Mercado, segmento com as práticas mais elevadas de *corporate governance*, contemplando regras como a *one share, one vote*, além dos direitos já trazidos aos acionistas de companhias listadas no Nível 2<sup>133</sup>.

Na mesma época, houve importantes mudanças introduzidas na Lei das S.A. pela Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, em sua maioria para reforçar os direitos dos acionistas minoritários. Foram editadas regras para atender a uma série de demandas do mercado, tocando temas como a alienação de controle e percentual máximo de ações preferenciais sem direito a voto<sup>134, 135</sup>.

---

<sup>133</sup> MARUCH, André. As Principais Práticas de Governança Corporativa Adotadas no Mercado Brasileiro em Face do Mercado Internacional (2ª e Última Parte). Revista do Direito Bancário e do Mercado de Capitais, vol. 44, Abr.-Jun. 2009, pp. 126/156.

<sup>134</sup> RONQUIM FILHO, Adhemar. Os Direitos dos Acionistas Minoritários com as Alterações da Lei da Sociedade Anônima, Influenciadas pelas Bases da Governança Corporativa. Revista de Direito Empresarial. Vol. 20/2016, Nov./2016, pp. 73/89.

<sup>135</sup> A Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, trouxe as seguintes mudanças à Lei das S.A.: (i) previsão de participação dos acionistas minoritários na OPA por Alienação de Controle, ao preço de no mínimo 80% do valor pago pelas ações do antigo acionista controlador (artigo 254-A da Lei das S.A.); (ii) proteção dos acionistas minoritários na avaliação das ações para fechamento de capital, permitindo aos detentores de ao menos 10% de participação no capital social a convocação de assembleia geral para votar a elaboração de novo laudo de avaliação, caso entendam que o laudo

Além disso, conforme números trazidos neste trabalho (ver Introdução), houve forte movimento pela realização de *Initial Public Offerings* – IPOs entre os anos de 2006 e 2007. A maioria das companhias que fez seus IPOs nesta época, inclusive, aderiu ao nível máximo de *corporate governance* existente – o Novo Mercado da B3. Isto denota que o movimento por melhores práticas de *corporate governance* é recente no Brasil e encontrou grande receptividade no mercado, ainda que o quadro econômico atual, de crise econômica e lenta recuperação, não seja o mais virtuoso ou favorável para o fortalecimento do mercado de capitais.

Outro fator de destaque foi o fenômeno de dupla listagem das companhias brasileiras, que aderiram ao regime dos *Depositary Receipts* – *DRs* para listar suas ações em bolsas estrangeiras. As companhias brasileiras que possuem dupla listagem encontram na *New York Stock Exchange* – *NYSE* seu principal reduto, em número expressivo<sup>136</sup>. Este fato indiscutivelmente gerou impacto na governança dessas companhias, já que foi preciso adequar suas estruturas e políticas internas para atender também à legislação norte-americana<sup>137</sup>. Além disso, dentre as reformas recentes introduzidas pela CVM na Instrução CVM nº 481, de 17 de dezembro de 2009, relevante a

---

original não reflete o valor das suas ações; (iii) limitação do percentual máximo de ações sem voto na companhia para 50% do capital social, seguindo a tendência recente do one share, one vote e crescente desprestígio das ações preferenciais no sistema societário brasileiro (parágrafo 2º do artigo 15 da Lei das S.A.); (iv) atribuição de direitos adicionais às ações preferencias sem direito a voto, que deverão contemplar necessariamente uma vantagem econômica face às ações ordinárias para justificar a supressão do direito a voto, não podendo se limitar apenas à prioridade no reembolso do capital (artigo 17, caput e parágrafo 1º, da Lei das S.A.), no caso das companhias abertas; (v) a previsão de cláusula arbitral estatutária (parágrafo 3º do artigo 109 da Lei das S.A.), dentre outras medidas.

<sup>136</sup> Atualmente, 26 companhias abertas brasileiras têm pelo menos uma classe de suas ações admitidas à negociação na *NYSE*, por meio de ADRs. São elas: Companhias de Bebidas das Américas – AMBEV, Azul Linhas Aéreas S.A., Banco Bradesco S.A., Brasilagro – Companhia Brasileira de Propriedades Agrícolas, Braskem S.A., BRF S.A., Companhia Energética de Minas Gerais – CEMIG, Companhia Paranaense de Energia – COPEL, CPFL Energia S.A., Centrais Elétricas Brasileiras – Eletrobras, Embraer S.A., Fibria Celulose S.A., Gafisa S.A., Gerdau S.A., Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A., Itaú-Unibanco S.A., Oi S.A., Companhia Brasileira de Distribuição – CBD, Petróleo Brasileiro S.A – Petrobras, Companhia de Saneamento do Estado de São Paulo – Sabesp, Banco Santander (Brasil) S.A., Companhia Siderúrgica Nacional – CSN, Telefônica Brasil S.A., TIM Participações S.A., Ultrapar Participações S.A., Vale S.A (VALOR ECONÔMICO. *ADR Brasil – Comportamento dos Papéis em Nova York*. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/valor-data/tabela/5792/adr-brasil>>. Acesso em: 6 de junho de 2017).

<sup>137</sup> Exemplo disso é a adoção dos Conselhos Ficais “turbinados” por companhias brasileiras com ADRs listados na *NYSE*, como forma de adequar suas estruturas para atender também às exigências de constituição dos *audit committees*.

adoção do processo de voto à distância, exigido da maioria das companhias abertas já a partir das Assembleias Gerais Ordinárias – AGOs de 2017<sup>138-139</sup>.

Por fim, independentemente da adequação efetiva das normas editadas, ganhou destaque recente a iniciativa do *Grupo de Trabalho Interagentes*<sup>140</sup> para desenvolver e publicar o *Código Brasileiro de Governança Corporativa – CBGC*<sup>141</sup>. Neste documento, há uma série de recomendações às companhias abertas, desde regras a serem cumpridas pelos acionistas, administração da companhia e Conselho Fiscal até considerações sobre a instalação do Comitê de Auditoria Estatutário – CAE, previsto na Instrução CVM nº 308, de 14 de maio de 1999, inspirado nos *audit committees* norte-americanos.

O CBGC qualifica a *corporate governance* esperada das companhias por meio da introdução de quatro pilares fundamentais a serem seguidos<sup>142</sup>:

Transparência: Consiste no desejo de disponibilizar para as partes interessadas as informações que sejam de seu interesse, e não apenas aquelas impostas por disposições de leis ou regulamentos. Não deve restringir-se ao desempenho econômico-financeiro, contemplando também os demais fatores (inclusive intangíveis) que norteiam a ação gerencial e que conduzem à preservação e à otimização do valor da companhia.

Equidade: Caracteriza-se pelo tratamento justo e isonômico de todos os sócios e demais partes interessadas (*stakeholders*), levando em consideração seus direitos, deveres, necessidades, interesses e expectativas.

<sup>138</sup> A Instrução CVM nº 481, de 17 de dezembro de 2009, foi alterada pela Instrução CVM nº 561, de 7 de abril de 2015, acrescentando o Capítulo III-A. Este novo capítulo regula o procedimento de voto à distância (previsto no parágrafo único do artigo 121 da Lei das S.A). Com isso, a tendência é que aumente a participação dos acionistas em assembleias, por via remota. O absentismo da base acionária era fenômeno comum e recorrente nas companhias brasileiras, o que a CVM buscou mitigar com esta nova regra.

<sup>139</sup> Pedimos licença, aqui, para usar a crase na expressão “voto à distância”. Embora a Lei das S.A. e a CVM adotem a sua escrita sem a crase, o que é uma interpretação possível da norma culta da língua portuguesa, seguimos outra interpretação. Consulta feita à Academia Brasileira de Letras pelo Souza, Cescon, Barriou & Flesch Advogados, em 2016, revela que a melhor técnica recomenda o uso da crase na hipótese.

<sup>140</sup> O *Grupo de Trabalho Interagentes* é coordenado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC, contando com as seguintes entidades-membro: ABRAPP, ABRASCA, ABVCAP, AMEC, ANBIMA, APIMEC, B3, BRAiN, IBRI e Instituto IBMEC. Participam como entidades observadoras o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES e a CVM.

<sup>141</sup> Grupo de Trabalho Interagentes. *Código Brasileiro de Governança Corporativa*. Rio de Janeiro: IBGC, 2016. Disponível em:

<[http://www.ibgc.org.br/userfiles/2014/files/Codigo\\_Brasileiro\\_de\\_Governanca\\_Corporativa\\_Compagnias\\_Abertas.pdf](http://www.ibgc.org.br/userfiles/2014/files/Codigo_Brasileiro_de_Governanca_Corporativa_Compagnias_Abertas.pdf)>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

<sup>142</sup> *Ibid.*, p. 15.

Prestação de Contas (*accountability*): Os agentes de governança devem prestar contas de sua atuação de modo claro, conciso, compreensível e tempestivo, assumindo integralmente as consequências de seus atos e omissões e atuando com diligência e responsabilidade no âmbito dos seus papéis.

Responsabilidade Corporativa: Os agentes de governança devem zelar pela viabilidade econômico-financeira das companhias, reduzir as externalidades negativas de seus negócios e operações e aumentar as positivas, levando em consideração, no seu modelo de negócios, os diversos capitais (financeiro, manufaturado, intelectual, humano, social, ambiental, reputacional, etc.) no curto, médio e longo prazos.

Some-se a isso o fato de a CVM ter aberto Audiência Pública para discutir reforma à Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009 (“Instrução CVM nº 480/09”) <sup>143</sup>, incluindo a incorporação das práticas recomendadas pelo CBGC sob a forma do *Informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas* (“Informe CBGC”). Tal Audiência Pública resultou na edição da Instrução CVM nº 586, de 8 de junho de 2017, que reformou a Instrução CVM nº 480/09 nos termos propostos pela CVM na Audiência Pública.

Neste Informe CBGC <sup>144-145</sup>, as companhias deverão responder se adotam a prática de governança indicada e, caso contrário, devem justificar

---

<sup>143</sup> Audiência Pública SDM nº 10/2016, aberta pela CVM em 7 de dezembro de 2016 para discutir ajustes à Instrução CVM nº 480/09, dentre os quais a adoção de um *Informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas*, no modelo “pratique ou explique”. Edital e manifestações disponíveis em: < [http://www.cvm.gov.br/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/2016/sdm1016.html](http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2016/sdm1016.html)>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

<sup>144</sup> A introdução deste Informe, segundo exposto pela CVM no Edital da Audiência Pública, tem por finalidade trazer ao regulador, aos emissores e aos participantes de mercado em geral as seguintes vantagens: “A primeira delas está ligada a uma característica distinta desse documento. O formulário de referência é obrigatoriamente incorporado ao prospecto das ofertas públicas de distribuição, nos termos da Instrução CVM no 400, de 2003, e a CVM entendeu que não seria conveniente incluir no prospecto informações que diferem daquelas usualmente prestadas em ofertas públicas, e que se prestam a comparar as práticas de governança do emissor com aquelas indicadas em um modelo que reflete as aspirações do nosso mercado no tocante à governança corporativa. Outra consequência não desejada seria a ampliação do número de informações que precisariam ser examinadas pelo intermediário no momento da oferta pública, em cumprimento de seu dever de verificar a consistência, qualidade e suficiência das informações do prospecto. A criação de novo documento periódico evita elevar o tempo e o custo de ofertas para os emissores. A criação de novo documento periódico também permite à CVM maior flexibilidade para definir uma data de entrega da informação distinta dos demais documentos já exigidos, proporcionando aos emissores maior tempo para elaboração dessas informações. Além disso, a inclusão dos comentários sobre a adoção do Código Brasileiro de Governança em um documento próprio e independente confere um destaque adicional para essas informações.”

<sup>145</sup> Este Informe será exigível já a partir de 1º de janeiro de 2018 das companhias abertas com ao menos uma classe ou espécie de ação de sua emissão compreendida nos Índices Brasil 100 – IBrX 100 ou Bovespa – IBOVESPA e das demais companhias abertas com ações admitidas à negociação

a não adoção deste mecanismo, sob a forma *pratique ou explique*, importada do direito societário inglês. Resta saber, no entanto, se os benefícios para o mercado, em termos de ganho de transparência, justificam os custos regulatórios incorridos pelas companhias abertas para responder a este Informe CBGC. Embora reconheçamos o esforço da CVM para conferir o máximo de informações úteis ao mercado para a precificação das ações das companhias abertas e incremento da segurança jurídica dos investidores, é preciso avaliar se o custo gerado pelas exigências regulatórias não se verifica excessivo.

Em síntese, acertada ou equivocadamente, a depender do caso, não há dúvidas de que o mercado de capitais brasileiro vem incorporando, gradativamente, práticas de *corporate governance*. O objetivo deste incremento das práticas de *corporate governance* é conferir maior transparência aos atos da administração das companhias, permitir a fiscalização mais efetiva por parte de acionista minoritários e, com isso, geração de valor para os *stakeholders*. Resta verificar, no decorrer deste capítulo, de que forma as *Brazilian Pills* se inserem nesse sistema como instrumento de *corporate governance*.

### **2.3 – Benefícios das *Brazilian Pills***

As primeiras discussões quanto aos efeitos positivos e negativos das *Brazilian Pills* surgiram no ano de 2008, com o crescente surgimento de cláusulas de *Brazilian Pill* com dispositivo acessório de *cláusula pétrea*. Como visto acima, as *cláusulas pétreas* foram consideradas antijurídicas pela CVM por meio da edição do Parecer de Orientação CVM nº 36/09 (ver item 1.3.2.2).

No entanto, muito embora a CVM tenha posto como ponto principal do Memorando ao Colegiado elaborado pelos ex-Diretores Otavio Yazbek e Marcos Pinto a antijuridicidade das *cláusulas pétreas*, há interessantes

---

a partir de 1º de janeiro de 2019, conforme disposto no artigo 3º da Instrução CVM nº 586, de 8 de junho de 2017.

colocações sobre os efeitos econômicos das *Brazilian Pills* neste documento, tema afeto à *corporate governance*. Assim, pertinente mencionar alguns trechos do Memorando ao Colegiado em nossa análise.

Conforme previsto no Memorando ao Colegiado, ao menos três benefícios diretos para os acionistas decorrem das *Brazilian Pills*: (i) promoção de tratamento relativamente igualitário entre os acionistas; (ii) proteção aos acionistas contra ofertas coercitivas; e (iii) aumento do poder de barganha dos acionistas.

Quanto ao ponto (i), promoção de tratamento igualitário entre os acionistas, dizem os ex-Diretores:

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

Tratando aqui das *Brazilian Pills* Tipo “A”, não há dúvidas que, sob o ponto de vista da *corporate governance*, a promoção de tratamento igualitário entre os acionistas é recomendável. Conforme já referido neste trabalho (ver item 1.3.1), GORGA equipara a OPA Estatutária das *Brazilian Pills* Tipo “A” à OPA por Alienação de Controle (artigo 254-A da Lei das S.A.), no que a primeira difere da última por ter gatilho inferior ao mínimo necessário para deter o controle majoritário da companhia<sup>146</sup>.

Quanto ao ponto (ii), proteção contra ofertas coercitivas, dizem os ex-Diretores:

2.3 O segundo benefício das *Poison Pills* é que elas protegem os acionistas contra a natureza coercitiva das ofertas públicas de aquisição de controle.

2.4 Embora a venda de ações numa oferta de aquisição de controle seja voluntária, alguns tipos de oferta podem compelir o acionista a vender suas ações mesmo que o preço ofertado lhe pareça insuficiente. Para perceber como um negócio teoricamente voluntário para os acionistas pode se tornar coercitivo, basta analisar o exemplo a seguir.

---

<sup>146</sup> Enquanto na *Brazilian Pill* Tipo “A” o gatilho varia, conforme prática de mercado, entre 5% e 43% (Anexo I), na OPA do artigo 254-A da Lei das S.A. o gatilho mínimo será de 50% das ações votantes mais uma ação, quando houver controlador definido e se tratar de alienação de controle.

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

(grifos dos autores)

A esse respeito, o preço é mecanismo protetivo das *Brazilian Pills* Tipo “A” que impede – ou, ao menos, mitiga substancialmente – a ocorrência de ofertas coercitivas. Conforme já debatido nesta monografia (ver item 1.3.3), o preço da OPA Estatutária constitui mecanismo eficaz de defesa, sendo na maioria dos casos estipulado conforme um dos critérios previstos no parágrafo 1º do artigo 170 da Lei das S.A. (ver item 1.4.2.3), acrescido de um prêmio.

Ao combinar os benefícios contidos nos pontos (i) e (ii), é possível inferir que há isonomia entre os acionistas da companhia, pois todos farão jus à OPA Estatutária em igualdade de condições. Além disso, os acionistas estarão protegidos contra ofertas coercitivas devido ao preço fixado para esta OPA Estatutária. Isso, sem dúvidas, agrega valor às suas ações.

Chega-se, com isso, ao ponto (iii), que trata do aumento do poder de barganha dos acionistas. Dizem os ex-Diretores:

O terceiro benefício das *Poison Pills* consiste em aumentar o poder de barganha dos acionistas. Em uma companhia com as ações dispersas no mercado, custos de transação e organização dificultam a formação de um grupo coeso para negociar o preço da oferta.

Isso faz com que os acionistas tenham dificuldade para extrair o melhor preço possível do adquirente do controle. O exemplo a seguir ilustra bem essa hipótese.

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

Igualmente, nos parece que este ponto se vincula aos pontos (i) e (ii), na medida em que as *Brazilian Pills* Tipo “A” contêm mecanismos para reduzir os custos de agência, notadamente por meio do seu gatilho e do preço fixado. Com isso, lidam com a questão levantada pelos ex-Diretores quanto à dispersão no mercado.

Tais cláusulas fixam que a OPA Estatutária dispara após o atingimento de determinado percentual de participação acionária e, além disso, têm seu preço pré-fixado. Neste caso, os preços não raro são fixados acima do que o adquirente hostil está disposto a pagar, o que naturalmente dá início a um processo de negociação. Ainda assim, se as ações forem dispersas no mercado e a fixação do preço ficar a cargo do ofertante, possivelmente se trataria de uma OPA coercitiva, que examinamos na análise do ponto (ii), acima.

#### **2.4 – Custos das *Brazilian Pills***

Na análise dos custos atrelados às *Brazilian Pills*, os ex-Diretores Otavio Yazbek e Marcos Pinto apontaram, em sua análise, elementos que podem vir a dissuadir os acionistas de uma companhia sobre a inclusão deste tipo de cláusula. Indicaram como aspectos negativos: (i) o fato de que a existência de uma *Brazilian Pill* – neste caso, se aplica aos tipos “A”, “B” e “C” – pode criar entraves para impedir negócios eficientes do ponto de vista econômico; e (ii) aumento dos custos de agência, devido à proteção do *status quo* na composição do capital da companhia e, por via reflexa, proteção da administração.

Considerando que o ponto (i) diz respeito exclusivamente às *cláusulas pétreas*, nossa análise se centrará apenas no ponto (ii). A respeito, dizem os ex-Diretores:

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

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

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

À primeira vista, aparenta ser pertinente a crítica acima, na medida em que a análise sob o ponto de vista da eficiência econômica das transações também gera impactos sob o prisma da *corporate governance*, que tem por finalidade maximizar o valor da companhia para os acionistas. Assim, ao aumentar a estabilidade da administração de uma companhia, maiores também os custos de agência. Neste caso, corre-se o risco de, em sendo a administração malsucedida, menores serem as chances de um adquirente hostil tomar o controle da companhia e indicar administradores mais eficientes.

No entanto, nos parece que essa hipótese só viria a representar uma efetiva restrição em um cenário de total dispersão acionária, no qual os acionistas são incapazes de, individualmente ou em bloco, promover a destituição da administração. Caso tenham votos suficientes, podem também deliberar a eliminação da cláusula ou dispensa da OPA Estatutária prevista na *Brazilian Pill*, como contrapartida e condição precedente ao fechamento da operação, caso entendam oportunos e convenientes os termos propostos pelo ofertante (como será visto no itens 2.5 e 4.2.3 deste trabalho).

## 2.5 – Hipóteses que justificam as *Brazilian Pills*

A primeira hipótese que nos parece bastante evidente justificar a inclusão de uma *Brazilian Pill*, como medida de boas práticas de *corporate governance*, é uma companhia com capital disperso que deseja manter a estabilidade da administração.

Neste caso, a inclusão da *Brazilian Pill* serve a mais de um propósito, quais sejam: (i) a proteção da cotação das ações no mercado, tornando a companhia menos suscetível a tentativas de tomadas hostis de controle que possam desestabilizar sua administração, gerando proteção ao patrimônio dos acionistas; e (ii) a proteção dos acionistas contra ofertas coercitivas, na medida em que (a) nas *Brazilian Pills* Tipo “A”, o preço da OPA Estatutária é pré-fixado; e (b) nas *Brazilian Pills* tipos “B” e “C”, o adquirente hostil somente será capaz de tomar o controle da companhia por meio da remoção da *Brazilian Pill* em ambos os casos.

A segunda hipótese em que nos parece correto o uso da *Brazilian Pill* é o caso de companhia com acionista controlador majoritário que busca integrar os segmentos especiais de listagem da B3, como Novo Mercado e Nível 2. Nesses casos, é necessário atender ao *free-float* mínimo permanente de 25%, sob pena de deslistagem forçada<sup>147</sup>. Com isso, o acionista controlador poderá utilizar a *Brazilian Pill* como medida para garantir a dispersão do *free-float* da companhia e impedir eventual desenquadramento.

Esta hipótese ganhou contornos ainda mais interessantes a partir da última proposta da B3 para reforma dos Regulamentos dos Segmentos Especiais de Listagem – Nível 2 e Novo Mercado. Ainda sujeita a Audiência Restrita, a B3 propôs a flexibilização dos requisitos mínimos de *free-float*. O primeiro ponto da proposta é que companhias com ações admitidas à

---

<sup>147</sup> Esta hipótese é expressamente prevista nos itens 7.3 e 8.5 dos Regulamentos de Listagem do Novo Mercado e do Nível 2 da B3. Como precedente prático recente, em 2016 a Vigor Alimentos S.A. foi obrigada a se deslistar do Novo Mercado pela incapacidade de manter seu *free-float* no patamar dos 25% exigidos pela B3. No entanto, como visto, este cenário pode mudar a partir da reforma dos Segmentos Especiais de Listagem (Nível 2 e Novo Mercado) proposta pela B3, pendente da conclusão de Audiência Restrita, que prega pela flexibilização do *free-float* mínimo de 25% sob determinadas condições.

negociação no Nível 2 e Novo Mercado poderão manter *free-float* de ações ordinárias de apenas 15%, mediante o atendimento de volumes mínimos de negociação<sup>148</sup>. Além disso, companhias listadas no Nível 2 sujeitas a restrições regulatórias quanto à negociação de ações ordinárias (companhias aéreas, principalmente), poderão manter alternativamente um *free-float* mínimo de 50% das ações preferenciais<sup>149</sup>.

Outro item da reforma que pode impactar o mercado de forma relevante, aplicável exclusivamente ao Novo Mercado, diz respeito à proposta para inclusão de cláusula obrigatória de *Brazilian Pill*, que ficou conhecida no mercado como “OPA 30”. Em função das diversas críticas e comentários recebidos, esta estrutura foi flexibilizada, dando discricionariedade à companhia para fixar este patamar entre 20% e 30%.

Caso seja aprovada, será uma hipótese de adesão necessária para qualquer novo integrante do Novo Mercado, excepcionadas as companhias já listadas<sup>150</sup>. Além disso, a proposta em questão visa equilibrar os interesses da companhia em se proteger contra aquisições hostis e, por outro lado,

---

<sup>148</sup> Diz a proposta do regulamento-base, que se aplica ao Nível 2 e Novo Mercado: “Art. 10 A companhia deve manter ações em circulação em percentual correspondente a, no mínimo: I – 25% (vinte e cinco por cento) do capital social; ou II – 15% (quinze por cento) do capital social, desde que o volume financeiro médio diário de negociação das ações da companhia se mantenha igual ou superior a R\$25.000.000,00 (vinte e cinco milhões de reais), considerados os negócios realizados nos últimos 12 (doze) meses, observado o disposto no Art. 85.”

(B3 S.A. Disponível em:

<[www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp%3FfileId%3D8AA8D0975A9B155A015ACEC50CA370E4+%&cd=1&hl=pt-BR&ct=clnk&gl=br](http://www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp%3FfileId%3D8AA8D0975A9B155A015ACEC50CA370E4+%&cd=1&hl=pt-BR&ct=clnk&gl=br)>

<[www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp%3FfileId%3D8AA8D0975C0EA94D015C370A40126F13+%&cd=2&hl=pt-BR&ct=clnk&gl=br](http://www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp%3FfileId%3D8AA8D0975C0EA94D015C370A40126F13+%&cd=2&hl=pt-BR&ct=clnk&gl=br)>. Acesso em: 6 de junho de 2017).

<sup>149</sup> Companhias aéreas estão sujeitas à restrição de no mínimo  $\frac{4}{5}$  do capital votante detido por pessoas naturais ou jurídicas brasileiras. Com isso, se enquadram na hipótese prevista no Comunicado Externo B3 nº 002/2017-DF, de 15 de março de 2017.

(B3 S.A. Disponível em:

<[www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp%3FfileId%3D8AA8D0975A9B155A015ACEC50D60714E+%&cd=1&hl=en&ct=clnk&gl=br&client=safari](http://www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp%3FfileId%3D8AA8D0975A9B155A015ACEC50D60714E+%&cd=1&hl=en&ct=clnk&gl=br&client=safari)>

<[www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp%3FfileId%3D8AA8D0975A9B155A015ACEC50D927196+%&cd=3&hl=en&ct=clnk&gl=br&client=safari](http://www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp%3FfileId%3D8AA8D0975A9B155A015ACEC50D927196+%&cd=3&hl=en&ct=clnk&gl=br&client=safari)>. Acesso em: 6 de junho de 2017).

<sup>150</sup> Nota: conforme apontado pela Banca de Monografia durante a sustentação oral do autor desta monografia, em 7 de julho de 2017, para efeitos de comparação a inclusão da OPA 30 equivaleria a uma *cláusula pétrea*, tendo em vista que a cláusula só poderia ser removida mediante OPA para Saída do Novo Mercado, endereçada a todos os acionistas da companhia (OPA de Deslistagem). No entanto, note-se que esta observação serve apenas à satisfação da curiosidade intelectual dos interessados no assunto, já que a proposta para inclusão da OPA 30 foi rejeitada na Audiência Restrita do Novo Mercado, conforme resultado divulgado em 23 de junho de 2016, com 52 votos contrários, 46 votos favoráveis e 31 abstenções.

reduzir os custos de agência ao privilegiar o livre mercado, fixando preços razoáveis para a OPA Estatutária<sup>151</sup>.

Desta forma, ganha a companhia e ganham os acionistas, salvo nos casos em que os custos de manter a companhia nos segmentos especiais de listagem não se justifiquem<sup>152</sup>. Se houver interesse legítimo da companhia em incluir a *Brazilian Pill* no caso de companhias com controle definido, seja para a proteção do *free-float* ou qualquer outro motivo justificável, é possível vislumbrar a *Brazilian Pill* como um ganho efetivo na esfera da *corporate governance*.

Além disso, uma das principais características de uma cláusula de *Brazilian Pill* alinhada às melhores práticas de *corporate governance* é a ausência de elementos de *cláusula pétrea* restringindo a sua não aplicação ou exclusão. Isso porque o acionista deve ter sempre a opção de votar pela não aplicação ou remoção desta cláusula a qualquer tempo, diante de oportunidades comerciais que sejam interessantes para a companhia. Portanto, a inclusão de qualquer tipo de trava perpétua priva os acionistas de flexibilidade e impõe restrições à soberania da assembleia geral, razão pela qual a sua legalidade é objeto de duros questionamentos.

Bom exemplo desta hipótese é o lançamento de oferta pública voluntária para aquisição das ações de determinada companhia, cuja dispersão acionária encontra-se protegida por uma *Brazilian Pill*. Neste caso, os acionistas devem ter a soberania para decidir se a oferta atende ou não ao interesse da companhia. Vale lembrar que o estímulo à negociação do preço da oferta com a administração da companhia é um dos principais efeitos

---

<sup>151</sup> Outro aspecto interessante da proposta que consta do Comunicado Externo B3 nº 001/2017-DF, de 15 de março de 2017, é o preço previsto para a OPA Estatutária, mais atraente aos potenciais ofertantes. O preço da OPA em questão, conforme proposto, seria equivalente ao maior preço pago pelo ofertante nos últimos 6 a 12 meses (B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão. *Comunicado Externo B3 nº 001/2017-DF*. São Paulo, 15 de março de 2017. Disponível em:

<[www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp%3FfileId%3D8AA8D0975A9B155A015ACEC50CA370E4+%&cd=1&hl=pt-BR&ct=clnk&gl=br](http://www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp%3FfileId%3D8AA8D0975A9B155A015ACEC50CA370E4+%&cd=1&hl=pt-BR&ct=clnk&gl=br)>

<[www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp%3FfileId%3D8AA8D0975C0EA94D015C370A40126F13+%&cd=2&hl=pt-BR&ct=clnk&gl=br](http://www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp%3FfileId%3D8AA8D0975C0EA94D015C370A40126F13+%&cd=2&hl=pt-BR&ct=clnk&gl=br)>. Acesso em: 6 de junho de 2017).

<sup>152</sup> Esta determinação, eminentemente comercial, varia em função das particularidades, tamanho e escala da companhia, a depender do caso.

positivos das medidas dissuasivas, gerando redução dos custos de agência. Estas cláusulas se mostram especialmente efetivas ao cumprimento desse propósito na hipótese de companhias com controle disperso, aumentando o poder de barganha dos acionistas.

## Capítulo III – Restrição ao Exercício do Direito de Voto do Acionista

### 3.1 – Interesse social nas deliberações de assembleia geral

#### 3.1.1 – Conceito de interesse social

No sistema da Lei das S.A., o interesse social ocupa posição de proeminência, servindo de elemento norteador à conduta de todos os agentes que exercem ou venham a exercer influência sobre a condução dos negócios da companhia. Baliza, com isso, a conduta dos acionistas (controladores e minoritários), administradores e membros do Conselho Fiscal.

O interesse social abrange, essencialmente, duas perspectivas: o interesse social *stricto sensu* e o interesse social *lato sensu*. Enquanto o primeiro diz respeito à relação entre os sócios e à satisfação do seu interesse comum enquanto sócios, na condição de titulares de ações de uma sociedade empresária<sup>153</sup>, o segundo diz respeito aos limites que devem ser respeitados pela companhia enquanto parte de um todo maior, inserida no interesse geral da coletividade.

Conforme adverte a melhor doutrina societária<sup>154</sup>, somente assim seria possível compreender a referência feita pela Lei das S.A. ao *interesse da empresa*, separado do interesse dos sócios, além da satisfação do *bem público*, ambos referidos no parágrafo único do artigo 116 da Lei das S.A.<sup>155</sup>. Outro exemplo é a configuração do ato lesivo ao *interesse nacional* como abuso do poder de controle, conforme referido no parágrafo 1º do artigo 117

---

<sup>153</sup> VALLADÃO alerta sobre a importância de se diferenciar o interesse comum dos acionistas enquanto sócios (*uti socii*) do conjunto de interesses individuais de cada acionista (*uti singuli*). Nesse sentido, o interesse da companhia *stricto sensu* equivale ao interesse comum *uti socii* (VALLADÃO AZEVEDO E NOVAES FRANÇA, Erasmo. *Acionista Controlador – Impedimento de Voto*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. n. 125, janeiro-março/2002, São Paulo: Malheiros, p. 64).

<sup>154</sup> Assim entendem LEÃES (LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Estudos e Pareceres sobre Sociedades Anônimas*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1990, p. 24.) e EIZIRIK (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. 2ª ed., vol. II – artigos 80 ao 137. São Paulo: Quartier Latin, 2015, pp. 248) e VALLADÃO (VALLADÃO AZEVEDO E NOVAES FRANÇA, Erasmo. *Acionista Controlador – Impedimento de Voto*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. n. 125, janeiro-março/2002, São Paulo: Malheiros, pp. 62 e VALLADÃO, Erasmo. *Acionista Controlador – Impedimento de Voto*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. n. 125, janeiro-março/2002, São Paulo: Malheiros, p. 64 63).

da Lei das S.A. É evidente, com isso, que nossa lei adota também uma perspectiva institucionalista, devendo inclusive prevalecer o interesse coletivo quando em conflito com o interesse dos sócios, segundo ASCARELLI<sup>156</sup>.

Em todo caso, é sob a sua perspectiva *stricto sensu* que o interesse social exerce maior influência sobre a condução dos negócios sociais. Para tanto, nos cabe primeiro delinear o escopo do interesse comum dos sócios e exatamente de que forma este se distingue do interesse do acionista, individualmente considerado.

Em interessante análise sobre esta questão, VALLADÃO classifica o esforço conjunto dos acionistas como uma *comunhão de escopo*, que tem por finalidade a realização do *escopo-meio* da companhia. Com isso, tem-se efetivamente um interesse social autônomo face aos interesses individuais dos acionistas. É justamente dessa distinção que pode vir a surgir o conflito entre os interesses individuais e extrassociais dos acionistas e o interesse da companhia, devendo sempre o último prevalecer sobre o primeiro, conforme trataremos abaixo (ver item 3.4)<sup>157</sup>.

No entanto, até mesmo esse interesse social autônomo pode vir a se desdobrar em mais de uma faceta, gerando hipóteses de legítima desavença quanto ao caminho mais adequado para realização do *escopo-meio* da companhia. Seguindo a classificação de GALGANO, há essencialmente duas espécies de interesse social: (i) o *preliminar*, que consiste no direcionamento do patrimônio da companhia para o exercício e manutenção de uma atividade produtiva; e (ii) o *final*, que consiste na legítima expectativa dos sócios de

---

<sup>156</sup> ASCARELLI, Tulio. *O Contrato Plurilateral*. In: *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. São Paulo: Saraiva, 1945, pp. 277 e 278

<sup>157</sup> Conforme definido por VALLADÃO, o interesse social *stricto sensu* consiste “no interesse comum dos sócios à realização do escopo social, abrangendo, portanto, qualquer interesse que diga respeito à causa do contrato de companhia, seja o interesse à melhor eficiência da empresa, seja à maximização dos dividendos. Em face desse conceito, portanto, qualquer outro interesse comum ou individual dos sócios pode ser classificado como extra-social” (VALLADÃO AZEVEDO E NOVAES FRANÇA, Erasmo. *Conflito de Interesses nas Assembleias de S.A. (e outros escritos sobre conflito de interesses)*. 2ª ed., São Paulo: Malheiros, 2014, p. 69)

uma sociedade empresária à repartição dos lucros sociais, o que se materializa essencialmente por meio da distribuição de dividendos<sup>158</sup>.

Com isso, não é incomum que venham a surgir divergências entre os sócios sobre qual das duas espécies de interesse social deve prevalecer, em caso de impossibilidade de realização plena de ambas. Cabe, então, responder se a Lei das S.A. privilegiaria o interesse social *preliminar*, em virtude de seu forte caráter institucionalista, sobre o interesse social *final*.

Conforme aponta VALLADÃO, a análise sobre eventual preponderância de um interesse social sobre outro deve ser vista com cautela<sup>159</sup>. Isso porque a Lei das S.A. adota previsão de dividendo obrigatório e dispõe que a participação dos acionistas nos lucros sociais constitui um direito essencial, não podendo ser suprimido, conforme previsão expressa no artigo 109 da Lei das S.A.

Por essas razões, em casos de conflito entre as facetas *preliminar* e *final* do interesse da companhia, considerando as legítimas pretensões dos acionistas nas duas pontas da desavença, não há como privilegiar a um em detrimento do outro. É necessário, assim, que o impasse seja resolvido por meio do voto.

### **3.1.2 – O voto como instrumento de realização do interesse social**

Conforme disposto no artigo 129 da Lei das S.A., impera nas deliberações sociais o princípio majoritário<sup>160</sup>. Nesse sentido, considerando que Lei das S.A. – como toda lei – parte do princípio que os acionistas agem

---

<sup>158</sup> GALGANO, Francesco. *La Società per Azioni. Trattato di Diritto Commerciale e di Diritto Pubblico dell'Economia*. vol. 7, Pádua: CEDAM-Casa Editrice Dott. Antonio Milani, 1984, pp. 57 e 58.

<sup>159</sup> BULGARELLI diz que a fixação de dividendo obrigatório, fenômeno autenticamente tupiniquim, foi um dos diversos exemplos da posição conciliatória do legislador. Nesse sentido, faz críticas à efetividade dessa harmonização de interesses pretendida pelo legislador de 1964 (BULGARELLI, Waldirio. *A Proteção às Minorias na Sociedade Anônima*. São Paulo: Pioneira, 1977, pp. 37/44.

<sup>160</sup> Diz a Lei das S.A.: “Art. 129. As deliberações da assembléia-geral, ressalvadas as exceções previstas em lei, serão tomadas por maioria absoluta de votos, não se computando os votos em branco.”

e votam de boa-fé, a regra-geral das deliberações de assembleia de S.A. é que todos os acionistas podem votar e que prevalece o voto da maioria.

Ao mesmo tempo, vigora na Lei das S.A. o princípio de que o acionista tem o dever de realizar o interesse da companhia por meio do exercício do direito de voto, conforme previsto no *caput* do artigo 115<sup>161</sup>. O voto, portanto, deve ser entendido não apenas como um direito subjetivo do acionista, mas sim como dever legal de perseguir o interesse social, como adverte LEÃES<sup>162\_163</sup>:

Assim sendo, ao exercer o direito de voto, o sócio não pode perseguir nenhum interesse particular, mas o seu interesse de sócio *uti socius*, que se considera coincidente com o interesse social. Nesse sentido, pode-se dizer que, embora o voto seja livre, o acionista *está obrigado* a perseguir o interesse social.

Outros deveres, ainda, incidem sobre o voto do acionista controlador, mais abrangentes que aqueles que vinculam os acionistas não-controladores. Além de perseguir o interesse da companhia por meio do voto, o acionista controlador tem o dever de usar seu poder de controle – que se manifesta por meio do voto – com fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, como previsto no *parágrafo único* do artigo 116 da Lei das S.A.<sup>164</sup>.

Verifica-se, assim, que a lei reconhece o *status do controle* ao acionista controlador, ao passo que impõe restrições que transformam o seu exercício em verdadeiro *poder-dever*<sup>165</sup>. Isso se mostra ainda mais evidente

<sup>161</sup> Diz a Lei das S.A.: “Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.”

<sup>162</sup> LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. vol. 2, São Paulo: Saraiva, 1980, p. 257.

<sup>163</sup> No mesmo sentido, VALLADÃO (VALLADÃO AZEVEDO E NOVAES FRANÇA, Erasmo. *Conflito de Interesses nas Assembleias de S.A. (e outros escritos sobre conflito de interesses)*. 2ª ed., São Paulo: Malheiros, 2014, p. 69) e TAVARES GUERREIRO e LACERDA TEIXEIRA (TAVARES GUERREIRO e LACERDA TEIXEIRA. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*. São Paulo: Bushatsky, pp. 277 e 278, p. 277.

<sup>164</sup> Diz a Lei das S.A.: “Art. 116. (...) *Parágrafo único*. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.”

<sup>165</sup> Como bem define LEÃES: “(...) quando o acionista controlador adentra nos recintos de uma assembléia geral, e vota, não exerce o seu direito ou poder exclusivamente no interesse social, como

na medida em que o acionista controlador tem o dever não apenas de fazer a companhia cumprir seu objeto social, mas também de perseguir o seu interesse social *lato sensu*, no que couber<sup>166</sup>.

Não há dúvidas, portanto, de que o voto do acionista está vinculado à realização do interesse social. Enquanto o acionista não-controlador possui o dever legal de cumprir o interesse social *stricto sensu* por meio do voto, o acionista controlador possui, ainda, os deveres adicionais de cumprir o objeto social e resguardar o interesse social *lato sensu*, compreendendo a função social da companhia e a comunidade em que se insere<sup>167</sup>. Daí porque LEÃES fala no binômio *interesse social – interesse da empresa* como elemento balizador para o acionista controlador no exercício do seu *poder-dever* de controle, que se materializa principalmente por meio do voto<sup>168</sup>.

Em todo caso, como visto, é evidente que o direito de voto não constitui meramente um direito subjetivo do acionista, mas sim um instrumento que deve ser utilizado com o fim de realizar o interesse comum dos sócios. Por esses motivos, o acionista – controlador ou não – responde pelos danos que causar à companhia, efetivos ou potenciais, sempre que votar

---

*qualquer acionista, mas animado pelo binômio interesse social-interesse da empresa, usando o seu poder de controle (que, no caso, se manifestou através do voto) “com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social”. Seria, por certo, um contra-senso se, ao votar, despisse dos deveres e responsabilidades que a lei lhe impôs por fruir da condição de controlador.”* (LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Estudos e Pareceres sobre Sociedades Anônimas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1989, p. 21).

<sup>166</sup> Como bem aponta LEÃES, deveres semelhantes são atribuídos aos administradores da companhia, que devem satisfazer, no que couber, o fim social da companhia (*Ibid.*, pp. 20 e 21).

<sup>167</sup> VALLADÃO ressalta as diferenças entre os deveres a questão sujeitos o acionista não-controlador e o acionista controlador no exercício do direito de voto, embora afastando a caracterização da disciplina legal como uma proteção à minoria: “A distinção feita, no entanto [entre acionista controlador e acionista não-controlador], deverá levar o juiz, a nosso ver, a um exame muito mais rigoroso do voto do acionista controlador, já que a lei o colocou na condição de verdadeiro intérprete do interesse social, genericamente falando. A Lei 6.404 instituiu o interesse da companhia, portanto, como um limite funcional e genérico à liberdade de voto, ao qual devem se conformar as declarações de vontade de todos os acionistas, sob pena de ser caracterizado como abusivo o voto proferido (art. 115, caput). Fica claro, por tudo isso, que a norma legal não se destina, senão indiretamente, à proteção da minoria (cujos abusos são menos frequentes que os da maioria) (...)” (VALLADÃO AZEVEDO E NOVAES FRANÇA, Erasmo. *Conflito de Interesses nas Assembleias de S.A. (e outros escritos sobre conflito de interesses)*. 2ª ed., São Paulo: Malheiros, 2014, pp. 71/72).

<sup>168</sup> Fazemos novamente referência ao entendimento de LEÃES de que o poder de controle é um *poder-dever* do acionista controlador (LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Estudos e Pareceres sobre Sociedades Anônimas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1989, p. 21).

contra o interesse social, descumprindo o comando legal previsto no *caput* do artigo 115 da Lei das S.A.

### 3.1.3 – Vedação ao voto abusivo

Enquanto já sob a disciplina do Decreto-Lei nº 2.627/1940 se tinha um comando genérico impondo ao acionista o dever de votar no interesse da companhia, este regime foi substancialmente ampliado e aprimorado com o advento da Lei das S.A.<sup>169</sup>. Como visto, há um comando claro no *caput* do artigo 115 da Lei das S.A., que não apenas impõe o dever de votar no interesse da companhia, mas também define genericamente como exercício abusivo o voto do acionista proferido em três hipóteses: (i) com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas; (ii) com o fim de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus; e (iii) de que resulte, ou possa resultar, dano para a companhia ou outros acionistas.

Como regra geral, VALLADÃO<sup>170</sup> e LEÃES<sup>171</sup> entendem que o voto abusivo é caracterizado pela constatação de *desvio de finalidade* no voto do acionista. Nesse sentido, considerando que a finalidade do voto é a realização do interesse social, haverá *desvio de finalidade* sempre que o voto impugnado for contrário ao interesse social, sendo também requisito o prejuízo atual ou potencial para a companhia e seus acionistas.

A primeira e terceira hipóteses de voto abusivo previstas na Lei das S.A., de “*dano para a companhia ou outros acionistas*”, instituem hipóteses genéricas de abuso, englobando todo e qualquer prejuízo que resulte do ato abusivo, efetivo ou potencial. Segundo COMPARATO, trata-se de vantagens

<sup>169</sup> No tocante às raízes dessa ampliação do escopo de proteção ao interesse da companhia, VALLADÃO remete ao direito alemão: “*Parece inegável que tal regra [caput do artigo 115 da Lei das S.A.] filia-se diretamente ao § 243, 2, da Lei Acionária Alemã de 1965. Mas ela vai mais longe, pois além de inibir o voto proferido com o intuito de obter vantagens indevidas (“obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas”), pune também o voto proferido ad aemulationem (“com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas.”)*” (VALLADÃO AZEVEDO E NOVAES FRANÇA, Erasmo. *Conflito de Interesses nas Assembleias de S.A. (e outros escritos sobre conflito de interesses)*. 2ª ed., São Paulo: Malheiros, 2014, p. 88).

<sup>170</sup> *Ibid.*, pp. 88 e 89.

<sup>171</sup> LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Estudos e Pareceres sobre Sociedades Anônimas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1989, pp. 16 e 17.

indevidas, extrassociais, que rompem a igualdade entre os sócios<sup>172</sup>. No tocante ao fator subjetivo, por sua vez, a “*intenção de auferir vantagem*” no voto abusivo faz lembrar o exercício abusivo do direito de propriedade. São as hipóteses de voto *ad aemulationem*, caracterizadas pela intenção de auferir vantagens pessoais indevidas às custas da companhia<sup>173</sup>.

Nesse sentido, o beneficiário dessa vantagem indevida pode mesmo ser um terceiro e a vantagem, em si, efetiva ou potencial. Pode ocorrer, perfeitamente, de o benefício visado pelo acionista ao proferir o voto abusivo não se materializar, mas ainda assim remanescerem prejuízos a serem arcados pela companhia. Por isso, a ausência de benefício efetivo em nada muda o caráter abusivo do voto proferido pelo acionista, sendo certo que a lei exige apenas a comprovação de prejuízo à companhia.

### **3.2 – Hipóteses de restrição ao exercício do direito de voto na Lei das S.A.**

No sistema da Lei das S.A., a restrição ao exercício do direito de voto possui dois gêneros: o do acionista (regulado no parágrafo 1º do artigo 115) e o do administrador (regulado no artigo 156). Em benefício da objetividade, apenas a limitação ao exercício do direito de voto do acionista será aqui examinada. Diz a lei:

Art. 115 (...)

§ 1º o acionista não poderá votar nas deliberações da assembléia-geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador, nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia.

Da leitura deste dispositivo surgem três espécies de limitação ao exercício do direito de voto, cada qual com suas próprias características, que serão abaixo examinadas: (i) a proibição de voto, prevista na lei em duas hipóteses expressas; (ii) o conflito de interesses; e (iii) o benefício particular.

---

<sup>172</sup> COMPARATO, Fábio Konder. *Controle conjunto, abuso no exercício do voto acionário e alienação indireta de controle empresarial*. In: *Direito Empresarial – Estudos e Pareceres*. 1ª ed., 2ª tiragem, São Paulo: Saraiva, 1995, p. 91

<sup>173</sup> *Ibid.*, p. 91

Desta forma, ainda que se possa falar na existência de um conflito de interesses *lato sensu*<sup>174</sup>, que englobaria todas as três espécies de limitação ao exercício do direito de voto acima, esta classificação não resolve a análise da questão. No direito societário brasileiro, a limitação ao exercício do direito de voto do acionista enquadra-se, sempre, em uma das três hipóteses previstas no parágrafo 1º do artigo 115 da Lei das S.A.

### 3.3 – Proibição de voto

#### 3.3.1 – Conceito

O conceito da proibição ao exercício do direito de voto está previsto na primeira parte do parágrafo 1º do artigo 115 da Lei das S.A., conforme destacado abaixo:

Art. 115 (...)

§ 1º **O acionista não poderá votar nas deliberações da assembléia-geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador**, nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia. (grifamos)

Como mencionado, há duas hipóteses expressas na Lei das S.A. proibindo o acionista de votar. A primeira no tocante às deliberações relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social, o que demonstra a relevância e proeminência do princípio da *realidade do capital social* no sistema da Lei das S.A., tema já abordado neste trabalho (ver item 1.4.2.3). A segunda referente à aprovação das

---

<sup>174</sup> Para VALLADÃO, o conflito de interesses *lato sensu* existe quando há dois interesses conflitantes sobre determinado bem. Interesse, para tanto, deve ser entendido como “*a relação existente entre um sujeito, que possui uma necessidade, e o bem apto a satisfazê-la, determinada na previsão geral e abstrata de uma norma. Para satisfação das suas necessidades, o homem vale-se de bens. Entre o sujeito e o bem, portanto, forma-se uma relação que, na situação jurídica enfocada, toma o nome de interesse*”. O conflito intersubjetivo de interesses, por sua vez, é o que constitui o conflito de interesses *lato sensu*, devendo ser entendido como “[o] caso em que a necessidade de um indivíduo com relação a um bem não puder se resolver sem o sacrifício da necessidade do outro (...), que poderá ser total ou parcial (ocorrendo este último quando possível a satisfação, embora incompleta, das necessidades de ambos os indivíduos).” (VALLADÃO AZEVEDO E NOVAES FRANÇA, Erasmo. *Conflito de Interesses nas Assembleias de S.A. (e outros escritos sobre conflito de interesses)*. 2ª ed., São Paulo: Malheiros, 2014, pp. 22/24.)

próprias contas, quando o acionista for também administrador da companhia. As hipóteses de proibição de voto diferem, com isso, da segunda parte do parágrafo 1º do artigo 115 da Lei das S.A., que trata de conflito de interesses e benefício particular (ver itens 3.4 e 3.5).

Para VALLADÃO, a hipótese da proibição de voto segue tendência dos direitos alemão e italiano<sup>175</sup>, segregando os conceitos de conflito de interesses e proibição de voto:

Nas deliberações relativas ao laudo de avaliação dos bens que conferiu ao capital social e à aprovação das suas contas como administrador, o acionista está proibido de votar, ressalvada, para a primeira hipótese, o disposto no § 2º do art. 115 e, para a segunda, nas companhias fechadas, o disposto no § 6º do art. 134. (...) Nos casos enfocados, pois, a violação do *divieto* acarreta, *ipso facto*, a nulidade do voto e a conseqüente anulabilidade da deliberação, se o voto for determinante para a formação da maioria. Aqui, pois, o legislador estabeleceu, com base em precisas circunstâncias formais, à semelhança do que ocorre no direito alemão e no italiano, um controle *ex ante* de legitimidade do voto, sendo de todo modo dispensável perquirir acerca da ocorrência de prejuízo para a companhia ou para outros acionistas, de vez que o perigo de dano, como acentua Galgano, acha-se *in re ipsa*.

Não cabe, aqui, realizar juízo de valor sobre a *ratio* por detrás da decisão do legislador de impedir o voto nestes casos. Resta claro que se trata de hipóteses objetivas de vedação, nas quais o acionista impedido tem seu voto interdito em caráter *ex ante*<sup>176-177</sup>.

---

<sup>175</sup> VALLADÃO descreve esta diferenciação entre proibição de voto e conflito de interesses no direito alemão e italiano, do qual importou a expressão *divieto di voto*, repetida diversas vezes em seus escritos: “O direito italiano evoluiu em sentido semelhante ao direito alemão, tendo acabado por acolher, no Código Civil de 1942, a mesma distinção entre proibição de voto (*divieto di voto*) e conflito de interesses. O art. 161 do Código Comercial Italiano vedava o voto do acionista administrador nas deliberações assembleares de aprovação do balanço e naquelas que dissessem respeito à sua própria responsabilidade perante a companhia. Tratava-se, portanto, de hipóteses de *divieto di voto*, cuja violação acarretava a nulidade do voto proferido. (VALLADÃO AZEVEDO E NOVAES FRANÇA, Erasmo. *Conflito de Interesses nas Assembleias de S.A. (e outros escritos sobre conflito de interesses)*. 2ª ed., São Paulo: Malheiros, 2014, p. 83)

<sup>176</sup> É este o entendimento unânime da doutrina societária, conforme entendimento de COMPARATO (COMPARATO, Fábio Konder. *Controle conjunto, abuso no exercício do voto acionário e alienação indireta de controle empresarial*. In: *Direito Empresarial – Estudos e Pareceres*. 1ª ed., 2ª tiragem, São Paulo: Saraiva, 1995, p. 91), LEÃES (LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Estudos e Pareceres sobre Sociedades Anônimas*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1990) e TAVARES GUERREIRO e LACERDA TEIXEIRA (TAVARES GUERREIRO, José Alexandre; LACERDA TEIXEIRA, Egberto. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*. São Paulo: Bushatsky, p. 277).

<sup>177</sup> A respeito do voto das próprias contas pelo administrador, cumpre ainda mencionar a hipótese de vedação prevista no parágrafo 1º do artigo 134 da Lei das S.A. Aqui, a lei trata de repetir aquilo que foi dito no parágrafo 1º do artigo 115, vedando o voto do administrador sobre suas próprias contas, esteja ou não o administrador votando na qualidade de titular das ações, seja por conta própria ou por conta de um terceiro (ver item 3.3.2.2).

Questão interessante, no entanto, foi levantada por VALLADÃO quanto à interpretação que deve ser seguida quando a aprovação das contas se der por pessoa jurídica controlada pelo administrador, em substituição ao voto dele próprio. Neste caso, o autor defende que a teoria de restrição ao exercício do direito de voto aplicável não seria a proibição de voto (*divieto di voto*), mas sim o regime do conflito de interesses, que admite uma análise de mérito sobre efetivo prejuízo:

Questão interessante é a de saber se se aplica a disciplina do *divieto di voto* ou do conflito de interesses ao voto de aprovação das contas da administração por pessoa jurídica controlada por administrador.

O ato de se obter aprovação de contas por interposta pessoa, como se sabe, constitui crime (Código Penal, art. 177, § 1º, inciso VII), mas, como observa Comparato, a doutrina entende que essa interposição deve ter sido criada especialmente para aquele efeito (...). Se a companhia não foi criada com a finalidade de aprovar as contas, está excluída a conduta criminosa. Não obstante, entende Comparato que, no caso, a deliberação da assembléia pode ser considerada ineficaz, pela ocorrência de fraude à lei, uma vez que o art. 115 da Lei 6.404 considera abusivo o voto exercido com o fim de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas. (...)

Ao que parece, o preclaro mestre entende não ser aplicável à hipótese, portanto, a disciplina do *divieto di voto*, mas sim a do conflito de interesses, ao falar em voto *abusivo* da companhia controlada pelo administrador, o que pressupõe um conflito substancial, efetivo, que traga ou tenha a possibilidade de trazer prejuízos à companhia.

Nos parece correta esta interpretação, já que não se pode interpretar extensivamente a hipótese que a lei fez restrita<sup>178</sup>. No caso, considerando que a Lei das S.A. fala na aprovação “*de suas contas como administrador*”, o voto da pessoa jurídica controlada pelo administrador automaticamente torna esta proibição inaplicável à hipótese. Deve ser aplicada, outrossim, a disciplina do conflito de interesses, que exige a existência efetiva e material de um interesse extrassocial do acionista que frustre o interesse da companhia, por meio do voto, como será tratado abaixo (ver item 3.3).

---

<sup>178</sup> É esta também a interpretação de COMPARATO e de LEÃES, ambos citados por VALLADÃO.

Por fim, veremos que a jurisprudência atual do Colegiado da CVM sobre a proibição de voto vai de encontro à interpretação que entendemos a mais adequada sob o sistema da Lei das S.A.

### **3.3.2 – Jurisprudência do Colegiado da CVM**

#### **3.3.2.1 – Processo CVM nº RJ2015/5021 (“Caso Eneva”)<sup>179</sup>**

No Processo CVM nº RJ2015/5021 (“Caso Eneva”), foi discutida a restrição ao exercício do direito de voto de Eike Fuhrken Batista (“Eike Batista”) e DD Brazil Holdings S.À.R.L., veículo da E.ON (“E.ON”), acionistas da Eneva S.A. – Em Recuperação Judicial (“Eneva”), no âmbito de consulta apresentada à CVM pelo Fundo de Investimentos em Ações Dinâmica Energia (“FIA Dinâmica”). Eike Batista e E.ON eram signatários de uma carta de confirmação de apoio, firmada no âmbito do plano de recuperação judicial da Eneva, que vinculava credores e acionistas à aprovação de medidas necessárias à efetivação do plano (“Carta de Confirmação”).

Esta Carta de Confirmação incluía medidas postas a deliberação na AGE da Eneva de 02 de julho de 2015, tais como: (i) o aumento de capital da Eneva; e (ii) a aprovação dos laudos de avaliação dos créditos detidos contra a Eneva por BTG Pactual e Petra (“Laudos de Avaliação dos Bens dos Credores”), que seriam capitalizados pelos credores.

Devido ao acordo firmado no âmbito da Carta de Confirmação, que garantia apoio mútuo para aprovação dos Laudos de Avaliação dos Bens dos Credores (pela E.ON, em um primeiro momento) e da E.ON (por BTG Pactual e Petra, em um segundo momento), foi questionada a legalidade do voto da E.ON nessa deliberação. Isso porque, conforme a primeira parte do

---

<sup>179</sup> Comissão de Valores Mobiliários, “Caso Eneva” – Processo CVM nº RJ2015/5021. Rio de Janeiro, 25 de agosto de 2015. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/decisooes/2015/20150825\\_R1.html](http://www.cvm.gov.br/decisooes/2015/20150825_R1.html)>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

parágrafo 1º do artigo 115 da Lei das S.A., é vedada a aprovação de laudo de avaliação de bens do próprio acionista<sup>180</sup>.

Em seu voto, o Diretor-Relator Pablo Waldemar Renteria concluiu não haver restrição ao exercício do direito de voto da E.ON na aprovação dos Laudos de Avaliação dos Bens dos Credores, divergindo do entendimento da área técnica<sup>181</sup>. Para fundamentar essa divergência, o Diretor-Relator ponderou que a configuração de hipótese de vedação à aprovação de laudo de avaliação dos bens, prevista na primeira parte do parágrafo 1º do artigo 115 da Lei das S.A., estaria sujeita à verificação de dois requisitos: um *subjetivo* e outro *objetivo*. Trazemos, abaixo, passagem do voto do Diretor-Relator que aborda esta questão:

14. O primeiro [subjetivo] diz respeito a quem se encontra impedido de exercer o direito de voto. O comando legal refere-se ao acionista titular de direitos sobre os bens objeto do laudo de avaliação. No entanto, tendo em vista a finalidade da norma, há de se reconhecer que também estão impedidos de votar os demais acionistas cuja vontade, em virtude de arranjos societários ou contratuais, esteja sob a influência preponderante do titular de direitos sobre os bens avaliados. (...)

16. O requisito objetivo, por sua vez, diz respeito à situação fática na qual incide o impedimento de voto. Nesse tocante, o dispositivo legal é inequívoco ao estabelecer que a proibição de voto deve ser observada na deliberação da assembleia geral que apreciar o laudo de avaliação dos bens do acionista. É nessa deliberação, em particular, que o impedimento se mostra aplicável.

17. Desse modo, conjugando os dois requisitos, tem-se que a hipótese de impedimento de voto comentada (i) alcança o acionista titular dos bens avaliados e os demais acionistas cuja vontade se sujeita a influência preponderante daquele e (ii) incide na deliberação assemblear em que for apreciado o laudo de avaliação dos referidos bens.

No caso concreto, o Diretor-Relator observou que não haveria nos autos elementos suficientes para comprovar que a E.ON estaria, somente pelo fato de ser signatária da Carta de Confirmação, sob *influência preponderante*

---

<sup>180</sup> Houve discussão quanto a duas outras questões, examinadas abaixo: (i) restrição ao exercício do direito de voto da E.ON quanto à aprovação do aumento de capital da Eneva; e (ii) restrição ao exercício do direito de voto de Eike Batista em relação a todas as deliberações objeto da assembleia, considerando que era signatário da Carta de Confirmação e parte em acordo de acionistas firmado com a E.ON no âmbito da própria Companhia.

<sup>181</sup> A área técnica se manifestou na linha de que a aprovação dos Laudos de Avaliação dos Bens dos Credores importaria, indiretamente, na aprovação do laudo de avaliação dos bens da própria E.ON, como consequência de ter aderido à Carta de Confirmação. Com isso, seria descumprida a primeira parte do parágrafo 1º do artigo 115 da Lei das S.A.

dos demais credores da Companhia a ponto de influir no teor do seu voto. Em razão disso, firmou entendimento contrário àquele manifestado pela área técnica da CVM. Conforme examinado em seu voto, a Carta de Confirmação seria uma antecipação da declaração de voto dos acionistas subscritores, mas que não retira a “*legitimidade do acionista para comparecer na assembleia e votar tal como já tinha anunciado*”.

Em voto divergente, vencedor a respeito do impedimento de voto da E.ON quanto aos Laudos de Avaliação dos Bens dos Credores, o Presidente Leonardo Pereira posicionou-se no sentido de que a Carta de Confirmação gerava deveres de voto na AGE que seriam incompatíveis com o voto de um acionista desinteressado. Ponderou que as obrigações assumidas pelas partes geraram uma “*relação umbilical*” entre a aprovação dos Laudos de Avaliação dos Bens dos Credores pela E.ON e a aprovação do laudo de avaliação dos bens da E.ON pelos credores, caso a E.ON não lograsse aprovar este laudo em um primeiro momento, sem os votos dos credores.

O Presidente ressaltou que as obrigações assumidas pelas partes na Carta de Confirmação geravam tamanha interdependência que transformaram deliberações em tese distintas em, na prática, uma só deliberação:

Trata-se, na verdade, de uma única deliberação, embora em dois momentos diferentes, a depender do evento de não aprovação [do laudo de avaliação dos bens da E.ON] no Momento 1 (se o laudo da E.ON for aprovado, não haverá outra assembleia) (...).

A esse respeito, entendeu que a aprovação dos Laudos de Avaliação dos Bens dos Credores pela E.ON seria equiparável à hipótese de aprovação de próprio laudo, devido ao acordo firmado na forma da Carta de Confirmação, que importaria na “aprovação cruzada” dos respectivos laudos de avaliação. Isto, segundo entendimento do Presidente Leonardo Pereira, violaria a proibição de voto em hipótese de aprovação do próprio laudo, prevista na primeira parte do parágrafo 1º do artigo 115 da Lei das S.A.

Nessa linha, o Presidente registrou que, ainda que se considerasse afastar a configuração de impedimento de voto com base nos argumentos

apresentados pela área técnica da CVM e pelo Diretor-Relator, a E.ON continuaria impedida de votar pela existência de um *interesse secundário* na aprovação dos Laudos de Avaliação dos Bens dos Credores. Novamente fazendo referência à “aprovação cruzada” de laudos acordada, argumentou que tal *interesse secundário* estaria consubstanciado na garantia de que o próprio laudo de avaliação da E.ON. seria aprovado, tendo em vista a aquisição da condição de acionistas com direito a voto pelos credores<sup>182</sup>.

O Colegiado seguiu a posição divergente do Presidente Leonardo Pereira, declarando existir impedimento de voto da E.ON pela suposta aprovação de seu próprio laudo de avaliação na hipótese, o que é vedado pela primeira parte do parágrafo 1º do artigo 115 da Lei das S.A.

### **3.3.2.2 – PAS CVM nº RJ2014/10060 (“Caso Eike Batista”)**<sup>183</sup>

No Processo CVM nº RJ2014/10060 (“Caso Eike Batista”), foi discutida a restrição ao exercício do direito de voto de Centennial Asset Mining Fund LLC e Centennial Asset Brazilian Equity Fund LLC (“Companhias Holding”), controladas por Eike Batista, no voto de suas contas como administrador da Óleo e Gás Participações S.A. (“OGPar”).

Na análise do caso, o Termo de Acusação preparado pela área técnica da CVM considerou que as Companhias Holding eram pessoas jurídicas unipessoais controladas por Eike Batista e que, com base nisso, seria impossível dissociar a vontade de Eike Batista da vontade das Companhias Holding. Seguindo este raciocínio, a área técnica da CVM considerou que o voto das Companhias Holding sobre as contas de Eike Batista refletiria o voto

---

<sup>182</sup> À luz da jurisprudência atual do Colegiado sobre conflito de interesses (ver item 3.4.3), o Presidente Leonardo Pereira observou o seguinte: “(...) a vedação legal não adentra no mérito sobre se a operação é benéfica ou prejudicial para a companhia. O que a norma faz é presumir que, em certas situações, há dúvidas suficientes sobre a vontade do acionista, o que justifica o impedimento (esse foi o entendimento do Colegiado da CVM em um dos primeiros precedentes sobre o tema, envolvendo a [TIM]).”

<sup>183</sup> Comissão de Valores Mobiliários, “Caso Eike Batista” – Processo CVM nº RJ2014/10060. Rio de Janeiro, 10 de novembro de 2015. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2015/20151110\\_PAS\\_RJ201410060.html](http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2015/20151110_PAS_RJ201410060.html)>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

do próprio Eike Batista, o que seria vedado pela primeira parte do parágrafo 1º do artigo 115 da Lei das S.A.

Em seu voto, acompanhado por unanimidade pelo Colegiado, o Diretor-Relator Pablo Renteria seguiu a mesma linha do Termo de Acusação. Equiparou, para tanto, o voto das Companhias Holding ao voto do próprio Eike Batista, enquanto administrador, na aprovação de suas próprias contas. Trazemos, abaixo, trecho do voto do Diretor-Relator que aborda esta questão:

24. No caso ora em apreço, a avaliação dos fatos é simples e indubitosa. As duas pessoas jurídicas que votaram na aprovação das contas da administração da Companhia são companhias unipessoais pertencentes ao Acusado, do que se pode inferir que eram veículos societários sob a sua direta e completa influência. Em vista dessa relação umbilical, pode-se concluir que o voto proferido por Centennial Mining e Centennial Equity na aprovação das contas da administração, durante a Assembleia Geral Ordinária e Extraordinária ocorrida em 2.5.2014, traduzia, em realidade, a vontade de Eike Batista.

25. A diferença entre o voto exercido pessoalmente e aquele manifestado por companhia unipessoal detida pelo administrador é tão pequena e insignificante que se pode afirmar que ambas as hipóteses constituem infração direta ao comando estabelecido no art. 115, § 1º, da Lei nº 6.404/76.

26. Desta feita, parece-me correta a conclusão alcançada pela SEP no sentido de que o Acusado, por intermédio das aludidas companhias, tenha manifestado sua vontade na deliberação assemblear atinente à aprovação das contas da administração da Companhia.

Pelos motivos expostos acima (ver item 3.3.1), entendemos criticável a posição do Colegiado neste caso, ignorando um fato que não pode ser ignorado: as hipóteses previstas na primeira parte do parágrafo 1º do artigo 115 da Lei das S.A. devem ser interpretadas restritivamente. Portanto, mesmo uma leitura superficial da regra basta para, de plano, identificar que a proibição de voto das contas do administrador não contempla o voto proferido por pessoa jurídica por ele controlada; contempla, outrossim, apenas o voto proferido pela pessoa do administrador.

Ainda, podemos apontar outro importante equívoco no voto do Diretor-Relator Pablo Renteria, que é a confusão do voto proferido por pessoa jurídica controlada pelo administrador com a vedação ao voto do

próprio administrador, prevista no parágrafo 1º do artigo 134 da Lei das S.A.<sup>184</sup>. Transcrevemos, para tanto, outro breve trecho de seu voto:

17. Da leitura sistemática desses dispositivos [§ 1º do artigo 115 e § 1º do artigo 134 da Lei das S.A.] depreende-se que o destinatário da norma de conduta é o administrador, **que se encontra proibido de votar tanto em nome próprio como em nome alheio**, independentemente da motivação ou do teor do voto. A proibição legal não supõe, necessariamente, que o administrador preencha a condição de acionista, vez que alcança, também, a hipótese na qual ele é representante de outrem.

18. Tal rigor justifica-se no fato de o administrador não ter legitimidade para apreciar as contas da administração. É evidente o seu interesse pessoal na deliberação sobre as contas, porquanto a aprovação, sem reservas, exonera-o de responsabilidade. Como afirmado de toda parte, a ninguém é dado ser juiz em causa própria – *nemo iudex in causa própria*. Daí porque a lei impede que a vontade do administrador participe da formação da deliberação social.

19. **Sendo esta a finalidade da lei, é forçoso reconhecer que o administrador deve abster-se de votar diretamente e por intermédio de outro acionista sobre o qual exerça, em virtude de arranjo societário, influência preponderante.** Afinal, se a norma procura afastar da deliberação a vontade desse administrador, não é lógico nem razoável admitir que essa vontade se manifeste por meio diverso, mas com a mesma efetividade. (grifamos)

Nos parece evidente, pela leitura do trecho acima, que o Diretor-Relator confundiu o conceito de voto em nome alheio, tendo o administrador como procurador (*i.e.*, o administrador votar pessoalmente na deliberação, mas por conta de outrem), com o conceito de voto por pessoa jurídica controlada pelo administrador, cuja manifestação de vontade como acionista controlador da *companhia holding* não pode ser equiparada ao voto proferido pelo próprio administrador, enquanto pessoa natural. Importante ressaltar que trata-se de duas hipóteses completamente distintas, merecendo tratamento diverso em cada caso.

Na primeira hipótese, prevista no parágrafo 1º do artigo 134 da Lei das S.A., a lei trata de repetir aquilo que foi dito no parágrafo 1º do artigo

---

<sup>184</sup> Diz o parágrafo 1º do artigo 134 da Lei das S.A. (para referência, transcrevemos também o *caput*): “Art. 134. Instalada a assembléia-geral, proceder-se-á, se requerida por qualquer acionista, à leitura dos documentos referidos no artigo 133 e do parecer do conselho fiscal, se houver, os quais serão submetidos pela mesa à discussão e votação.

§ 1º Os administradores da companhia, ou ao menos um deles, e o auditor independente, se houver, deverão estar presentes à assembléia para atender a pedidos de esclarecimentos de acionistas, mas os administradores **não poderão votar, como acionistas ou procuradores, os documentos referidos neste artigo.**” (grifamos)

115, vedando o voto do administrador sobre suas próprias contas, esteja ou não o administrador votando na qualidade de titular das ações, seja por conta própria ou por conta de um terceiro. Na segunda hipótese, por sua vez, trata-se de hipótese não regulada expressamente pela Lei das S.A., razão pela qual não se pode inferir a proibição de voto.

Além disso, a pessoa jurídica controlada pelo administrador é ente jurídico com personalidade distinta e vontade própria. Não se confunde, por isso, a vontade da pessoa jurídica acionista com a vontade do administrador, cujo voto é vedado por lei. Aplica-se à hipótese o regime do conflito de interesses, que será tratado a seguir, segundo o qual a pessoa jurídica poderá votar e eventual conflito deverá ser apurado *a posteriori* (ver item 3.3.1).

### 3.4 – Conflito de interesses

#### 3.4.1 – Conceito

O conflito de interesses está previsto na segunda parte do parágrafo 1º do artigo 115 da Lei das S.A., conforme destacado abaixo:

Art. 115 (...)

§ 1º **O acionista não poderá votar nas deliberações da assembléia-geral** relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador, nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou **em que tiver interesse conflitante com o da companhia.** (grifamos)

Retomando o conceito de conflito de interesses *lato sensu*, extraído dos escritos de VALLADÃO, haverá conflito sempre que determinado bem (em seu sentido *lato*) for objeto de pelo menos dois interesses intersubjetivos, simultâneos e distintos, que, irreconciliáveis entre si, gerem a hipótese do conflito. O mesmo conceito se aplica ao caso do conflito de interesses *stricto sensu*, porém com contornos próprios.

No conflito de interesses *stricto sensu*, previsto na segunda parte do parágrafo 1º do artigo 115 da Lei das S.A., trata-se de hipótese de conflito entre o interesse da companhia e o interesse extrassocial de pelo menos um dos acionistas. Neste caso, um interesse não consegue sobreviver sem o

sacrifício do outro, razão pela qual a lei proíbe o voto do acionista nesta hipótese, visto que contrário ao interesse social.

No conflito de interesses *stricto sensu*, o comando legal é direcionado ao acionista e, se o acionista decidir votar, o controle de materialidade de eventual conflito deve ser feito *ex post*, cabendo anulação da deliberação assemblear (conforme previsto no parágrafo 4º do artigo 115 da Lei das S.A.). Referida anulação depende que seja provada a materialidade do conflito e, além disso, que o voto do acionista impedido tenha sido determinante para o resultado da deliberação<sup>185</sup>.

Nesse sentido, embora seja conclusão evidente do raciocínio acima, importante ressaltar que – por definição – não existe conflito de interesses na hipótese em que o interesse da companhia e o interesse extrassocial do acionista estiverem alinhados. Esta, aliás, é a hipótese mais comum, considerando que o interesse social se manifesta por meio do voto dos acionistas da companhia, que são os seus maiores *stakeholders* e, em razão disso, principais interessados em resguardar o seu melhor interesse<sup>186</sup>.

### **3.4.2 – Conflito substancial v. conflito formal**

Uma das maiores polêmicas do direito societário brasileiro, com origem na doutrina e insuflada nas últimas duas décadas por discussões travadas no âmbito do Colegiado da CVM, diz respeito à contraposição entre duas teorias distintas sobre o conflito de interesses. A maioria da doutrina

---

<sup>185</sup> A respeito deste ponto (materialidade do conflito), trataremos a seguir (item 3.4.2) da polêmica doutrinária e jurisprudencial no Colegiado da CVM entre teoria do conflito substancial v. teoria do conflito formal.

<sup>186</sup> Neste ponto, recorremos novamente a VALLADÃO, que qualifica o direito de voto do acionista como instrumento de realização do interesse social: “*Segundo uma primeira corrente* [sobre o papel do interesse social nas deliberações assembleares] (...), o sócio tem o dever jurídico de perseguir, no exercício do direito de voto, o interesse social. Para os partidários dessa corrente, o acionista, ao votar em uma assembleia, não exerce um verdadeiro direito subjetivo, vale dizer, não tutela um interesse próprio, do qual é o único titular, mas sim um interesse coletivo, que se refere a todos os outros sócios. Dessa forma, o voto é entendido como um poder (ou um *droit-fonction*, como diz a doutrina francesa), cujo exercício repercute na esfera de outrem. Se o poder é outorgado pelo ordenamento jurídico tendo em vista determinada finalidade, em função da qual reconhece e o tutela, é evidente que o voto não pode ser livre no seu exercício, mas deve dirigir-se precipuamente àquela finalidade determinada pela lei.” (VALLADÃO AZEVEDO E NOVAES FRANÇA, Erasmo. *Conflito de Interesses nas Assembleias de S.A. (e outros escritos sobre conflito de interesses)*. 2ª ed., São Paulo: Malheiros, 2014, p. 49.)

societária defende a interpretação do conflito de interesses seguindo uma perspectiva substancial, apurando o conflito em cada caso (*conflito substancial*). Porém, há aqueles que defendem a sua interpretação seguindo uma perspectiva formalista, divorciada da análise do mérito do conflito, propondo que o voto seja interditado *ex ante* sempre que verificado um conflito potencial (*conflito formal*). Desde logo, não seria possível deixar de manifestar nossa preferência pela primeira corrente.

Dentre os defensores da teoria do *conflito formal*, destaca-se CARVALHOSA<sup>187-188</sup>, que chega ao ponto de rotular a teoria do *conflito substancial* de “falácia”:

*A falácia do conflito substancial.* Não existe a propalada diferença entre o chamado conflito formal *versus* conflito fundamental. Essa falsa questão tem sido invocada para derogar a proibição de voto no caso de interesse conflitante, que á a quarta tipificação do § 1º.

A norma ora estudada, quando restringe o exercício do voto do acionista interessado, nessa quarta tipificação do § 1º, define-a como “interesse conflitante” para, assim, configurar a impossibilidade jurídica de uma parte formar a vontade da outra.

Desse modo, a restrição legal do voto do acionista interessado tem como fundamento o interesse conflitante, encontrável em qualquer relação contratual de natureza unilateral ou bilateral, sendo, portanto, de caráter formal e apriorístico. (...)

Não existe nenhuma base normativa ou principiológica para sustentar a existência no § 1º de um “conflito substancial” que se substitui ao interesse conflitante do voto do acionista interessado em contratar com a companhia. Trata-se de uma

<sup>187</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 2º volume – Arts. 75 a 137. 5ª ed., São Paulo: Saraiva, 2011, pp. 514 e 515.

<sup>188</sup> COMPARATO entende que pode ser impedido de votar o acionista cujo interesse conflitante com a companhia transpareça *a priori*, interpretação da qual discordamos, embora reconheçamos a clareza e o mérito do raciocínio do autor: “13. A lei brasileira, assim como a italiana, proíbe seja dado em assembléia geral um voto conflitante com o interesse da companhia. Indaga-se, portanto, se a mesa diretora dos trabalhos da assembléia estaria autorizada a não computar esse voto na deliberação. Parece evidente que sim, quando se trata de uma das situações de conflito aberto de interesses, relacionadas ao § 1º do art. 115 (...). Tirante esses casos expressamente indicados na norma [primeira parte do parágrafo 1º do artigo 115 da Lei das S.A.], **para que haja impedimento do voto é mister que o conflito de interesses transpareça a priori da própria estrutura da relação ou negócio sobre que se vai deliberar, como, por exemplo, um contrato bilateral entre a companhia e o acionista.** Não transparecendo preliminarmente o conflito de interesses, nem por isso deixa de valer a proibição de voto, a qual continua a se dirigir ao votante, e que pode, em qualquer hipótese, ser invocada por outros acionistas presentes à assembleia”. (grifamos) (COMPARATO, Fábio Konder. *Controle conjunto, abuso no exercício do voto acionário e alienação indireta de controle empresarial*. In: *Direito Empresarial – Estudos e Pareceres*. 1ª ed., 2ª tiragem, São Paulo: Saraiva, 1995, p. 91)

construção sofismática inteiramente incompatível com o nosso sistema jurídico, fundado no Código Civil. (grifos do autor)

Em sentido contrário, por todos, citamos VALLADÃO<sup>189-190</sup>, dono do mais completo e profundo estudo sobre o tema no Brasil, que rechaça com veemência a aplicação da teoria do *conflito formal*. Tem razão o autor ao afirmar que a única interpretação possível da regra é seguindo a teoria do *conflito substancial*, em consonância com o espírito da Lei das S.A.:

Em primeiro lugar, parece evidente que o legislador brasileiro, ao disciplinar a matéria, não teve em vista um conceito meramente formal de conflito de interesses, restrito à hipótese em que o acionista se acha em situação contraposta à companhia, como ocorre num contrato bilateral. O conceito adotado em nossa lei de sociedades por ações deve ser extraído, a nosso ver, do *caput* do art. 115, onde se define o voto abusivo. Com efeito, o interesse da companhia consiste no interesse comum dos sócios à realização do escopo social, como se demonstrou, o acionista que vota com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou vota com o intuito de obter vantagem a que não faz jus, assumindo o risco de prejudicar a companhia ou outros acionistas, está, em qualquer desses casos, *votando contrariamente àquele interesse comum*.

Ora, os casos de voto abusivo previstos no dispositivo sob exame não se restringem, a toda evidência, à hipótese de um conflito de interesses formal, a significar uma posição contrastante entre as partes, como em um contrato. É o próprio Carvalhosa quem o diz: “Se a manifestação de voto não traduzir o interesse coletivo, instaura-se o conflito de interesses e o abuso do direito de voto”. Tem-se, assim, preliminarmente, que a noção de conflito de interesses constante da nossa lei de sociedades por ações vincula-se a um conceito muito mais amplo do que o de um simples conflito formal.

Em vista do exposto por VALLADÃO, a aplicação da teoria do *conflito formal* tornaria impossível o cumprimento das finalidades que a Lei das S.A. reservou para o voto do acionista, dentre elas a realização do interesse social. O voto é o principal instrumento de efetivação do princípio majoritário, como visto, razão pela qual somente poderá ser suprimido em casos extremos.

---

<sup>189</sup> VALLADÃO AZEVEDO E NOVAES FRANÇA, Erasmo. *Conflito de Interesses nas Assembleias de S.A. (e outros escritos sobre conflito de interesses)*. 2ª ed., São Paulo: Malheiros, 2014, p. 98.

<sup>190</sup> Injusto seria deixar de citar outros respeitadíssimos autores que também entendem pela aplicação da teoria do *conflito substancial*, dentre eles BULHÕES PEDREIRA e LAMY FILHO, coautores da Lei das S.A. (citados abaixo no item 3.4.3.2 por seus pareceres no Caso TIM, referidos no voto do Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos), LEÃES (LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Estudos e Pareceres sobre Sociedades Anônimas*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1990, p. 24.) e EIZIRIK (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. 2ª ed., vol. II – artigos 80 ao 137. São Paulo: Quartier Latin, 2015, pp. 220 e 221).

Na hipótese do conflito de interesses, embora o comando da restrição ao exercício do direito de voto seja dirigido desde logo ao acionista, o voto não poderá ser impedido *a priori*. Caberá ao acionista reconhecê-lo *a priori*, caso entenda estar impedido. Caso contrário, caberá apenas a análise *a posteriori* sobre eventual materialidade do conflito de interesses, provado efetivo ou potencial prejuízo à companhia em razão do voto desse acionista.

Exemplo maior do espírito da Lei das S.A. neste ponto é a permissão, *a contrario sensu*, prevista na alínea *f* do parágrafo 1º do artigo 117, para que a companhia contrate com o acionista controlador, desde que o faça em condições equitativas:

Art. 117 (...)

§ 1º São modalidades de **exercício abusivo de poder**: (...)

f) **contratar com a companhia**, diretamente ou através de outrem, ou de companhia na qual tenha interesse, **em condições de favorecimento ou não equitativas**; (...)  
(grifamos)

Assim, sendo a possibilidade de contratar com a companhia a principal objeção de COMPARATO à aplicação da teoria do *conflito substancial*, também apontada por CARVALHOSA como hipótese de conflito de interesses, entendemos sanada, pelos termos expressos da lei, qualquer dúvida quanto a qual das duas teorias deve prevalecer<sup>191</sup>.

Na aplicação em concreto da norma, como será visto a seguir, nos parece que o entendimento atual do Colegiado da CVM, seguindo a teoria do

---

<sup>191</sup> Lapidar, nesse sentido, a lição de VALLADÃO: “*Lida a contrario sensu, essa norma significa, evidentemente, que o acionista controlador está autorizado a contratar com a companhia, desde que em condições equitativas. Ora, a hipótese de um contrato entre o acionista e a companhia é considerada a hipótese paradigmática de conflito formal de interesses, ipotesi di scuola, como diz Galgano. Fosse intenção da lei estabelecer um controle ex ante desse tipo de conflito, não teria jamais admitido a possibilidade de realização de um contrato entre o acionista controlador e a companhia, no qual aquele determina a vontade desta. Sucede que, como ressaltado por Leães, o legislador brasileiro, consciente da realidade que hoje constituem os grupos societários, seguiu a tendência de adotar um controle ex post do exercício do voto em casos de conflito de interesses. Entendemos, dessa forma, que ao fazer referência a “interesse conflitante com o da companhia”, no § 1º, do art. 115, a lei não está se reportando a um conflito meramente formal, mas sim a um conflito substancial, que só pode ser verificado mediante o exame do conteúdo da deliberação.*”  
(grifamos)

(VALLADÃO AZEVEDO E NOVAES FRANÇA, Erasmo. *Conflito de Interesses nas Assembléias de S.A. (e outros escritos sobre conflito de interesses)*. 2ª ed., São Paulo: Malheiros, 2014, pp. 102 e 103).

*conflito formal*, está divorciada da melhor doutrina e da interpretação mais harmônica com a Lei das S.A. Embora tenha apresentado notória lucidez durante período em que prevaleceu a teoria do *conflito substancial*, discordamos do entendimento atual da autarquia.

### 3.4.3 – Jurisprudência do Colegiado da CVM

#### 3.4.3.1 – Inquérito Administrativo CVM nº TA-RJ2001/4977 (“Caso TIM”)<sup>192</sup>

No Colegiado da CVM, foi o Inquérito Administrativo CVM nº TA-RJ2001/4977 (“Caso TIM”), julgado em 19 de dezembro de 2001, que inaugurou a contraposição entre *conflito substancial* e *conflito formal*, tendo a última corrente prevalecido neste primeiro embate.

No caso, tratou-se de questionamento do voto da Tele Celular Sul Participações S/A (“Tele Sul”), subsidiária da *Telecom Italia Mobile* (“TIM”) e acionista controladora da CTMR Celular S/A, sobre pagamento de royalties pelo uso comercial da marca TIM. Devido à relação de controle existente entre TIM e Tele Sul, surgiu discussão sobre possível hipótese de impedimento de voto pela configuração de conflito de interesses da Tele Sul nesta deliberação.

Prevaleceu o voto da Diretora-Relatora Norma Parente, que advogou pela aplicação da teoria do *conflito formal*:

10. Na presente hipótese, é inquestionável, a meu ver, que o benefício do controlador decorre do próprio contrato por figurar ele nos dois lados, razão pela qual deveria abster-se de votar independentemente de o contrato ser ou não equitativo. Trata-se de negociação consigo próprio.

11. Ao referir-se a deliberações que puderem beneficiar o acionista, a lei não pressupõe que o acionista está contratando com a companhia contra o interesse social. Por outro lado, o conflito de interesses não pressupõe que os interesses sejam opostos mas que o acionista tenha duplo interesse.

12. O conflito de interesses, na verdade, se estabelece na medida em que o acionista não apenas tem interesse direto no negócio da companhia mas também interesse

---

<sup>192</sup> Comissão de Valores Mobiliários, “Caso TIM” – Inquérito Administrativo CVM nº TA-RJ2001/4977. Rio de Janeiro, 19 de dezembro de 2001. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/decisooes/2010/20100909\\_R1/20100909\\_D09.html](http://www.cvm.gov.br/decisooes/2010/20100909_R1/20100909_D09.html)>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

próprio no negócio que independe de sua condição de acionista por figurar na contraparte do negócio. Não precisa o conflito ser divergente ou oposto ou que haja vantagem para um e prejuízo para o outro. A lei emprega a palavra conflito em sentido lato abrangendo qualquer situação em que o acionista estiver negociando com a companhia.

Não é difícil notar, a respeito, que a Diretora-Relatora Norma Parente acompanhou CARVALHOSA e COMPARATO pela caracterização do conflito de interesses *a priori* a partir de uma relação contratual bilateral entre acionista e companhia. No entanto, a nosso ver está mais alinhada com o espírito da Lei das S.A. e com a doutrina societária tradicional a posição do Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos, voto vencido neste precedente, que seguiu a teoria do *conflito substancial*<sup>193</sup>.

O Diretor entendeu que, no caso, não se poderia interditar o voto da Tele Sul em caráter *ex ante*, por inexistir qualquer evidência da materialidade do conflito de interesses na votação dos royalties que seriam pagos à TIM, seguindo o entendimento de VALLADÃO. Não haveria, na hipótese, prova de que a Tele Sul estaria votando em sacrifício do interesse social. Seu entendimento encontra-se bem sintetizado no seguinte trecho:

49. Isto tudo serve para demonstrar que a tônica nacional, de ontem e de hoje, e mundial é no sentido de que o conflito de interesse deve ser apreciado em cada caso, mediante a verificação de que o acionista interessado, ao manifestar seu voto, sacrificou o interesse social em virtude de seu benefício extrasocietário; mediante a verificação de que o conflito seria incontornável e que não haveria como o acionista exercer seu voto sem que este fosse manifestado em detrimento de um dos interesses envolvidos, mais especificamente o interesse social.

50. A presunção *a priori* é algo, a meu ver, muito violento e assistemático dentro do regime do anonimato, pois afasta a presunção de boa-fé, que me parece ser a presunção geral e mais tolhe um direito fundamental do acionista ordinário que é o direito de voto, no pressuposto de que ele não teria como resistir à tentação. Dito de outra forma, estar-se-ia a expropriar o direito de voto do acionista no pressuposto de que ele poderia vir a prejudicar a companhia mediante o seu exercício, em virtude de um aparente conflito de interesse. Haveria a presunção de que o acionista perpetraria uma ilegalidade acaso fosse lícito que proferisse o seu voto, numa espécie de consagração da fraqueza humana. Prefiro, em situações

---

<sup>193</sup> Foi esse também o entendimento de VALLADÃO, em comentários ao precedente em questão: “Em nossa modesta opinião, e pelas razões constantes do erudito voto vencido do Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos, que endossamos integralmente, a CVM decidiu erroneamente, em especial no tocante à última questão enfocada, já que a deliberação se mantinha de pé mesmo sem o voto da controladora” (VALLADÃO AZEVEDO E NOVAES FRANÇA, Erasmio. *Acionista Controlador – Impedimento de Voto*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. n. 125, janeiro-março/2002, São Paulo: Malheiros, p. 172.)

genéricas, entender que as pessoas cumprem a lei, que não se deixam trair por seus sentimentos egoísticos, porque, como disse, a boa-fé é a regra igualmente o cumprimento da lei e a inocência. Ora, se isto não fosse verdade, talvez fosse melhor não haver companhia, pois a confiança é algo fundamental nas relações societárias, até mesmo nas companhias abertas, pois ninguém, em sã consciência, gostaria de ser sócio de alguém em que não confia, principalmente se este alguém for o acionista controlador. Parece-me, assim, evidente a distorção, pois a presunção de hoje e sempre é que as pessoas cumprem a lei.

A despeito disso, o Colegiado da CVM seguiu voto da Diretora-Relatora Norma Parente, pela aplicação da teoria do *conflito formal*. Como será visto abaixo, este entendimento foi revisto por uma composição diferente do Colegiado da CVM nos precedentes subsequentes que examinaram a hipótese do conflito de interesses.

#### **3.4.3.2 – Inquérito Administrativo CVM nº TA-RJ2002/1153 (“Caso PREVI”)<sup>194</sup>**

Posteriormente, foi no julgamento do Inquérito Administrativo CVM nº TA-RJ2002/1153 (“Caso PREVI”) que primeiro prevaleceu no Colegiado a teoria do *conflito substancial*. No caso, foi levado à CVM questionamento sobre o voto de Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil – PREVI (“PREVI”) e Fundação SISTEL de Seguridade Social (“SISTEL”), titulares de participação indireta da Telemar Participações S/A (“Telemar”), na AGE da Tele Norte Leste Participações S/A (“Tele Norte Leste”). Esta AGE foi convocada para votar a celebração de Acordo de Prestação de Serviços Gerencias com a Telemar, controladora da Tele Norte Leste.

Segundo seu entendimento no Caso TIM, a Diretora-Relatora Norma Parente votou pela aplicação da teoria do *conflito formal*, preconizando o impedimento de voto de PREVI e SISTEL na deliberação em questão. Segundo a Diretora-Relatora, PREVI e SISTEL figurariam nas duas pontas do contrato (*self-dealing*) pelo fato de deterem participação acionária relevante na Telemar, que conjuntamente correspondia a cerca de 20% de

---

<sup>194</sup> Comissão de Valores Mobiliários, “Caso PREVI” – Inquérito Administrativo CVM nº TA-RJ2002/1153. Rio de Janeiro, 6 de novembro de 2002. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2002/20021106\\_PA\\_S\\_RJ20021153.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2002/20021106_PA_S_RJ20021153.pdf)>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

participação no capital votante. Isso, segundo a Diretora-Relatora, seria causa suficiente para justificar o impedimento de voto neste caso.

O Colegiado, contudo, seguiu entendimento diverso. Acompanhando voto divergente do Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos, nos mesmos termos de seu voto divergente no Caso TIM, o Colegiado entendeu que não seria possível determinar de antemão – verificação *ex ante* – se PREVI e SISTEL estariam em conflito de interesses com a companhia (Tele Norte Leste). Por isso, não havendo evidências de que o voto das acionistas seria contrário ao interesse social, o Colegiado autorizou o voto de PREVI e SISTEL na AGE em questão. Para tornar ainda mais claro seu entendimento, já manifestado no Caso TIM, o Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos votou nos seguintes termos:

12. Nessa linha, primeiramente, deve ficar dito que o interesse em conflito há de ser extrasocial, não decorrente da situação de sócio do acionista. Este interesse extrasocial, estranho mesmo à relação social, é que deve se contrapor ao interesse social. A contraposição entre interesses de acionistas não autoriza a aplicação do parágrafo 1º do artigo 115 da Lei nº 6.404/76.

13. Mais ainda, esta contraposição, este conflito, deve ser substancial (e não apenas formal), efetivo e inconciliável. Seria aquele conflito de interesse que não permitiria a convergência ou a conciliação, mas que, para o atendimento do interesse de uma das partes, necessariamente se exigiria o sacrifício da outra parte. Para se alcançar um interesse, ter-se-ia invariavelmente que prejudicar o outro.

14. Em outras palavras, não basta que haja uma duplicidade de interesses no voto do acionista. Para que se caracterize o conflito de interesses mencionado na lei, tal duplicidade deve implicar obrigatoriamente um choque de interesses, uma colisão entre o interesse social e o do acionista, de modo que um não poderia prevalecer sem o sacrifício do outro.

É essa também a opinião dos coautores da Lei das S.A. Pareceristas no Caso PREVI, destacamos primeiro a opinião de BULHÕES PEDREIRA<sup>195</sup>:

Se o acionista tem interesse conflitante com o da companhia, mas vota efetivamente no interesse desta, e não em outro interesse extra social, o exercício do voto é regular e válido.

---

<sup>195</sup> BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Parecer*. In: Comissão de Valores Mobiliários, “Caso PREVI” – Inquérito Administrativo CVM nº TA/RJ2001/4977, fls. 282/283. *Apud.*: Voto do Diretor Luiz Antônio de Sampaio Campos. Rio de Janeiro, 6 de novembro de 2002.

Esse regime da lei explica-se porque a existência do conflito de interesses potencial autoriza a suspeita, mas não a certeza, da violação da norma legal que prescreve ao acionista o dever de votar no interesse da companhia, e não em interesse extra social oposto ao da companhia. O ato ilícito consiste em votar em interesse contrário ao da companhia, e não em votar tendo um interesse extra social.

No mesmo sentido, veja-se a opinião de LAMY FILHO<sup>196</sup>:

Não nos parece, por todo o exposto, subsistam dúvidas de que o § 1º do art. 115 – até por ser parágrafo que explicita hipóteses do "caput" – há que ser entendido e aplicado no sentido de que "o interesse conflitante", a ser examinado e caracterizado em cada caso, e não no mero aspecto formal (como num contrato bilateral) supõe o exame da causa ("com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas") ou de "obter para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus."

Deve ser notado, aqui, que o comando legal a ser obedecido pela acionista parte do *caput* do artigo 115 da Lei das S.A, que veda o voto abusivo ou exercido com o fim de causar dano à companhia (ver item 3.1). Deste modo, o voto no interesse da companhia é plenamente válido, por evidente. Existindo alinhamento entre o interesse da companhia e o interesse extrassocial do acionista, não haverá qualquer impedimento de voto. Para tanto, o entendimento da Lei das S.A. deve ser pela aplicação da teoria do conflito substancial, conforme trechos lapidares extraídos dos pareceres de BULHÕES PEDREIRA e LAMY FILHO no Caso PREVI, que acima aludimos.

#### **3.4.3.3 – Processo CVM nº RJ2009/13179 (“Caso Tractebel”)<sup>197</sup>**

No Caso Tractebel, em resposta a consulta apresentada por Tractebel Energia S.A. (“Tractebel”), foi examinada pelo Colegiado a aplicação do Parecer de Orientação CVM nº 35, de 1º de setembro de 2008 (“Parecer de Orientação CVM nº 35/08”)<sup>198</sup>, a contratos bilaterais celebrados entre

<sup>196</sup> LAMY FILHO, Alfredo. *Parecer*. In: Comissão de Valores Mobiliários, “Caso PREVI” – Inquérito Administrativo CVM nº TA/RJ2001/4977, fls. 282/283. *Apud.*: Voto do Diretor Luiz Antônio de Sampaio Campos. Rio de Janeiro, 6 de novembro de 2002.

<sup>197</sup> Comissão de Valores Mobiliários, “Caso Tractebel” – Processo CVM nº RJ2009/13179. Rio de Janeiro, 9 de setembro de 2010. Disponível em: < [http://www.cvm.gov.br/decisoes/2010/20100909\\_R1/20100909\\_D09.html](http://www.cvm.gov.br/decisoes/2010/20100909_R1/20100909_D09.html)>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

<sup>198</sup> O Parecer de Orientação CVM nº 35/08 foi editado para se aplicar às operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo companhia controladora e suas controladas, ou companhias sob controle comum. Para garantir o cumprimento dos deveres fiduciários dos

acionista controlador e companhia – no caso, entre a GDF Suez Energy Latin America Participações Ltda. (“GDF Suez”) e a Tractebel.

Em seu voto, o Diretor-Relator Alessandro Broedl ponderou que a constituição de mecanismos previstos no Parecer de Orientação CVM nº 35/08, embora prática recomendável, seria insuficiente para afastar o conflito de interesses entre acionista controlador e companhia. Em sua opinião, o conflito de interesses deveria seguir a interpretação do *conflito formal*, que abarcaria a hipótese do contrato bilateral celebrado. Nesses casos, segundo o Diretor-Relator, este tipo de conflito somente seria afastável se houvesse participação ativa dos acionistas minoritários na negociação dos termos do contrato, conforme passagem extraída de seu voto<sup>199</sup>:

71. (...) A Tractebel propõe que seja criado, pelo Conselho de Administração da companhia, um Comitê Especial Independente para Transações com Partes Relacionadas (“Comitê”), composto exclusivamente por administradores, em sua maioria independentes, incluindo membros do Conselho de Administração e da Diretoria da Companhia.

72. Porém, como visto, o conflito de interesses que gera maior preocupação é aquele entre o controlador e o minoritário. E a proposta da companhia, da maneira como foi feita, não prevê a mitigação direta desse conflito, sendo que só a presença de membros da administração da companhia, ainda que independentes, não

---

administradores na fixação da relação de troca das ações (ou seja, para garantir a comutatividade da operação), a CVM passou a recomendar os seguintes cuidados: “(...) *segundo a experiência internacional acerca da interpretação dos deveres fiduciários dos administradores, a CVM recomenda que: i) um comitê especial independente seja constituído para negociar a operação e submeter suas recomendações ao conselho de administração, observando as orientações contidas no parágrafo anterior; ou ii) a operação seja condicionada à aprovação da maioria dos acionistas não-controladores, inclusive os titulares de ações sem direito a voto ou com voto restrito. Na formação do comitê especial independente acima referido, a CVM recomenda a adoção de uma das seguintes alternativas: i) comitê composto exclusivamente por administradores da companhia, em sua maioria independentes; ii) comitê composto por não-administradores da companhia, todos independentes e com notória capacidade técnica, desde que o comitê esteja previsto no estatuto, para os fins do art. 160 da Lei nº 6.404, de 1976; ou iii) comitê composto por: (a) um administrador escolhido pela maioria do conselho de administração; (b) um conselheiro eleito pelos acionistas não-controladores; e (c) um terceiro, administrador ou não, escolhido em conjunto pelos outros dois membros. A independência dos membros do comitê especial não pode ser determinada de antemão, devendo ser examinada a cada caso. De qualquer modo, a CVM presumirá a independência, salvo demonstração em contrário, de pessoas que atendam à definição de “conselheiro independente” prevista no Regulamento do Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo.” (Comissão de Valores Mobiliários, Parecer de Orientação CVM nº 35. Rio de Janeiro, 1º de setembro de 2008. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/pare/pare035.html>>. Acesso em: 6 de junho de 2017.).*

<sup>199</sup> Comissão de Valores Mobiliários, “Caso Tractebel” – Processo CVM nº RJ2009/13179. Voto do Diretor-Relator Alessandro Broedl. Rio de Janeiro, 9 de setembro de 2010. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/decisooes/2010/20100909\\_R1/20100909\\_D09.html](http://www.cvm.gov.br/decisooes/2010/20100909_R1/20100909_D09.html)>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

assegurará a proteção aos minoritários, com relação à negociação dos termos do contrato a ser firmado com o controlador.

73. A solução proposta pode, potencialmente, mitigar o conflito de interesses. Deve ser considerada, ainda, um ato de governança válido, até porque em linha com o que dispõe o Parecer CVM nº 35.

74. Deve-se frisar, porém, que o próprio Parecer CVM nº 35 deixa expresso que a sua aplicação é direcionada, especificamente, para a hipótese do artigo 264 da Lei nº 6.404, de 1976, que "criou um regime especial para as operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo a companhia controladora e suas controladas ou companhias sob controle comum", caso em que o controlador pode, via de regra, exercer seu direito de voto. Portanto, a situação prevista no Parecer não excepciona, em absoluto, a previsão do parágrafo 1º do artigo 115, ora em análise.

75. Assim, não obstante os esforços empreendidos, entendo que o Comitê proposto pela Tractebel não elimina, de maneira efetiva, o problema do conflito de interesses, razão pela qual não vejo a medida como suficiente para superar a proibição de voto prevista no parágrafo 1º do artigo 115 da Lei 6.404/76.

76. Nesse sentido, é preciso que as propostas visem, em casos como o presente, à efetiva proteção dos acionistas minoritários, incluindo, por exemplo, a participação ativa destes na negociação das condições dos contratos que gerem as situações de conflito.

Também pela aplicação da teoria do *conflito formal* à hipótese discutida no Caso Tractebel, o Diretor Marcos Pinto proferiu interessante voto, à luz da eficiência econômica e benefícios ao mercado, para reforçar e justificar seu entendimento de que o impedimento de voto da GDF Suez na hipótese seria o mais recomendado. Concluiu que a interdição do voto do acionista controlador nesses casos estimularia a elaboração de propostas eficientes, em linha com o interesse da companhia, às quais os acionistas minoritários naturalmente não se oporiam<sup>200</sup>. Trazemos, abaixo, trecho que aborda esta perspectiva, trazida em manifestação de voto do Diretor Marcos Pinto:

19. Mas será que deixar a decisão de realizar ou não uma operação importante nas mãos dos minoritários não é demais? Não estaremos subvertendo o princípio da maioria? Acredito que não. Primeiro, porque se trata de uma situação esporádica: não é sempre que operações desse tipo são submetidas a aprovação da assembleia. Segundo, porque, mesmo impedido de votar, o controlador continua tendo grande

---

<sup>200</sup> Comissão de Valores Mobiliários, "Caso Tractebel" – Processo CVM nº RJ2009/13179. Manifestação de voto do Diretor Marcos Pinto. Rio de Janeiro, 9 de setembro de 2010. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/decisoes/2010/20100909\\_R1/20100909\\_D09.html](http://www.cvm.gov.br/decisoes/2010/20100909_R1/20100909_D09.html)>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

influência sobre o negócio, já que figura como contraparte no contrato; não só os termos do contrato, como a própria realização da operação, dependem do seu consentimento.

20. Quando a lei impede o controlador de votar em situações de conflito, ela não está abandonando a regra da maioria e sim exigindo que essa deliberação excepcional seja aprovada por uma maioria especial, composta pelo controlador e pela maioria dos demais acionistas presentes à assembléia. Não custa lembrar, aliás, que a regra da maioria só é utilizada nas deliberações societárias porque a unanimidade tem um custo de implantação muito elevado. Nada mais natural, portanto, do que exigir uma maioria especial, mais próxima da unanimidade, naquelas situações em que a regra da maioria não funciona a contento.

21. E a regra da maioria realmente não funciona a contento quando o acionista controlador tem interesse conflitante com o da companhia. Em situações normais, o controlador está em ótima situação para decidir em nome de todos os acionistas, pois ele é o maior beneficiado ou o maior prejudicado pelo sucesso ou insucesso da companhia. Já nas situações de conflito de interesses, não é exatamente isso o que ocorre.

22. Um acionista que pretende celebrar um contrato com a companhia tem incentivos para fazê-lo ainda que o contrato não seja necessário; um acionista que negocia um ativo com a companhia tem incentivos para cobrar dela o máximo possível, ainda que valores mais baixos pudessem ser obtidos no mercado. Na prática, o controlador sempre terá incentivos econômicos para favorecer a si próprio em detrimento da companhia.

Por fim, vencido o Diretor Eli Loria, que se manifestou pela aplicação da teoria do *conflito substancial* para justificar a possibilidade de voto da GDF Suez nas deliberações, cujo objeto eram os contratos bilaterais celebrados com a Tractebel. Seguindo entendimento do Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos nos Casos TIM e PREVI, apontou ainda importantes contradições e problemas na aplicação da teoria do *conflito formal*<sup>201</sup>:

Concluindo, em linha com a orientação geral da lei societária de "defesa do minoritário sem inibir o legítimo exercício do poder da maioria", me manifesto no sentido de que o conflito de interesses de que trata o art. 115 da lei societária, via de regra, deve ser apreciado *ex-post*, ou seja, o voto pode ser dado e a análise de sua validade é realizada posteriormente, devendo o acionista sempre votar no interesse da companhia e, destaque-se quanto ao acionista controlador, que a lei adicionalmente determina que seu voto considere, ainda, o interesse público. (...)

Caso não seja acolhido tal entendimento ficarão as indagações de sempre: quem, *a priori*, diz que o acionista está em conflito? Quais os poderes do Presidente da Mesa na Assembleia Geral para dirimir o conflito suscitado?

---

<sup>201</sup> Comissão de Valores Mobiliários, "Caso Tractebel" – Processo CVM nº RJ2009/13179. Manifestação de voto do Diretor Eli Loria. Rio de Janeiro, 9 de setembro de 2010. Disponível em: < [http://www.cvm.gov.br/decisooes/2010/20100909\\_R1/20100909\\_D09.html](http://www.cvm.gov.br/decisooes/2010/20100909_R1/20100909_D09.html)>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

Diante de todo o exposto, entendo, no caso concreto, que o controle do voto do acionista controlador deve se dar *ex-post* e voto pela reforma do entendimento da SEP.

Ao examinar o posicionamento do Colegiado no Caso Tractebel, entendemos louvável o voto divergente apresentado pelo Diretor Eli Loria e criticáveis os fundamentos apresentados pelos Diretores Aleksandro Broedl e Marcos Pinto para justificar a opção pela teoria do *conflito formal*<sup>202</sup>. Nos parece que os esforços empreendidos pela Tractebel e seu acionista controlador, GDF Suez, foram inclusive além do exigido por lei para garantir a comutatividade do contrato bilateral celebrado.

Conforme examinado acima (ver item 3.4.2), o acionista controlador é expressamente autorizado a contratar com a companhia, desde que em condições equitativas (parágrafo 1º, alínea *f* do artigo 117 da Lei das S.A.). O voto do acionista controlador, em condições equitativas, é expressão do princípio majoritário, condutor das deliberações sociais (ver item 3.1.2). Como tal, o acionista controlador somente estará impedido de votar nas deliberações referentes a contratos celebrados com a companhia em condições que lhe favoreçam e que, além disso, gerem prejuízo, efetivo ou potencial, à companhia ou a outros acionistas<sup>203</sup>.

No caso concreto, considerando os mecanismos implementados por GDF Suez e Tractebel para garantir a comutatividade da operação, não há justificativas razoáveis que nos convençam pelo impedimento de voto na hipótese. Pelo contrário, em nossa opinião a CVM perdeu oportunidade única de celebrar a diligência do acionista controlador, cristalizada pela conduta da GDF Suez na hipótese tratada pela autarquia.

O Caso Tractebel poderia, inclusive, servir de *benchmark* para o mercado de bom uso do Parecer de Orientação CVM nº 35/08 em favor da

---

<sup>202</sup> Também votaram no Caso Tractebel o Diretor Otavio Yazbek, que seguiu integralmente o voto do Relator, e a Presidente Maria Helena Santana, que divergiu quanto aos fundamentos. Por tocar a temática do benefício particular, examinaremos este voto no item 4.4 deste trabalho.

<sup>203</sup> No direito norte-americano, este tipo de transação em condições favoráveis é denominada *non-arms length transaction*.

comutatividade das transações entre acionista controlador e companhia, servindo de legítimo instrumento de *corporate governance*. Tanto assim, que após a decisão do Colegiado, impedindo a GDF Suez de votar, a operação examinada foi aprovada pela unanimidade dos votos dos acionistas minoritários presentes à assembleia<sup>204</sup>.

#### 3.4.3.4 – PAS CVM nº RJ2013/6635 (“Caso Eletrobras”)<sup>205</sup>

Mais recentemente, o Colegiado enfrentou novamente a questão do conflito de interesses em um caso cercado de circunstâncias excepcionais, por se tratar de voto da União Federal como acionista controladora da Centrais Elétricas Brasileiras S.A. – Eletrobras, sociedade de economia mista. No Caso Eletrobras, a questão levada ao Colegiado foi a legalidade do voto da União Federal na AGE de 3 de dezembro de 2012, que tratou da renovação de concessões de energia elétrica pela Eletrobras, perante a própria União Federal.

Importante elemento deste caso era que a renovação antecipada das concessões estaria condicionada à renúncia de direitos da Eletrobras perante a União Federal<sup>206</sup>. Com isso, já que a União Federal estaria nas duas pontas

<sup>204</sup> Informação que consta da Ata da AGE da Tractebel de 19 de outubro de 2010, que apresenta como primeiro item da ordem do dia: “*I. Ratificar a operação de aquisição da totalidade das ações ordinárias de emissão da Suez Energia Renovável S.A. (“SER”) detidas pela GDF Suez Energy Latin America Participações Ltda.*”. Disponível em:

<<http://siteempresas.bovespa.com.br/consbov/ArquivoComCabecalho.asp?motivo=&protocolo=264066&funcao=visualizar&Site=C>>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

<sup>205</sup> Comissão de Valores Mobiliários, “Caso Eletrobras” – Processo CVM nº RJ2009/13179. Rio de Janeiro, 26 de maio de 2015. Disponível em:

<[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20150526\\_PAS\\_RJ20136635.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20150526_PAS_RJ20136635.pdf)>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

<sup>206</sup> Outro elemento do Caso Eletrobras são os deveres da União Federal, como acionista controladora, sob o regime do artigo 238 da Lei das S.A. Seguindo por unanimidade de votos a Diretora-Relatora Luciana Dias, o Colegiado definiu em que consiste o “*interesse público que justificou a criação da companhia*”, que deve ser perseguido pela União Federal no exercício do poder de controle da sociedade de economia mista. Primeiro, diferenciou-se os interesses públicos primários e secundários do Estado. Enquanto os interesses públicos primários seriam aqueles “*da coletividade propriamente ditos*”, os interesses públicos secundários seriam aqueles atinentes à atuação do Estado enquanto pessoa jurídica autônoma, que persegue seus próprios interesses. Exemplo de interesse público secundário seria o aumento da carga tributária em detrimento dos contribuintes, com base na motivação única de aumentar a arrecadação. É interesse que em nada se confunde com o interesse público primário – em alguns casos, inclusive, o interesse público secundário será conflitante com o interesse público primário. Com base nisso, somente o interesse público primário poderia ser considerado como interesse público “*que justificou a criação da sociedade de economia mista*”. Com isso, a autorização para que o Estado acionista controlador

da negociação – como acionista controladora, de um lado; como contraparte da Eletrobras e beneficiária desta renúncia, de outro – discutiu-se a eventual configuração de conflito de interesses.

Em voto condutor, acompanhado por unanimidade de votos pelo Colegiado, a Diretora-Relatora Luciana Dias primeiro estabeleceu que o Estado acionista controlador está sujeito à disciplina do conflito de interesses do parágrafo 1º do artigo 115 da Lei das S.A. Esta disciplina se aplica, segundo seu entendimento, conjuntamente à disciplina especial que rege as sociedades de economia mista (Capítulo XIX da Lei das S.A.)<sup>207</sup>. Em seguida, passou à análise do voto da União Federal na AGE de 3 de dezembro de 2012.

Interpretando que a renúncia de direitos imposta à Eletrobras para renovação dos contratos de concessão seria potencialmente prejudicial à companhia, o Colegiado entendeu que se tratava de hipótese de conflito de interesses entre a União Federal e a Eletrobras. Ainda que o efetivo prejuízo decorrente dessa renúncia de direitos não pudesse ser apurado *ex ante*, o Colegiado seguiu voto da Diretora-Relatora Luciana Dias pela aplicação da teoria do *conflito formal*:

105. Em uma sociedade de economia mista com acionistas privados, as salvaguardas da Lei nº 6.404, de 1976, não devem ser vistas como óbices à concretização do interesse público que justificou a criação da companhia, mas

---

adote uma postura não maximizadora dos lucros não pode ser confundida com a autorização para a renúncia de direitos ou para a condução das atividades da companhia de modo deficitário.

<sup>207</sup> Sobre este ponto, pertinentes as observações da Diretora-Relatora Luciana Dias sobre a inserção das sociedades de economia mista no sistema da Lei das S.A.: “79. (...) *nada no Capítulo XIX da Lei nº 6.404, de 1976, dedicado às sociedades de economia mista, autoriza a alteração do regime vigente para a companhia ou para os administradores. Ao contrário, conforme já comentado, em mais de uma oportunidade, este capítulo confirma a aplicação do regime estabelecido por referida lei às sociedades de economia mista (art. 235) e a seus administradores (art. 239, parágrafo único).* 80. *Assim, estender um regime diferente do previsto nos dispositivos gerais da Lei nº 6.404, de 1976, dependeria de um difícil esforço interpretativo que não me parece conveniente.* 81. *Isso porque o regime da Lei nº 6.404, de 1976, em especial o art. 115, § 1º, é rodeado de mecanismos que visam a estabelecer um equilíbrio entre os diversos interessados na atividade empresarial (...).* 82. *Certamente o Capítulo XIX da Lei nº 6.404, de 1976, não quis destruir esse equilíbrio. Ao contrário, os comandos desse capítulo reafirmam os mecanismos que estabelecem esse balanço entre os diversos interesses dentro da companhia e, muitas vezes, são até mais rigorosos que as regras existentes na parte geral da lei (...)*”

(Comissão de Valores Mobiliários, “Caso Eletrobras” – Processo CVM nº RJ2009/13179. Voto da Diretora-Relatora Luciana Dias. Rio de Janeiro, 26 de maio de 2015. Disponível em: < [http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20150526\\_PA\\_S\\_RJ20136635.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20150526_PA_S_RJ20136635.pdf)>. Acesso em: 6 de junho de 2017.).

como balizas que limitam, condicionam e dão forma à própria satisfação desse interesse. São regras do jogo, a que o Estado aderiu e se submeteu espontânea e livremente quando confiou às companhias a realização de finalidades públicas.

106. O mesmo raciocínio vale para o impedimento de voto em situação de conflito de interesses. Não tenho dúvidas de que o art. 115, §1º, impede um dado acionista de votar, em assembleia, a renúncia a um direito de ação da companhia em face dele próprio, e isso independentemente do mérito da ação ou da sua probabilidade de êxito – circunstâncias que poderiam importar somente se se adotasse uma interpretação substancial da norma de conflito de interesses, mas que não têm relevância quando a leitura que se faz desse dispositivo pretende proteger apenas a legitimidade e a higidez do processo decisório da companhia, não a correção ou o acerto de seus resultados.

107. Nesse contexto, invocar a satisfação do interesse público que justificou a criação da companhia pouco contribui para afastar esse impedimento. O art. 115, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, condiciona o controle exercido pelo poder público e a sua pretensão de orientar a atividade da companhia de forma a atender aquele interesse público. Havendo simultaneamente uma situação de conflito, o acionista controlador público estará impedido de votar.

Tal como no julgamento do Caso Tractebel, entendemos criticável a aplicação da teoria do *conflito formal* à hipótese, pelos motivos já expostos (ver item 3.3.3.4). Neste caso, não havia evidências de que a renúncia a direitos – exigida para a renovação antecipada da concessão – importaria em prejuízos efetivos para a Eletrobras. Nesse sentido, a administração da Eletrobras justificou sua posição arguindo que a renovação antecipada seria firmada com base no interesse da companhia e em linha com o interesse público que justificou sua criação (garantia da continuidade dos serviços de geração e transmissão de energia elétrica). Importante notar, neste ponto, a

diferença fundamental entre uma companhia controlada por capitais privados e uma sociedade de economia mista<sup>208\_209</sup>.

Por esses motivos, tal como exposto em relação ao Caso Tractebel e seguindo a fundamentação dos votos do Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos nos Casos TIM e PREVI (ver itens 4.3.3.1, 4.3.3.2 e 4.3.3.3), nossa posição é que não se deve falar na interdição *ex ante* do voto do acionista controlador sem prova de efetiva lesão ao interesse da companhia, quanto mais no caso de uma sociedade de economia mista. Conforme examinado (ver item 3.4.2), foi justamente para lidar com o problema do voto conflitante com o interesse da companhia que a Lei das S.A. previu a possibilidade de

---

<sup>208</sup> Pertinente mencionar crítica de VARGAS ao posicionamento da CVM nos Casos Eletrobras e EMAE (PAS CVM nº RJ2012/1131, julgado em 26 de maio de 2015), levando a discussão para o abuso de poder de controle, que possui *standards* diferentes do *conflito de interesses*: “Conclui, por conseguinte, a CVM [no Caso Eletrobras] pela violação ao art. 115, § 1º, da Lei das Sociedades Anônimas, pela violação da União em votar e aprovar a matéria em situação de claro conflito de interesses, como formuladora da política em questão e, simultaneamente, na qualidade de acionista controladora da Eletrobras. A CVM não chegou a encaminhar a questão pelo abuso de controle e pela violação do art. 117 da aludida Lei, eximindo-se de avaliar o mérito da política governamental em questão, embora registrando que a União, autora da política, não poderia ter a isenção para aprová-la na assembleia geral de acionistas da Eletrobras. Isso sem embargo da ação deliberada de fazer a companhia atender a determinação de governo contrária a seus legítimos interesses, e logo detrimental a ela e aos acionistas minoritários. (...) [No Caso EMAE, pela] omissão do Estado de São Paulo, a CVM entendeu que houve violação dos deveres fiduciários para com os acionistas minoritários da EMAE, previstos no § único do art. 116 da Lei das Sociedades Anônimas. Aqui, tampouco, a CVM deu o passo de enquadrar o Poder Público em abuso de controle por omissão, ainda que comissão por omissão, pela inércia no dever de agir, limitando-se a decretar a violação de deveres fiduciários. A decisão também encerra novidade, pois desconecta os deveres fiduciários do art. 116 do abuso de controle do art. 117, tratando-os de forma independente” (VARGAS, Manoel. *A Crise das Sociedades de Economia Mista no Brasil: Limites da Subordinação ao Interesse Público*. In: VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (Org.). *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017, pp. 78 e 79).

<sup>209</sup> Nota: Cabe destacar que, após a apresentação desta monografia, o entendimento da CVM foi reformado pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional – CRSFN, em sessão de julgamento de 28 de junho de 2017, que decidiu pela absolvição da União Federal, por maioria (quatro votos a favor, quatro votos contra, prevalecendo o voto de qualidade da Presidente do CRSFN). No mesmo dia, a CVM imediatamente divulgou o Comunicado ao Mercado nº 07/2017, por meio do qual reafirmou o entendimento do Colegiado sobre a matéria. Em breve resumo sobre as razões da decisão do CRSFN, entendeu-se que a Eletrobras teria cumprido com o interesse público que justificou sua criação, já que as vantagens da renovação dos contratos de concessão seriam imediatas, palpáveis e atreladas às diretrizes públicas traçadas para o setor elétrico no Brasil. Com base nisso, o CRSFN considerou que a União teria cumprido com o seu dever de exercer o poder de controle (inclusive por meio do voto) seguindo o interesse público que justificou a criação da Eletrobras, de modo que, conforme o regime específico aplicável às sociedades de economia mista (nos termos do artigo 238 da Lei das S.A.), o interesse pública na renovação das concessões e continuidade na prestação dos serviços de energia elétrica seria mais relevante e concreto do que o interesse da Eletrobras em manter a faculdade de exercer eventuais direitos preexistentes contra a União (Comissão de Valores Mobiliários. *Comunicado ao Mercado nº 07/2017*. Rio de Janeiro, 28 de junho de 2017. Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20170628-3.html>>. Acesso em: 28 de junho de 2017).

anulação judicial dessas deliberações (parágrafo 4º do artigo 115 da Lei das S.A.), seguindo o prazo prescricional de dois anos previsto no artigo 286 da Lei das S.A.

Entendemos, portanto, descabida e indevida a ingerência da CVM nesses casos, sem que se tenha prova da materialidade do conflito, para interditar o voto do acionista controlador.

### 3.5 – Benefício particular

#### 3.5.1 – Conceito

O benefício particular está previsto na segunda parte do parágrafo 1º do artigo 115 da Lei das S.A., conforme destacado abaixo:

Art. 115 (...)

§ 1º **O acionista não poderá votar nas deliberações da assembléia-geral** relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador, nem em quaisquer outras **que puderem beneficiá-lo de modo particular**, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia. (grifamos)

À semelhança da proibição de voto e diferente do conflito de interesses, a hipótese do benefício particular é de impedimento objetivo de voto, em caráter *ex ante*, não cabendo qualquer exame quanto à materialidade do benefício. No entanto, diferente das hipóteses de proibição de voto, que vedam o exercício do direito de voto com a finalidade de resguardar os interesses da companhia contra eventuais abusos na votação de próprio laudo ou aprovação das próprias contas como administrador, no benefício particular a percepção de um benefício pelo acionista é requisito<sup>210</sup>.

<sup>210</sup> Sobre a origem e natureza do benefício particular, pertinente citar VALLADÃO: “*O próprio Valverde, redator do anteprojeto [do Decreto-Lei nº 2.627/1940], porém, deu como fonte do dispositivo [do benefício particular] o art. 142 do Decreto 434[ de 1891], ressaltando, em seus comentários, que os referidos benefícios representavam, quase sempre, uma recompensa pelos trabalhos ou serviços prestados pelo acionista à companhia. Neste passo, portanto, o legislador não teve em mente os benefícios ou vantagens indevidos, de caráter extra-social, de que cuida o § 243, inciso 2, da Lei Acionária Alemã, mas benefícios perfeitamente lícitos, que a lei permite sejam atribuídos aos acionistas. Onde se vê influência nítida do mencionado dispositivo da lei alemã é, como se salientou, no caput do art. 115, que se refere ao voto proferido pelo acionista com a finalidade de obter, para si ou para outrem, “vantagem a que não faz jus” (aqui sim, a vantagem indevida, decorrente do voto abusivo). Ora, a vantagem indevida, capaz de acarretar prejuízos à*

### 3.5.2 – *Interpretação restritiva v. interpretação ampliativa*

Para que seja possível continuar a desenvolver o conceito de benefício particular, necessário remeter a uma divergência que nasceu nos julgados do Colegiado da CVM, consistindo na ampliação do conceito de benefício particular vis-à-vis o conceito adotado pela doutrina tradicional. A divergência fundamental entre essas diferentes correntes, que denominaremos *interpretação restritiva* e *interpretação ampliativa*, diz respeito à admissão, ou não, de benefícios extrassociais no conceito de benefício particular. De plano, não há como deixar de manifestar nossa preferência pela primeira corrente, sendo indevida qualquer ampliação no conceito de benefício particular previsto na Lei das S.A.

Conforme a doutrina tradicional, a interpretação mais alinhada ao sistema da Lei das S.A. é a *interpretação restritiva* do benefício particular. Trata-se de vantagem lícita, recebida na condição de acionista e perante os demais acionistas da companhia, que rompe a igualdade entre os sócios de idêntica classe e espécie de ações<sup>211</sup>. Por todos, recorreremos à lapidar definição de MIRANDA VALVERDE, que comenta o benefício particular sob o Decreto-Lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940 (“Decreto-Lei nº 2.627/1940), cujo conceito foi mantido na Lei das S.A.<sup>212</sup>:

Se – para exemplificar – a assembléia geral resolve atribuir (art. 87, parág. único, g) uma bonificação a determinados acionistas, por este ou aquele motivo não

---

*companhia ou aos outros acionistas, conforme acentua o próprio Leães, somente pode ser verificada mediante um juízo de mérito e não um juízo puramente formal. Não é o caso, porém, da hipótese questionada, como seu viú, em que, por meio de um critério formalístico, permite-se apurar o conflito no exercício do voto. Pode-se concluir, assim, que na hipótese de deliberação que beneficie o acionista de modo particular, está-se também, tal como nas duas primeiras hipóteses previstas no § 1º do art. 115, diante de um caso de divieto di voto, sendo nulo o voto proferido em desrespeito à proibição, independentemente de qualquer indagação acerca do conteúdo da deliberação ou de eventual prejuízo, potencial ou atual, à companhia.”* (VALLADÃO AZEVEDO E NOVAES FRANÇA, Erasmo. *Conflito de Interesses nas Assembleias de S.A. (e outros escritos sobre conflito de interesses)*. 2ª ed., São Paulo: Malheiros, 2014, pp. 95 e 96.)

<sup>211</sup> Conforme indicada VALLADÃO DE AZEVEDO E NOVAES FRANÇA, a referência ao benefício particular no parágrafo 1º do artigo 115 da Lei das S.A. tem origem no artigo 85 do Decreto-Lei 2.627/1940 (*Ibid.*, p. 77), que dizia “*O acionista não poderá votar nas deliberações da assembléia-geral relativas ao laudo de avaliação dos bens com que concorrer para a formação do capital social, nem nas que venham a beneficiá-lo de modo particular*”.

<sup>212</sup> MIRANDA VALVERDE, Trajano de. *Sociedades por ações*. 3ª ed., vol. I, Rio de Janeiro: Forense, 1959, p. 67.

poderão eles, como diretamente interessados, tomar parte nessa deliberação. Esta, com efeito, virá a beneficiá-los de modo particular, quebrando, ainda que justo seja o tratamento, e a lei o permita, a regra de igualdade de tratamento para todos os acionistas da mesma classe ou categoria (art. 78). A vantagem conferida a um ou mais acionistas, comumente, consiste em uma participação nos lucros líquidos da companhia, durante certo tempo, ou no direito, algumas vezes extensivo aos herdeiros, de receber determinada soma, por mês, ou anualmente, a título de pensão ou aposentadoria. Representa quase sempre, a recompensa pelos trabalhos ou serviços prestados pelo acionista à companhia.

VALLADÃO elabora sobre este conceito, diferenciando o benefício particular das hipóteses que ensejam o voto abusivo (conflito de interesses), tendo por base a natureza da relação bilateral formada entre acionista e companhia. O benefício particular se caracteriza quando o acionista recebe determinado benefício na condição de sócio e perante os demais acionistas – que, frise-se, é perfeitamente lícito. A restrição ao exercício do direito de voto decorre da natureza gratuita ou aleatória do negócio, o que rompe a isonomia entre os acionistas. Por outro lado, se comutativo o negócio, qualquer vantagem obtida pelo acionista será indevida e caracterizará abuso, tratando-se de hipótese de conflito de interesses. Esclarecedoras, a esse respeito, as considerações do autor<sup>213</sup>:

Benefício particular, portanto, é a vantagem *lícita*, que pode ser concedida a um ou mais acionistas. Está aí para confirmá-lo o disposto no art. 84, VI, da Lei 6.404, que ao cuidar do prospecto, diz: “Art. 84. O prospecto deverá mencionar, com precisão e clareza, as bases da companhia e os motivos que justifiquem a expectativa de bom êxito do empreendimento, em especial: (...); VI – as vantagens particulares – *veja-se que a lei usa, como sinônimo de benefício particular, a palavra vantagem* – a que terão direito os fundadores ou terceiros, e o dispositivo do projeto do estatuto que as regula”.

O acionista não pode votar, porque está-se-lhe concedendo um *favor*, que muitas vezes, inclusive, é difícil de avaliar, representando algo *aleatório*. Repita-se o exemplo da aposentadoria: concede-se a vantagem de aposentadoria para o acionista fundador, extensiva aos herdeiros. Como vai se aferir se isto é comutativo ou não? O acionista estaria se outorgando um prêmio. Da mesma forma, emitem-se partes beneficiárias, que concedem direito ao lucro, aos acionistas fundadores, pelo prazo de dez anos? A quanto montarão esses lucros?

Há de haver, assim, um *favor* ao beneficiário, *na sua condição de acionista, que recebe mais do que dá* – Valverde e diversos outros autores acentuam o caráter *contratual* desse ato, em favor do interessado, *rompendo o princípio da igualdade*

---

<sup>213</sup> VALLADÃO AZEVEDO E NOVAES FRANÇA, Erasmo. *Conflito de Interesses nas Assembleias de S.A. (e outros escritos sobre conflito de interesses)*. 2ª ed., São Paulo: Malheiros, 2014, pp. 294 e 295.

*entre os sócios.* Ou, de qualquer forma, uma situação em que não seja possível aferir, de antemão, o caráter *comutativo* do ato, como na hipótese do direito aos lucros futuros – que poderão até não existir. Como quer que seja, a lei permite tais vantagens, tratando-se, pois, de negócios lícitos.

E quando ocorre o conflito de interesses? Ocorre quando o acionista busca uma vantagem *ilícita*. (...) Esta é, pois, a distinção, em nosso entender. O benefício particular é a vantagem lícita, que pode ser outorgada estatutariamente, mas que impede o acionista beneficiário de votar, porque representa um *favor* ou algo *aleatório*. Tem, geralmente, um caráter de liberalidade, mesmo quando se trata de compensar serviços prestados.

Quando o acionista, porém, busca uma vantagem ilícita, abusiva, com o exercício do voto, em detrimento, atual, ou mesmo potencial, da companhia ou outros acionistas, caracteriza-se o conflito de interesses. (grifos do autor)

Em sentido oposto, difere fundamentalmente da *interpretação restritiva* do benefício particular o conceito da *interpretação ampliativa*. Primeiro aplicada pelo Colegiado da CVM no Caso Telemar e primeiro manifestada pelo então Diretor Marcelo Trindade no Caso TIM, a *interpretação ampliativa* defende que constitui benefício particular qualquer tipo de benefício ou vantagem percebida pelo acionista. Independe, portanto, da percepção do benefício na condição de sócio, perante os demais acionistas, podendo decorrer também da condição de parte em contrato bilateral celebrado com a companhia.

De plano, verifica-se que o principal exemplo de benefício extrassocial que supostamente caracterizaria benefício particular – contratação bilateral com a companhia, conforme voto divergente, vencido, do então Diretor Marcelo Trindade no Caso TIM (ver item 3.5.4.1) – vai diretamente de encontro à *interpretação restritiva*, visto que o negócio possui natureza comutativa, e não gratuita ou aleatória. Com isso, entendemos ser inevitável que esta interpretação se mostre inconsistente com o sistema da Lei das S.A. Evidencia a confusão entre os conceitos de conflito de interesses e benefício particular, modalidades de restrição ao exercício do direito de voto que possuem características muito próprias e distintas entre si.

Além disso, notamos que a *interpretação ampliativa* do conceito de benefício particular não encontra qualquer amparo na doutrina societária tradicional. Conforme se extrai do voto do então Diretor Marcelo Trindade

no Caso TIM, a construção pela *interpretação ampliativa* se deu com base em convicções próprias, embora tendo por referência remota o entendimento de COMPARATO<sup>214</sup>.

Citamos, nesse sentido, passagem do voto do Diretor Marcelo Trindade no Caso TIM:

Nesse ponto, **pessoalmente me parece que a opinião mais acertada é a do Professor Comparato, com a distinção de que, a meu ver, tratando-se de contrato entre o acionista e a companhia, a hipótese é de benefício particular, e não de conflito de interesses genericamente considerado** — dado também entender que tal conflito deva ser apreciado *ex post*.

Na verdade, embora a doutrina sempre considere o benefício particular a que se refere o § 1º do art. 115 como um benefício na qualidade de acionista, tal assertiva parece irrealística, dado que a própria lei, dentre os direitos essenciais dos acionistas, inclui o de serem tratados de maneira idêntica, quando detentores da mesma espécie e classe de ações. Tal regra levaria quase sempre à nulidade da deliberação assemblear que pretendesse conferir direitos especiais a certos acionistas, independentemente da discussão sobre o impedimento de voto.

A mim me parece que, embora tratando de benefício particular, quis a lei extremar uma hipótese mais ampla que as anteriores, porém ainda previamente perceptível, de conflito de interesses, a qual ocorre sempre que se possa atestar prévia e indubitavelmente que a deliberação trará benefício ao acionista, não extensível aos demais, ou à companhia.

Por isso **entendo que na deliberação sobre a celebração de um contrato bilateral entre a companhia e o acionista está previamente impedido o voto deste último**, não porque enxergue necessariamente no contrato um conflito de interesses — interesses que, aliás, normalmente convergem —, mas **porque nele vejo um benefício particular (a contraprestação)**, benefício este que, concedido ao acionista contratante, não é estendido aos demais acionistas, por razões óbvias.  
(grifamos)

Tendo por base a análise de precedentes neste capítulo (ver item 3.5.4), verifica-se que a *interpretação ampliativa* do conceito de benefício particular está superada na jurisprudência do Colegiado da CVM. Impera, atualmente, a *interpretação restritiva* do conceito, seguindo a doutrina

---

<sup>214</sup> Conforme referido acima (ver item 3.4.2), COMPARATO considera que a hipótese de celebração de contrato bilateral entre acionista e companhia está sujeita à disciplina da proibição de voto, admitindo-se a interdição de voto em caráter *ex ante* nesses casos (COMPARATO, Fábio Konder. *Controle conjunto, abuso no exercício do voto acionário e alienação indireta de controle empresarial*. In: *Direito Empresarial – Estudos e Pareceres*. 1ª ed., 2ª tiragem, São Paulo: Saraiva, 1995, p. 91).

societária tradicional, que entendemos ser a interpretação mais adequada e harmônica com o sistema da Lei das S.A.

### **3.5.3 – O Parecer de Orientação CVM nº 34/06: hipótese de benefício particular?**

Para fins deste estudo, necessário tecer algumas considerações sobre o Parecer de Orientação CVM nº 34, de 18 de agosto de 2006 (“Parecer de Orientação CVM nº 34/06”), relevante documento divulgado ao mercado pela CVM em 2006, objeto de diversos precedentes aqui examinados. A edição deste documento teve por finalidade fixar hipóteses em que o Colegiado entende pelo impedimento *a priori* do voto do acionista, em razão da fixação de relação de troca das suas ações que o beneficiário face aos demais acionistas. Trata-se da hipótese de uma operação de incorporação da companhia em outra, sendo esta a justificativa da CVM para a elaboração do desse Parecer:

(...) os mecanismos aventados pelo mercado para a realização de tais operações de migração [de companhias listadas em segmentos tradicionais de negociação da B3 para o Novo Mercado (e potencialmente também para o Nível 2 da B3)] devem sempre obedecer à legislação, e assegurar, na medida prevista na lei e na regulamentação, uma adequada oportunidade de participação dos acionistas não-controladores no processo decisório, especialmente quando importarem em tratamento diferenciado entre acionistas titulares de ações de mesma espécie e classe, ou tomarem por base avaliações que considerem não apenas os direitos econômicos ou políticos atribuídos às ações, mas também suposições de sobrevalorização de ações detidas por certos acionistas não comprovadas por efetivas negociações entre partes independentes.

Por esses motivos, este Parecer de Orientação tem por objetivo divulgar a interpretação da CVM sobre a incidência do impedimento prévio de voto de que trata o § 1º do art. 115 da Lei 6.404/76 em certas deliberações que possam beneficiar de modo particular os acionistas controladores ou proponentes de operações de incorporação ou de incorporação de ações.

Por meio deste documento, a CVM, na prática, declarou ao mercado que passaria a considerar a existência de novas hipóteses de impedimento de voto *a priori*, embora não previstas em lei, com suposto fundamento no *benefício particular* referido no parágrafo 1º do artigo 115 da Lei das S.A. Neste caso, no entanto, entendemos que não há qualquer base legal na Lei

das S.A. para impedir o voto do acionista, seja ele controlador ou não-controlador, conforme razões que já expusemos (ver item 3.5.2).

Conforme se verifica dos precedentes do Colegiado da CVM e dos escritos da doutrina, há essencialmente duas hipóteses de aplicação do Parecer de Orientação CVM nº 34/06. A primeira diz respeito aos casos de incorporação de companhia controlada pela companhia *holding*. Seguindo a regra prevista no Parecer referido, a companhia *holding* estaria impedida de votar na incorporação, sempre que houver relação de troca diferenciada em favor dos controladores.

No entanto, conforme adverte VALLADÃO, há um óbice fundamental ao seguimento desse raciocínio. Segundo o autor, esta posição contraria a própria Lei das S.A., que admite o voto da sociedade controladora na hipótese de incorporação de controlada<sup>215-216</sup>:

Daí porque (...) não me parece ocorrer “benefício particular” nas hipóteses enfocadas no Parecer de Orientação n. 34, *em que se acha de antemão excluída pela lei*, a toda evidência, qualquer caráter de *permitida liberalidade* a quem quer que seja na relação de substituição das ações da incorporada pelas da incorporadora, como se verifica das disposições inequivocamente cogentes do art. 264 da Lei das S.A., sendo possível apurar de plano, outrossim, se a operação é *comutativa* ou *aleatória*. E somente nas hipóteses de negócio *gratuito* ou *aleatório*, como se demonstrou, há benefício particular que proíbe o acionista de votar.

(grifos do autor)

No mesmo sentido, outra evidência da permissão da lei ao voto da companhia *holding* na incorporação de companhia controlada é o remédio escolhido pelo legislador para compensar o acionista dissidente dessa deliberação de incorporação: o direito de retirada<sup>217</sup>. Nesta hipótese, o acionista de companhia controlada cuja espécie e classe de ações forem

<sup>215</sup> Diz a Lei das S.A. neste ponto: “Art. 264. Na incorporação, pela controladora, de companhia controlada, a justificação, apresentada à assembléia-geral da controlada, deverá conter, além das informações previstas nos arts. 224 e 225, o cálculo das relações de substituição das ações dos acionistas não controladores da controlada com base no valor do patrimônio líquido das ações da controladora e da controlada, avaliados os dois patrimônios segundo os mesmos critérios e na mesma data, a preços de mercado, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, no caso de companhias abertas”

<sup>216</sup> VALLADÃO AZEVEDO E NOVAES FRANÇA, Erasmo. *Conflito de Interesses nas Assembleias de S.A. (e outros escritos sobre conflito de interesses)*. 2ª ed., São Paulo: Malheiros, 2014, p. 298.

<sup>217</sup> *Ibid.*, p. 298.

prejudicadas na conversão fará jus ao reembolso das suas ações, conforme previsto no inciso II do artigo 137 da Lei das S.A., exceto no caso de companhias com liquidez e dispersão<sup>218-219</sup>.

Com isso, no tocante às deliberações para a incorporação de companhia controlada, fica evidente que a Lei das S.A. adotou, para todos os efeitos, o critério da *saída* (conferindo direito de recesso) e não o critério da *legitimação* (ao qual alude o Parecer de Orientação CVM nº 34/06)<sup>220</sup>. Entendemos, aqui, descabido o fundamento para a adoção deste último critério, que seria transferir o poder de decisão aos acionistas teoricamente desinteressados. Na hipótese, a Lei das S.A. é expressa em permitir o voto do controlador, motivo pelo qual entendemos *contra legem* – e, portanto, passíveis de questionamento – as disposições do Parecer de Orientação CVM nº 34/06 neste ponto<sup>221</sup>.

A segunda espécie de operação de incorporação com relação de troca diferenciada de ações é o caso da aquisição mediante incorporação de companhia que não tenha com a sociedade incorporadora qualquer relação de controle ou subordinação. Neste caso, por se tratar de partes contrapostas na negociação, que defendem seus próprios e legítimos interesses no negócio, caracteriza a negociação entre partes independentes. Conforme comentários sobre o Caso Duratex-Satipel (ver item 3.5.4.4), VALLADÃO<sup>222</sup> e GALLO e DIAS<sup>223</sup> entendem inexistir qualquer restrição ao exercício do direito de voto quando a fixação da relação de troca se basear no critério do prêmio de

---

<sup>218</sup> Conforme referido no próprio inciso II do artigo 137 da Lei das S.A., os acionistas dissidentes não farão jus ao direito de recesso o titular de ação de espécie ou classe que tenha liquidez e dispersão no mercado.

<sup>219</sup> A *ratio legis* por trás desta exceção é que o acionista titular de ações dotadas de liquidez e dispersão poderá, a qualquer tempo, aliená-las em bolsa.

<sup>220</sup> VALLADÃO AZEVEDO E NOVAES FRANÇA, Erasmo. *Conflito de Interesses nas Assembleias de S.A. (e outros escritos sobre conflito de interesses)*. 2ª ed., São Paulo: Malheiros, 2014, pp. 298 e 299.

<sup>221</sup> No mesmo sentido entende VALLADÃO (VALLADÃO AZEVEDO E NOVAES FRANÇA, Erasmo. *Conflito de Interesses nas Assembleias de S.A. (e outros escritos sobre conflito de interesses)*. 2ª ed., São Paulo: Malheiros, 2014, p. 299).

<sup>222</sup> *Ibid.*, pp. 298 e 299.

<sup>223</sup> GALLO, Giovanna Mazetto; DIAS, Amanda Tayar Duarte. *Impedimento de voto dos controladores na assembleia geral relativa à incorporação – Comentários à decisão da CVM no Processo Administrativo CVM RJ2009/5811*. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. Ano 13, n. 48, abril-junho 2010, pp. 70 e 71.

controle, conferindo valor diferenciado ao acionista controlador, prática essa cuja legalidade é reconhecida na própria Lei das S.A.<sup>224</sup>

Além disso, a Lei das S.A. exige quórum mínimo de 50% da maioria absoluta do capital votante para qualquer deliberação envolvendo incorporação de companhia (inciso IV do artigo 136 e artigo 252)<sup>225</sup>. Para lidar com esta questão, a CVM incluiu previsão no Parecer de Orientação CVM nº 34/06 no sentido de que “*não atuará para reprimir*” o descumprimento do quórum previsto na Lei das S.A.:

A CVM, embora considere que a OPA de permuta seria o meio mais adequado para a realização de operações de migração como as descritas neste Parecer de Orientação, **não atuará para reprimir operações de incorporação** (ou incorporação reversa) de Companhias, ou de suas ações, **caso seja previsto**, inclusive no edital de convocação da assembléia, **que a aprovação dependerá do voto afirmativo dos demais acionistas, inclusive para a formação do quorum legal**, observado tanto o impedimento de voto da Companhia Holding e de seus acionistas (caso detenham diretamente ações da Companhia), quanto, se for o caso, o impedimento de voto dos demais acionistas titulares de ações com voto, referido parágrafo anterior. (grifamos)

Tendo isso em consideração, nos parece indiscutivelmente pertinente a crítica de VALLADÃO, que põe em dúvida a legitimidade da CVM para editar orientação *contra legem* face à Lei das S.A., que em última análise é a norma que lhe confere fundamento de validade<sup>226\_227</sup>:

Se o controlador não votasse, com efeito, não se atingiria o quórum previsto no art. 136, IV, para as operações de incorporação (“metade, no mínimo, das ações com

<sup>224</sup> A respeito, diz o artigo 254-A da Lei das S.A.: “Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle.”

<sup>225</sup> VALLADÃO AZEVEDO E NOVAES FRANÇA, Erasmo. *Conflito de Interesses nas Assembleias de S.A. (e outros escritos sobre conflito de interesses)*. 2ª ed., São Paulo: Malheiros, 2014, p. 255.

<sup>226</sup> *Ibid.*, pp. 298 e 299.

<sup>227</sup> Repetimos, aqui, ponto de atenção levantado no item 1.3.2.2 quanto a eventual responsabilidade funcional em razão de declaração de descumprimento do disposto em lei. A esse respeito, a Lei nº 8.249/92, em seu artigo 11, inciso II, imputa responsabilidade funcional ao funcionário público que “*retardar ou deixar de praticar, indevidamente, ato de ofício*”, sob pena de incorrer nas sanções previstas no artigo 12, inciso III da mesma Lei. Nos parece que este poderia ser o caso dos responsáveis pela aplicação do Parecer de Orientação CVM nº 34/06 no âmbito da Autarquia, considerando o seu dever de ofício de garantir o cumprimento da Lei das S.A. – e demais leis sob sua esfera de competência – pelas companhias abertas.

direito a voto”) e não se compreenderia, minimamente, a previsão de *direito de recesso*...

A lei aqui, portanto – para fazer menção ao aprofundado voto do ilustre relator, diretor Pedro Marcílio –, não adotou a estratégia de *legitimação*, alvitada no Parecer de Orientação 34, mas, sim, a de *saída*; se aquela primeira estratégia é a recomendável – e não estou entrando, aqui, nesse mérito –, só poderia ser adotada, a nosso ver, *de lege ferenda* e não *de lege lata*<sup>228</sup>.

### 3.5.4 – Jurisprudência do Colegiado da CVM

#### 3.5.4.1 – Inquérito Administrativo CVM nº TA-RJ2001/4977 (“Caso TIM”)<sup>229</sup>

No Caso TIM, já estudado em seus efeitos quanto ao conflito de interesses (ver item 3.3.3.1), houve também relevantes discussões entre os membros do Colegiado sobre benefício particular.

O então Diretor Marcelo Trindade, em voto divergente e vencido quanto aos fundamentos para o impedimento de voto, entendeu que o motivo para tal impedimento voto seria a verificação de benefício particular em favor da Tele Sul. Este entendimento foi amparado em parte na posição de COMPARATO, conforme já tratado neste trabalho (ver item 3.5.2).

Em sentido contrário e alinhado à posição da doutrina tradicional, que entendemos certa, se manifestou o Diretor Luiz Antônio Sampaio Campos. Ao apresentar as razões que o levaram a divergir do Diretor Marcelo Trindade, afirmou que não se trataria de hipótese de benefício particular.

Isso porque o benefício particular, se verificado, consistirá sempre em vantagem exclusiva percebida enquanto acionista da companhia e perante os demais acionistas. A condição de parte a um contrato bilateral celebrado com

<sup>228</sup> *De lege ferenda* significa “com base em lei nova”, enquanto que *de lege lata* significa “a lei vigente”. Assim, ao reconstruir a frase com base neste significado, chega-se à seguinte redação: “A lei aqui, portanto – para fazer menção ao aprofundado voto do ilustre relator, diretor Pedro Marcílio –, não adotou a estratégia de legitimação, alvitada no Parecer de Orientação 34, mas, sim, a de saída; se aquela primeira estratégia é a recomendável – e não estou entrando, aqui, nesse mérito –, só poderia ser adotada, a nosso ver, com base em lei nova e não com base na lei vigente”. Com isso, VALLADÃO afirma, de forma elegante, que o Parecer de Orientação nº 34/06 é, na verdade, *contra legem*.

<sup>229</sup> Comissão de Valores Mobiliários, “Caso TIM” – Inquérito Administrativo CVM nº TA-RJ2001/4977. Rio de Janeiro, 19 de dezembro de 2001. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/decisooes/2010/20100909\\_R1/20100909\\_D09.html](http://www.cvm.gov.br/decisooes/2010/20100909_R1/20100909_D09.html)>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

a companhia não configura, portanto, hipótese de benefício particular<sup>230</sup>, interpretação que entendemos ser a mais correta (ver item 3.5.2).

Nesse sentido, é de notória clareza a posição do Diretor Luiz Antônio Sampaio Campos sobre a questão:

95. Isso tudo serve para demonstrar que o conceito de benefício particular está ligado diretamente ao conceito de igualdade entre os acionistas, ou seja, tudo aquilo que dê um tratamento aos acionistas – enquanto acionistas, é bom que se frise – diferente do que está geralmente disponível aos demais acionistas pode representar uma vantagem ou um benefício particular. Rompida esta igualdade, poderia haver um benefício particular.

96. A esse respeito, bem notou Erasmo VALLADÃO, ao explicitar que:

"Nesse passo porém o legislador não teve em mente os benefícios ou vantagens indevidas, de caráter extra-social, de que cuida o parágrafo 243, inciso 2, da Lei Acionária Alemã, mas benefícios perfeitamente lícitos, que a lei permite sejam atribuídos aos acionistas." (ob. cit. pág. 90 – grifou-se)

97. Dito de outra forma, a questão do benefício particular, da vantagem, decorre do tratamento do acionista na qualidade de acionista, e não em outra situação em que eventualmente se encontre o acionista, pois, nesta hipótese, parece-me se enquadrar o conflito de interesses.

Não podemos deixar de enaltecer o voto do Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos neste caso, que zelou pelo emprego da melhor técnica na fundamentação de seu entendimento. Importante mencionar que os fundamentos pela inexistência de benefício particular na hipótese foram seguidos pela Diretora-Relatora Norma Parente e demais membros do Colegiado da CVM.

#### **3.5.4.2 – Processo CVM nº RJ2006/6785 (“Caso Telemar”)<sup>231</sup>**

No Processo CVM nº RJ2006/6785 (“Caso Telemar”), o Colegiado decidiu sobre a aplicação de uma interpretação alternativa do impedimento de voto previsto no Parecer de Orientação CVM nº 34/06, no âmbito de

---

<sup>230</sup> A esse respeito, vale lembrar que a espécie de restrição ao direito de voto que exige um interesse extrassocial do acionista na deliberação é o conflito de interesses (ver item 3.3.1). O benefício particular é benefício que decorre da condição de acionista e se manifesta dentro da esfera social da companhia.

<sup>231</sup> Comissão de Valores Mobiliários, “Caso Telemar” – Processo CVM nº RJ2006/6785. Rio de Janeiro, 25 de setembro de 2006. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/decisooes/2006/20060925\\_R1/20060925\\_D02.html](http://www.cvm.gov.br/decisooes/2006/20060925_R1/20060925_D02.html)>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

operação de reestruturação societária envolvendo a incorporação das ações da Tele Norte Leste Participações S.A. (“Telemar”). Conforme disposto no Parecer de Orientação CVM nº 34/06, o impedimento de voto, em caráter *ex ante*, decorre de qualquer operação de incorporação de ações com relação de troca diferenciada, sendo impedido de votar o acionista beneficiado.

Neste caso, o acionista controlador da companhia incorporadora era dono, ao mesmo tempo, de ações ordinárias e preferenciais da Telemar. A relação de troca diferenciada, por sua vez, atingiria apenas as ações ordinárias. Com isso, discutiu-se a possibilidade de o acionista controlador e demais titulares de ações preferenciais e ordinárias da Telemar exercerem o seu direito de voto apenas com as ações desimpedidas – no caso, as ações preferenciais<sup>232</sup>.

Em voto vencido, o Diretor-Relator Pedro Marcílio se posicionou contra o pedido da Telemar, no sentido de que o impedimento de voto previsto no Parecer de Orientação CVM nº 34/06 seria personalíssimo. Este impedimento seria direcionado não às ações em razão de sua espécie ou classe, mas sim à pessoa do acionista. Com isso, estariam impedidos de votar os acionistas que viessem “*a aumentar sua participação no capital social*” em razão da reestruturação societária – seja com ações ordinárias, seja com ações preferenciais.

Nesse sentido, vale citar entendimento do Diretor-Relator quanto à natureza do benefício particular e sua aplicação no âmbito do Parecer de Orientação CVM nº 34/06:

12. É possível confundir a explicação acima [sobre benefício particular] com a que se enfrenta na discussão do "conflito formal vs. substancial" e a conseqüente querela relativa à revisão *ex-ante/ex-post* da deliberação assemblear. Não é isso, no entanto, o que ocorreria. No caso, estar-se-ia apenas a averiguar, tendo em vista a situação particular de cada acionista, se a sua situação, com relação à deliberação, resulta em benefício particular ou não. Aliás, justamente em razão de o benefício ser particular é que não se pode aplicar uma regra geral.

---

<sup>232</sup> Também foram discutidos dois outros pontos no Caso Telemar, que em benefício da objetividade não trataremos neste trabalho: (i) possibilidade de convocação para a mesma data das assembleias em segunda e terceira convocações; e (ii) possibilidade de redução do quórum de deliberação das ações preferenciais, em terceira convocação, para 25% do capital votante.

13. Não acho, também, que se deva comparar a situação do "benefício particular" à da deliberação em assembléia especial de acionistas preferenciais, prevista no art. 136, § 1º, na qual votam todos os acionistas preferenciais habilitados (*i.e.*, aqueles que tenham sido prejudicados pela deliberação dos acionistas votantes ordinários), mesmo que sejam titulares de ações com direito a voto ou de ações preferenciais beneficiadas com a deliberação ou não prejudicadas. Isso porque esse direito de voto é atribuído ao titular da ação, como um grupo ou classe homogêneo. No caso do "benefício particular", a situação é diversa: mira-se a pessoa que se beneficiou, o impacto que a deliberação tem sobre o acionista e não sobre a ação (como no caso da assembléia especial de acionistas preferenciais). O interesse é sempre o interesse individual (particular) do acionista, e não o seu interesse como integrante de uma espécie de acionistas (direito de um grupo), como no caso da assembléia especial de acionistas preferenciais.

Em voto divergente, vencedor, o Presidente Marcelo Trindade entendeu que o benefício particular nem sempre seria personalíssimo. Segundo o Presidente, duas modalidades de benefício particular poderiam ser identificadas no parágrafo 1º do artigo 115 da Lei das S.A, merecendo tratamentos diversos em cada hipótese.

A primeira consistiria no benefício extrínseco à qualidade de acionista – por exemplo, contrato bilateral entre acionista e companhia. Neste caso, o tratamento personalíssimo em face dos demais acionistas justificaria o impedimento de voto. A segunda, por sua vez, consistiria no benefício experimentado na qualidade de acionista, enquanto titular de ações de determinada espécie ou classe, que venha a obter um benefício exclusivo face às demais espécies ou classes de ações da companhia. Neste último caso, o impedimento de voto não seria personalíssimo, mas sim deveria acompanhar a ação impedida.

O trecho abaixo de sua manifestação de voto, seguida pela maioria dos votos do Colegiado no Caso Telemar, retrata com precisão a posição que o Presidente Marcelo Trindade entende mais adequada sobre o benefício particular previsto no Parecer de Orientação CVM nº 34/06<sup>233</sup>:

23. Quando o impedimento de voto decorrer de benefício particular que se produz na esfera jurídica da pessoa do acionista — necessariamente decorrente de uma situação extrínseca a sua qualidade de acionista, por conta da proibição de

---

<sup>233</sup> Comissão de Valores Mobiliários, “Caso Telemar” – Processo CVM nº RJ2006/6785. Manifestação de voto do Presidente Marcelo Trindade. Rio de Janeiro, 25 de setembro de 2006. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/decisooes/2006/20060925\\_R1/20060925\\_D02.html](http://www.cvm.gov.br/decisooes/2006/20060925_R1/20060925_D02.html)>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

tratamento personalíssimo —, tal benefício determinará a vedação pessoal ao voto daquele acionista. Nesse caso, portanto, o acionista não poderá votar com quaisquer ações que detenha.

24. Este é o caso das duas primeiras hipóteses de impedimento de que trata o § 1º do art. 115 da Lei das S.A., nos quais é correto vincular o impedimento à pessoa do proprietário do bem avaliado, ou à pessoa do administrador, por que essa vinculação decorre de fatores estranhos à condição de acionista (quais sejam, a propriedade de um bem admitido em aumento de capital, cujo laudo de avaliação será submetido à assembléia, ou a condição de administrador, cujas contas serão examinadas).

25. Quando, entretanto, o impedimento de voto alcançar uma categoria de acionistas, porque decorra de um benefício que se produz igualmente por toda essa categoria (como nos casos do Parecer de Orientação 34), ele não se estende à pessoa do acionista, que, portanto, poderá votar com as ações das espécies ou classes não impedidas de que for titular.

26. Entenda-se: o Parecer de Orientação 34 não reconheceu a incidência do impedimento de voto apenas de alguns acionistas titulares da classe ou espécie de ações beneficiada, dependendo de sua situação específica. Reconheceu o impedimento de voto de toda a espécie ou classe, por força de sua situação genericamente considerada, ou da situação particular da classe ou espécie, como se queira.

27. Assim, nos casos tratados pelo Parecer de Orientação 34, de incorporação de companhias ou de ações, em que o impedimento de voto decorre de uma situação relativa a um grupo de pessoas na qualidade de titulares de uma determinada espécie ou classe de ações, e não a um acionista por razões extrínsecas a essa qualidade, não terá lugar a extensão do impedimento de voto às pessoas dos titulares daquela classe ou espécie de ações, sob pena de agredir-se a impessoalidade que deve vigorar nas sociedades anônimas.

Neste caso, discordamos do entendimento do Colegiado. Ainda que tenhamos maior simpatia pela posição do Diretor-Relator Pedro Marcílio, entendemos não haver impedimento de voto na hipótese de incorporação de companhia controlada, que é uma das hipóteses tratadas pelo Parecer de Orientação CVM nº 34/06 (ver item 3.5.3). Ainda assim, seu entendimento está mais alinhado com a interpretação que consideramos mais harmônica com a Lei das S.A. Embora inexistente na hipótese, concordamos que o benefício particular é personalíssimo e impede o acionista de votar, atingindo todas as ações detidas pelo titular, tanto ordinárias quanto preferenciais.

Por outro lado, embora reconhecendo os méritos e a clareza de seu raciocínio, discordamos do conceito de benefício particular aplicado pelo Presidente Marcelo Trindade e seguido pelo Colegiado. Em primeiro lugar,

remetendo novamente à crítica do Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos no Caso TIM, não conseguimos vislumbrar o benefício particular como um benefício extrassocial (*interpretação ampliativa*), no que difere conceitualmente do conflito de interesses, que por definição exige a percepção de uma vantagem extrassocial (ver item 3.5.2). Além disso, em nossa opinião não há dúvidas de que o benefício particular é personalíssimo, atingindo a pessoa do acionista – e não as ações que possui, em função de sua classe e espécie, de forma impessoal.

Tal como manifestado neste trabalho (ver item 3.5.3), nosso entendimento é de que não há benefício particular nas hipóteses tratadas no Parecer de Orientação CVM nº 34/06. Além disso, discordamos da possibilidade de o benefício particular atingir somente a ação, mas não o acionista. Entendemos que o benefício particular só pode ser personalíssimo, neste ponto concordando com o voto do Diretor-Relator Pedro Marcílio.

#### **3.5.4.3 – Processo CVM nº RJ2007/0947 (“Caso Iochpe-Maxion”)**<sup>234</sup>

No Processo CVM nº RJ2007/0947 (“Caso Iochpe-Maxion”), o Colegiado da CVM enfrentou questão muito semelhante àquela decidida no Caso Telemar, no tocante à interpretação do benefício particular previsto no Parecer de Orientação CVM nº 34/06. Tal como no Caso Telemar, o acionista controlador da Iochpe-Maxion era dono, ao mesmo tempo, de ações preferenciais e ordinárias da companhia. Nesse contexto, consultou a CVM acerca de operação que conferia relação de troca diferenciada às ordinárias – no caso, a migração do segmento de governança Nível 1 para o Novo Mercado da B3<sup>235</sup>.

Não havendo mudanças na composição do Colegiado, foi mantida decisão tomada no Caso Telemar, novamente com voto do Presidente-

---

<sup>234</sup> Comissão de Valores Mobiliários, “Caso Iochpe-Maxion” – Processo CVM nº RJ2007/0947. Rio de Janeiro, 22 de maio de 2007. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/decisoes/2007/20070522\\_R1/20070522\\_D06.html](http://www.cvm.gov.br/decisoes/2007/20070522_R1/20070522_D06.html)>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

<sup>235</sup> Como sabido, o Novo Mercado exige que 100% das ações das companhias listadas sejam ordinárias e votantes, o que obriga a conversão de todas as ações em ordinárias para que a migração de uma companhia para o Novo Mercado seja possível.

Relator Marcelo Trindade pela possibilidade de voto com as ações preferenciais no impedimento das ordinárias. Vencido, mais uma vez, o Diretor Pedro Márcilio, nos mesmos termos de seu voto no Caso Telemar (ver item 3.5.4.2).

#### **3.5.4.4 – Processo CVM nº RJ2009/5811 (“Caso Duratex-Satipel”)<sup>236</sup>**

No Processo CVM nº RJ2009/5811 (“Caso Duratex-Satipel”), tratou-se da incorporação de ações da Duratex S.A. (“Duratex”) pela Satipel Industrial S.A. (“Satipel”), com relação de troca diferenciada entre as ações ordinárias e preferenciais da Duratex detidas pelos minoritários e as ações ordinárias detidas pelo acionista controlador. Com base nisso, a área técnica da CVM entendeu que os controladores da Duratex e demais detentores de ações ordinárias poderiam se beneficiar particularmente da relação de troca mais favorável às suas ações.

Em voto vencedor, o Diretor-Relator Marcos Pinto entendeu que a fixação de relação de troca mais benéfica para as ações ordinárias da Duratex, face às ações preferenciais, geraria benefício particular aos seus titulares, que estariam impedidos de votar. Com isso, considerando que toda a classe de ações ordinárias estaria impedida de votar, que seria necessária a convocação de assembleia especial de ações preferenciais para deliberar a questão (em linha com o que foi discutido pelo Colegiado nos Casos Telemar e Iochpe-Maxion, interpretando o Parecer de Orientação CVM nº 34/06).

Este entendimento foi acompanhado por unanimidade pelo Colegiado da CVM, com manifestações de voto proferidas pelos Diretores Otavio Yazbek e Eli Loria<sup>237</sup>. Com isso, o acionista controlador da Duratex foi

---

<sup>236</sup> Comissão de Valores Mobiliários, “Caso Duratex-Satipel” – Processo CVM nº RJ2009/5811. Rio de Janeiro, 28 de julho de 2009. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/decisoes/2009/20090728\\_R1/20090728\\_D02.html](http://www.cvm.gov.br/decisoes/2009/20090728_R1/20090728_D02.html)>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

<sup>237</sup> Os Diretores Otavio Yazbek e Eli Loria apresentaram votos concorrentes no sentido do impedimento de voto, embora divergentes e vencidos quanto aos fundamentos. Preliminarmente à discussão sobre benefício particular, sustentaram que a previsão de relações de troca diferentes para as ações ordinárias detidas por controladores e ações ordinárias detidas por minoritários violaria o disposto no parágrafo 1º do artigo 115 da Lei das S.A. Assim, entenderam que deveria ser respeitada a proporção das ações ordinárias da Duratex quando da sua incorporação à Satipel.

impedido de votar com as suas ações ordinárias, embora nada tenha sido dito quanto ao voto com ações preferenciais. Por isso, entendemos que o Colegiado da CVM manteve o entendimento manifestado nos casos Telemar e Iochpe-Maxion<sup>238</sup>.

#### **3.5.4.5 – Processo CVM nº RJ2008/10832 (“Caso Itaú-Unibanco”)<sup>239</sup>**

No Processo CVM nº RJ2008/10832 (“Caso Itaú-Unibanco”), tratou-se da aplicação do Parecer de Orientação CVM nº 34/06 à operação de incorporação das ações da Unibanco Holdings S.A. (“Unibanco Holdings”) e do Unibanco – União de Bancos Brasileiros S.A. (“Unibanco”) pelo Banco Itaú S.A. (“Itaú”). Foi submetida ao Colegiado da CVM a possibilidade de considerar a negociação entre partes independentes como parâmetro objetivamente verificável, para fins da fixação das relações de troca das ações das companhias incorporadas. Isto, em seu turno, autorizaria o voto do acionista controlador na assembleia que deliberar sobre a incorporação da companhia, ainda que considerada a existência de relação de troca diferenciada entre as ações.

Em seu voto, o Diretor-Relator Otavio Yazbek entendeu que não se tratava de hipótese de aplicação do Parecer de Orientação CVM nº 34/06. Para tanto, considerou que referido Parecer se aplicaria somente às hipóteses em que se estabelece relações de troca diferentes entre espécies de ação da companhia incorporada e, além disso, ao menos uma das relações de troca não tenha sido fixada com base em parâmetros objetivamente verificáveis. No caso concreto, no entanto, ambas as relações de troca foram fixadas com

---

<sup>238</sup> Cabe repisar aqui a crítica feita por VALLADÃO ao entendimento da CVM nos precedentes tratando da aplicação do Parecer de Orientação CVM no 34/2006, já que considera inexistir hipótese de benefício particular nesses casos, exceto quando se verifica a celebração de um negócio não comutativo entre o acionista e a companhia. Ver item 2.5.3. (VALLADÃO AZEVEDO E NOVAES FRANÇA, Erasmo. *Ainda o Conceito de Benefício Particular*: Anotações ao Julgamento do Processo CVM n. RJ-2009/5.811. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. n. 149/150, jan.-dez. 2008, ano XLVII, São Paulo: Malheiros, pp. 321 e 322)

<sup>239</sup> Comissão de Valores Mobiliários, “Caso Itaú-Unibanco” – Processo CVM nº RJ2008/10832. Rio de Janeiro, 10 de julho de 2012. Disponível em: < [http://www.cvm.gov.br/decisooes/2012/20120710\\_R1/20120710\\_D01.html](http://www.cvm.gov.br/decisooes/2012/20120710_R1/20120710_D01.html)>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

base em parâmetros objetivamente verificáveis, conforme explicitado a seguir, o que afasta a aplicação do Parecer de Orientação CVM nº 34/06.

Quanto às ações preferenciais da Unibanco Holdings e do Unibanco, a própria área técnica da CVM reconheceu que a relação de troca das ações foi estabelecida com base em um critério objetivamente verificável. Trazemos, abaixo, passagem esclarecedora do voto do Diretor-Relator a esse respeito

Os critérios escolhidos para a estipulação das relações de troca utilizadas nas incorporações de ações objeto deste processo foram definidos da seguinte forma: (i) para as ações ordinárias do Unibanco e do Unibanco Holdings, as relações de troca foram fixadas com base em negociação entre os acionistas controladores do Unibanco e do Itaú Holding Financeira; e (ii) para as ações preferenciais, a relação de troca foi fixada com base na cotação média nos últimos 45 pregões anteriores a 3.11.2008 das Units (representando, cada uma, uma ação preferencial do Unibanco e uma ação preferencial do Unibanco Holdings) e das ações preferenciais do Itaú Holding Financeira.

Quanto às ações ordinárias, por sua vez, coube ao Colegiado decidir se o fato de a negociação da relação de troca das ações com o Itaú ter se dado entre partes independentes poderia ser caracterizado como objetivamente verificável e, assim, elidir qualquer benefício particular ao acionista controlador. O Diretor-Relator concordou com a tese em questão.

Para esses efeitos, ponderou o seguinte:

7. Há critérios de avaliação diferentes entre espécies de ações emitidas pela companhia, mas não existe fundamento legal, em tais operações, se exigir que o tratamento conferido às diferentes classes seja idêntico ou para se exigir que o critério de avaliação seja o mesmo. O sobrevalor das ações com direito de voto foi determinado por uma negociação independente e, portanto, decorre de dados objetivamente verificáveis. E a CVM tem reiterado em suas decisões que um processo de negociação independente tende a tornar comutativa operação e a demonstrar o cumprimento dos deveres fiduciários previstos em lei.

Com base nesses fundamentos, o entendimento do Diretor-Relator Otavio Yazbek foi seguido pelo Colegiado por unanimidade de votos. Deliberou-se autorizar o exercício do direito de voto do acionista controlador e afastar, por conseguinte, a aplicação do Parecer de Orientação CVM nº 34/06.

### 3.5.4.6 – Processo CVM nº RJ2011/9011 (“Caso Brasil Telecom”)<sup>240</sup>

No Processo CVM nº RJ2011/9011 (“Caso Brasil Telecom”), originado de reclamação apresentada por acionista da Brasil Telecom S.A. (“Brasil Telecom”), discutiu-se a operação de reorganização societária das Companhias Oi, controladas direta ou indiretamente pela Telemar Participações S.A. (“TelePart”), grupo em que se insere a Brasil Telecom. Ao final desta reorganização, todas as demais Companhias Oi seriam incorporadas à Brasil Telecom, que permaneceria como companhia aberta.

Foram, então, submetidas à apreciação do Colegiado três questões: (i) existência de conflito de interesses da TelePart na assembleia da Brasil Telecom que autorizar a operação, com consequente impedimento de voto; (ii) caracterização da bonificação concedida às ações da Brasil Telecom como benefício particular à TelePart, na condição de acionista controladora; e (iii) idoneidade da atuação dos comitês especiais independentes que negociaram as relações de troca das incorporações, constituídos pelas Companhias Oi nos termos do Parecer de Orientação CVM nº 35/08<sup>241</sup>.

O primeiro ponto enfrentado pelo Diretor-Relator Otavio Yazbek foi a questão do suposto impedimento de voto da TelePart, como acionista controladora da Brasil Telecom, pela caracterização de conflito de interesses. A respeito, ponderou que, em linha com precedentes anteriores, a jurisprudência da CVM já estava consolidada no sentido de que o artigo 264, *caput* e parágrafo 4º da Lei das S.A., faculta aos acionistas controladores o

---

<sup>240</sup> Comissão de Valores Mobiliários, “Caso Brasil Telecom” – Processo CVM nº RJ2011/9011. Rio de Janeiro, 16 de fevereiro de 2012. Disponível em: < [http://www.cvm.gov.br/deciso/es/2012/20120216\\_R1/20120216\\_D09.html](http://www.cvm.gov.br/deciso/es/2012/20120216_R1/20120216_D09.html)>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

<sup>241</sup> Foi também discutida a caracterização de abuso no estabelecimento das relações de troca na incorporação, na forma do artigo 11 da Instrução CVM nº 319, de 03 de dezembro de 1999. Sobre este ponto, o Diretor-Relator entendeu descabida a aplicação da vedação estabelecida pelo artigo 11 da Instrução CVM 319/99 às hipóteses de incorporação de ações. Ponderou que a regra em questão se destina à proteção das minorias nas hipóteses em que: (i) a relação de troca é estabelecida unilateralmente pelo acionista controlador; e (ii) as ações da companhia incorporada são ilíquidas, de modo que o valor de mercado não seria capaz de refletir adequadamente o valor de mercado da companhia incorporada. Aplicando a regra ao caso concreto, observou que nenhuma das hipóteses que justificariam a aplicação do dispositivo em questão estavam presentes. Este entendimento foi seguido por unanimidade de votos pelo Colegiado.

direito de votar na incorporação de companhia sob controle comum, o que constitui norma específica face ao parágrafo 1º do artigo 115 da Lei das S.A. Assim, não caberia uma verificação sobre a existência de interesse conflitante, entre companhia e acionista controlador, na assembleia que deliberar sobre a incorporação de companhia controlada.

Em seguida, o Diretor-Relator Otavio Yazbek afastou a configuração de benefício particular na concessão de bonificação às ações da Brasil Telecom. Seguindo a doutrina tradicional, defendeu a aplicação da *interpretação restritiva* de benefício particular (ver item 3.5.2), retomando posição do Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos no julgamento do Caso TIM. Para tanto, observou que, no caso concreto, todos os acionistas da Brasil Telecom seriam beneficiados pela concessão de bonificação, o que afastaria qualquer argumento pela quebra da isonomia entre os acionistas dentro da mesma classe e espécie de ações.

Além disso, o Diretor-Relator Otavio Yazbek observou que, para fins das operações de incorporação de ações no âmbito da reorganização societária, os comitês especiais independentes das Companhias Oi foram regularmente constituídos na forma do Parecer de Orientação CVM nº 35/08. Seguindo análise da área técnica da CVM, o Diretor-Relator registrou que, até o momento do julgamento do caso pelo Colegiado, não havia indícios de que a atuação dos comitês haveria seguido conduta inidônea.

Por isso, entendeu não existir qualquer prova de violação às diretrizes estabelecidas no Parecer de Orientação CVM nº 35/08, cuja finalidade é conferir transparência às operações de incorporação de companhia controlada (artigo 264 da Lei das S.A.). Além disso, registro que foi atendido o objetivo de facilitar a fiscalização sobre o cumprimento dos deveres fiduciários dos administradores.

Com base nesses fundamentos, o Diretor-Relator Otavio Yazbek votou no sentido de autorizar o voto da TelePart na assembleia que deliberar a incorporação de ações das Companhias Oi. O voto do Diretor-Relator foi seguido por unanimidade de votos pelo Colegiado.

### 3.5.4.7 – Processo CVM nº RJ2013/10913 (“Caso Oi-Portugal Telecom”)<sup>242</sup>

No Processo CVM nº RJ2013/10913 (“Caso Oi-Portugal Telecom”), tratou-se de consulta formulada por Oi S.A. (“Oi”) e Tempo Capital Principal Fundo de Investimentos de Ações (“Tempo”) a respeito da operação de reestruturação societária envolvendo Oi e Portugal Telecom SGPS, S.A. (“Portugal Telecom”). Foi submetida à apreciação do Colegiado eventual restrição ao exercício do direito de voto dos acionistas controladores da Oi quanto à avaliação dos ativos apresentados pela Portugal Telecom, utilizados para integralizar parte das novas ações da Companhia, emitidas no âmbito de aumento de capital (“Ativos Portugal Telecom”)<sup>243</sup>.

Em seu voto, vencido pela maioria dos votos do Colegiado, a Diretora-Relatora Luciana Dias acompanhou entendimento da área técnica da CVM no sentido de que a aprovação pela TelePart do laudo de avaliação dos Ativos Portugal Telecom seria hipótese de benefício particular. A Diretora-Relatora seguiu, para tanto, *interpretação ampliativa* do conceito de benefício particular (ver item 3.5.2), votando pela retomada do entendimento do Colegiado nos Casos Telemar e Iochpe-Maxion, seguindo entendimento do ex-Presidente Marcelo Trindade. Entendeu, com isso, pela revisão da posição do Colegiado no Caso Brasil Telecom, no qual adotou-se *interpretação restritiva* do conceito de benefício particular.

No caso em questão, a Diretora-Relatora entendeu que a TelePart estaria impedida de votar por dois motivos.

---

<sup>242</sup> Comissão de Valores Mobiliários, “Caso Oi-Portugal Telecom” – Processo CVM nº RJ2013/10913. Rio de Janeiro, 25 de março de 2014. Disponível em: < [http://www.cvm.gov.br/decisooes/2014/20140325\\_R1/20140325\\_D07.html](http://www.cvm.gov.br/decisooes/2014/20140325_R1/20140325_D07.html)>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

<sup>243</sup> Além da questão do benefício particular, o Colegiado da CVM também apreciou as seguintes questões: (i) concessão de direito de recesso aos detentores de ações ordinárias e preferenciais da Companhia, em razão da incorporação das suas ações à Telemar Participações S.A.; (ii) necessidade de convocação de assembleia especial de preferencialistas, nos termos do artigo 136 da Lei das S.A., para deliberar sobre a operação de incorporação das ações da Companhia à TelePart; e (iii) necessidade de reapresentação, pela Companhia, do formulário previsto no art. 11 da Instrução CVM nº 358, de 03 de janeiro de 2002.

Em primeiro lugar, observou que a avaliação das ações Oi detidas pela TelePart por um critério mais benéfico do que aquele utilizado no aumento de capital da Oi constituiria pagamento de prêmio pela Portugal Telecom à TelePart, acionista controladora da Oi. O benefício particular aos acionistas da TelePart decorreria da diferença entre o preço de subscrição das debêntures conversíveis em ações emitidas pela própria TelePart e pelas *companhias holding* – cujos principais ativos eram ações Oi – e o preço de subscrição das ações Oi no âmbito do seu aumento de capital.

Em segundo lugar, a TelePart estaria impedida de votar porque a integralização dos aumentos de capital da TelePart e companhias holdings pela Portugal Telecom estaria condicionada à aprovação do laudo de avaliação dos Ativos Portugal Telecom na assembleia geral da Oi. Com isso, aplicando a *interpretação ampliativa* de benefício particular, a Diretora-Relatora construiu que o benefício particular existiria ainda que o ato de concessão do benefício à TelePart não fosse objeto da deliberação assemblear. Assim, este fato geraria o impedimento de voto da TelePart na hipótese.

Em voto divergente, vencedor pela maioria dos votos do Colegiado, a Diretora Ana Novaes afastou a configuração de benefício particular e, portanto, afastou o impedimento de voto da TelePart.

Filiando-se à *interpretação restritiva* de benefício particular e seguindo a doutrina tradicional (ver item 3.2.2), votou pela manutenção do entendimento do Colegiado no Caso Brasil Telecom e pela revisão em definitivo do posicionamento anterior do Colegiado, manifestado nos Casos Telemar e Iochpe-Maxion. Além disso, a Diretora Ana Novaes traçou uma importante distinção entre benefício particular e benefícios indiretos decorrentes de uma deliberação, conforme trecho abaixo<sup>244</sup>:

---

<sup>244</sup> Neste ponto, quanto à necessidade do benefício auferido ser diretamente decorrente da deliberação assemblear para que se configure o benefício particular, a Diretora Ana Novaes baseou seu entendimento em voto do ex-Presidente Marcelo Trindade no Caso Telemar, que transcrevemos: “As razões que motivam o voto do acionista são múltiplas, e se relacionam aos mais diversos fatores. A vantagem indireta que um acionista obtenha de uma certa deliberação não deve impedir-lo de votar, apenas os benefícios diretos — como os das duas primeiras hipóteses do § 1º do art. 115 da Lei das S.A., e os do Parecer de Orientação 34. Exemplifique-se com o acionista que,

33. Para que se caracterize o benefício particular, este teria que se corporificar na assembleia em questão ou ser diretamente decorrente da decisão assemblear. E não me parece ser este o caso. Todos os acionistas, independentemente de ser parte do grupo de controle ou minoritário, serão igualmente diluídos pelo aumento de capital na Oi e na incorporação de ações de Oi por Telpart. No caso concreto, nenhum benefício particular é objeto ou resulta da decisão da assembleia. Portanto, não há que se falar em benefício particular no caso em tela.

34. A definição de “benefício particular” proposta no voto da Diretora Relatora alarga, a meu ver, o conceito, confundindo-o, sem embasamento legal e sem suporte na jurisprudência deste Colegiado, com vantagens indiretas que determinados acionistas podem experimentar em decorrência de determinada operação.

Com isso, consignou que o recebimento de benefícios indiretos, como é o caso da TelePart, não é suficiente para interditar o voto do acionista beneficiado. Divergindo da Diretora-Relatora Luciana Dias, rechaçou a possibilidade de se impedir o voto do acionista nesta hipótese e que eventual benefício indireto auferido pela TelePart não estaria coberto pela restrição de voto do benefício particular.

Com base nesses fundamentos e por maioria de votos, o Colegiado acompanhou a posição da Diretora Ana Novaes quanto à inexistência de benefício particular. Assim, foi autorizado o voto da TelePart nas deliberações da Brasil Telecom sobre a reestruturação das Companhias Oi.

#### **3.5.4.8 – Processo CVM nº RJ2015/5021 (“Caso Eneva”)<sup>245</sup>**

No Caso Eneva, estudado acima em seus efeitos quanto à vedação à votação de próprio laudo de avaliação (ver item 3.3.2.1), houve também

---

*endividado, vota a favor da distribuição de dividendos, contando com os recursos para saldar sua dívida. Ou do acionista que vota no mesmo sentido sabendo que deve o preço de subscrição de outras ações emitidas pela mesma companhia, e precisa dos recursos para quitá-lo. Em ambos os casos, será preciso determinar que o voto foi proferido contra o interesse da companhia — isto é, que não era conveniente para a empresa distribuir dividendos —, sem o que o voto é válido.”* (Comissão de Valores Mobiliários, “Caso Telemar” – Processo CVM nº RJ2006/6785. Rio de Janeiro, 25 de setembro de 2006. Voto do Presidente Marcelo Trindade. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/decisoes/2006/20060925\\_R1/20060925\\_D02.html](http://www.cvm.gov.br/decisoes/2006/20060925_R1/20060925_D02.html)>. Acesso em: 6 de junho de 2017).

<sup>245</sup> Comissão de Valores Mobiliários, “Caso Eneva” – Processo CVM nº RJ2015/5021. Rio de Janeiro, 25 de agosto de 2015. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/decisoes/2015/20150825\\_R1.html](http://www.cvm.gov.br/decisoes/2015/20150825_R1.html)>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

relevantes discussões entre os membros do Colegiado sobre benefício particular.

O Diretor-Relator Pablo Renteria, acompanhando posição manifestada pela área técnica da CVM, entendeu que o aumento de capital não geraria benefício particular à E.ON ou a Eike Batista face aos demais acionistas da Companhia, da forma como proposto. O argumento do FIA Dinâmica, rejeitado, foi de que não seria possível que a E.ON e os credores votassem a integralização de sua parcela do aumento de capital em bens, ao passo que os demais acionistas o fariam em dinheiro, pois isso geraria uma quebra de isonomia e, por via de consequência, configuraria benefício particular.

O Diretor-Relator ressaltou que a análise quanto à oportunidade e conveniência da incorporação de determinado ativo compete exclusivamente aos acionistas, tendo em conta o interesse da companhia. Com isso, o fato de que a integralização tenha sido realizada em bens, já que a Lei das S.A. obriga a avaliação desses bens para proteger o capital social, não é suficiente para, por si só, configurar o benefício particular.

Além disso, o Diretor-Relator Pablo Renteria afastou os argumentos do FIA Dinâmica de que Eike Batista estaria impedido de votar pelo fato de ser signatário da Carta de Confirmação e, com isso, supostamente obter alguma vantagem particular em decorrência dessa operação. Para rebater este ponto, o Diretor-Relator reiterou que entende ser legítima a antecipação do voto a ser proferido pelo acionista em assembleia. A Carta de Confirmação refletiria uma negociação entre partes independentes, inexistindo prova de subordinação e afastada o benefício particular no voto de Eike Batista.

O Colegiado, por maioria de votos, seguiu o entendimento do Presidente Leonardo Pereira quanto ao impedimento de voto da E.ON pela suposta incidência da regra de vedação à aprovação do próprio laudo (primeira parte do parágrafo 1º do artigo 115 da Lei das S.A.), afastando o benefício particular (ver item 3.3.2.1). Quanto ao voto de Eike Batista, o

Colegiado seguiu por unanimidade a posição do Diretor-Relator Pablo Renteria, afastando a configuração de benefício particular.

#### **3.5.4.9 – PAS CVM nº RJ2014/0591 (“Caso GPC”)**<sup>246</sup>

No PAS CVM nº RJ2014/0591 (“Caso GPC”), foi proposto Termo de Acusação pela área técnica da CVM contra acionistas detentores de participação conjunta de 37,5% no capital votante da GPC Participações S.A. (“Controladores Minoritários” e “GPC”, respectivamente).

O PAS foi instaurado para apurar a existência de suposto voto irregular dos Controladores Minoritários em duas deliberações: (i) inclusão de cláusula de *Brazilian Pill* no estatuto social da Companhia, com *trigger* da OPA Estatutária fixado em 40% do capital votante, em patamar superior à participação no capital votante detida pelos Controladores Minoritários (37,5% do capital votante); e (ii) inclusão de cláusulas estatutárias prevendo privilégios específicos aos Controladores Minoritários, como acionistas mais antigos da GPC, para a eleição do Presidente do Conselho de Administração e do Diretor-Presidente da companhia<sup>247</sup>.

Quanto ao ponto (i), o Diretor-Relator ponderou que a OPA Estatutária prevista na *Brazilian Pill* seria obrigatória para qualquer acionista que viesse a atingir 40% de participação no capital votante, incluindo os Controladores Minoritários. Este fato teria o efeito de afastar o benefício particular, porque qualquer acionista – pelo menos em tese – poderia vir a

---

<sup>246</sup> Comissão de Valores Mobiliários, “Caso GPC” – Processo CVM nº RJ2008/10832. Rio de Janeiro, 12 de julho de 2015. Disponível em:

<[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2016/20160927\\_PAS\\_RJ2014591.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2016/20160927_PAS_RJ2014591.pdf)>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

<sup>247</sup> Além disso, o Diretor-Relator ponderou que a inclusão de cláusula de *Brazilian Pill* no estatuto social de companhias abertas é fenômeno recorrente, conforme demonstra a prática de mercado. Para tanto, se reportou ao estudo de Érica Gorga que mencionamos (ver item 1.3.1). Além disso, o Diretor-Relator Roberto Tadeu ressaltou que a inclusão de cláusula de *Brazilian pill* em casos de tentativa de tomada hostil de controle é considerado mecanismo válido de *corporate governance*, visando garantir estabilidade à administração da companhia e evitar volatilidade na cotação dos valores mobiliários de sua emissão. Citou, para tanto, o Memorando ao Colegiado elaborado pelos ex-Diretores Otavio Yazbek e Marcos Pinto, que levou à elaboração do Parecer de Orientação CVM nº 36/09 (ver item 2.3 deste trabalho).

acumular participação superior aos 37,5% detidos pelos Controladores Minoritários, sem que isso disparasse a OPA Estatutária.

Nesse sentido, aderindo à *interpretação restritiva* de benefício particular, confirmou entendimento da Diretora Ana Novaes em voto divergente vencedor no Caso Oi-Portugal Telecom. Ressaltou que o exame da validade do voto dos Controladores Minoritários envolve considerar se o benefício auferido por eles com a operação teria sido direto ou indireto. Como a estabilidade do controle minoritário só pode ser tida como um benefício indireto, estaria afastada a configuração de benefício particular:

70. Como sustenta a Defesa, em companhias de controle minoritário, as decisões tomadas em assembleia sempre estarão sujeitas à formação das maiorias eventuais, não se podendo garantir aprioristicamente o predomínio dos Acionistas Vinculados nas decisões sociais.

71. A bem da verdade, reconheço que a inserção da OPA estatutária garante maior estabilidade ao controle minoritário, representando assim uma vantagem para quem o detém. Porém, no presente caso, trata-se de uma vantagem indireta, pois ela decorre de uma deliberação da assembleia que beneficia diretamente e indistintamente a coletividade dos acionistas da GPC, razão pela qual não me parece que a sua adoção seja suficiente para impedir o exercício de voto dos Acionistas Vinculados na AGE de 10.10.2013. A prevalecer o impedimento neste caso haveria, no meu sentir, excessivo cerceamento ao direito de voto sob o pretexto de se coibir eventual conflito de interesses.

Além disso, o Diretor-Relator ressaltou que a OPA Estatutária, quando eventualmente disparada, beneficiaria a todos os acionistas da GPC indistintamente. Isso porque todos os acionistas fariam jus, conjuntamente, ao prêmio fixado no preço da OPA (*tag along* de 125%), que é pago individualmente por ação<sup>248</sup>.

Quanto ao ponto (ii), o Diretor-Relator Roberto Tadeu entendeu que o voto dos Controladores Minoritários para inclusão de previsão estatutária garantindo-lhes o cargo de Presidente do Conselho de Administração (ao qual faria jus o conselheiro-acionista mais antigo) seria hipótese de impedimento de voto por benefício particular, seguindo a mesma *interpretação restritiva*. Para tanto, considerou que o poder conferido ao

---

<sup>248</sup> Neste caso, o prêmio era correspondente a 125% do preço de emissão em aumentos de capital ou distribuições públicas nos 24 meses precedentes ao fato gerador da OPA, atualizado pelo IGP-M.

Presidente do Conselho de Administração para eleger o Diretor-Presidente da Companhia também seria norma desenhada como benefício exclusivo dos Controladores Minoritários. Estariam presentes, nesta hipótese, todos os requisitos de benefício particular – benefício lícito, de natureza contratual, aleatória ou gratuita.

O Diretor-Relator foi acompanhado por unanimidade de votos pelo Colegiado.

#### **3.5.4.10 – Processo CVM nº SEI 19957.003229-2017-81 (“Caso Light-CEMIG”)<sup>249</sup>**

No Processo CVM nº SEI 19957.003229-2017-81 (“Caso Light-CEMIG”), o Colegiado da CVM se manifestou sobre pedido de interrupção de prazo de antecedência de convocação da AGE da Light S.A. (“Pedido de Interrupção” e “Light”), convocada para 13 de abril de 2017, conforme solicitação de Tempo Capital Principal Fundo de Investimento de Ações. O Pedido de Interrupção se justificaria pela suposta existência de benefício particular da Companhia Energética de Minas Gerais – CEMIG na votação de proposta de inclusão de uma *Brazilian Pill* no Estatuto Social da Light.

Instada a se manifestar a respeito do Pedido de Interrupção, a área técnica da CVM constatou que a Light era controlada em conjunto por acionistas cuja participação somada era de 52% do capital votante da companhia, sendo 26% do capital votante de titularidade da CEMIG. Com isso, considerando que a proposta de *Brazilian Pill* contemplava uma *Brazilian Pill* Tipo “A” com *trigger* da OPA Estatutária em 25%, se estaria diante de uma possível hipótese de benefício particular da CEMIG.

Ao fundamentar seu entendimento, acompanhado por unanimidade de votos pelo Colegiado da CVM, a área técnica acabou por qualificar o entendimento manifestado pelo Colegiado no Caso GPC. Ao enfrentar a caracterização de benefício particular na hipótese, o analista responsável pelo

---

<sup>249</sup> Comissão de Valores Mobiliários, “Caso Light-CEMIG” – Processo CVM nº SEI 19957.003229-2017-81. Rio de Janeiro, 12 de abril de 2017. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/decisoes/2017/20170412\\_R1.html](http://www.cvm.gov.br/decisoes/2017/20170412_R1.html)>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

relatório manifestou seu entendimento pessoal de que a estabilização do controle minoritário por meio da inclusão de uma *Brazilian Pill* seria hipótese de benefício particular, pouco importando se o benefício é direto ou indiretamente decorrente da deliberação assemblear.

Na hipótese, no entanto, havia um importante detalhe que distinguia o Caso Light-CEMIG do Caso GPC. Enquanto no Caso GPC o grupo de controle detinha 37,5% do capital votante e a *Brazilian Pill* incluída previa *trigger* da OPA Estatutária em 40% do capital votante, no Caso Light-CEMIG a CEMIG detinha pouco mais de 26% do capital votante da Light e a *Brazilian Pill* proposta previa *trigger* da OPA Estatutária em 25% do capital votante. Assim, os cenários de estabilidade nos dois casos diferem substancialmente, sendo certo que há maior estabilidade do controle minoritário no Caso Light-CEMIG do que no Caso GPC.

Porém, considerando que a Light era controlada por um grupo de controle que detinha a maioria do capital votante da companhia e que o cenário de controle minoritário era incerto, embora provável, a área técnica CVM e o Colegiado da CVM optaram por aplicar o entendimento do Caso GPC à hipótese. Assim, decidiu-se pela inexistência de benefício particular neste caso, embora, se verificado o cenário de controle minoritário, o *trigger* da OPA Estatutária previsto na *Brazilian Pill* ficasse abaixo da participação detida pelo acionista controlador minoritário. Pertinente citar trecho do relatório da área técnica da CVM:

**41. Sou da opinião de que a Cemig teria benefício particular na adoção, pela Companhia, da *poison pill* supracitada.** Isso porque, no cenário provável de exercício da opção de venda outorgada pela Cemig com concomitante oferta pública, tudo indica que a estatal mineira passará a deter o controle minoritário, e não mais controle compartilhado, da Companhia. E, com a proteção prevista pela citada cláusula contra aquisições superiores a 25% do capital social, a Cemig teria o benefício de ter maior estabilidade do seu controle minoritário.

**42. O benefício de maior estabilidade do controle minoritário da Companhia pela Cemig – cenário que parece provável em futuro breve –, claro está, é exclusivo da estatal mineira e não extensível aos demais acionistas.**

**43. Pouco importa, inclusive, se este benefício é direto – decorre diretamente da deliberação assemblear – ou indireto – torna-se concreto somente após a ocorrência de determinados eventos futuros.** O que é relevante, para fins de

aplicação da proteção do art. 115 da LSA, vem a ser a existência ou não do benefício particular, porque é este que torna o impedimento de voto desejável para que a decisão assemblear se dê com a melhor governança possível. (...)

**45. No entanto, é forçoso observar que o Colegiado, em caso recente bastante similar ao presente, decidiu, por unanimidade, que não existiria impedimento de voto de acionista com controle minoritário porque a vantagem obtida em deliberação sobre a inclusão de *poison pill* seria indireta (processo administrativo sancionador CVM nº RJ2014-591).**

**46. Ora, se naquela ocasião a vantagem foi considerada indireta, no presente caso concreto, a vantagem da Cemig com a inclusão da *poison pill* é ainda mais longínqua.** Embora o cenário de sociedade com controle minoritário seja provável, como discutido, o grupo de controle de que a Cemig faz parte possui atualmente a maioria das ações da Companhia. **Eventos futuros prováveis, mas incertos, ainda teriam que ocorrer para que a Cemig passasse a controlar singularmente a Companhia.**

47. Nesse sentido, em nome do princípio da segurança jurídica que deve garantir a maior estabilidade possível às interpretações das normas legais e regulamentares, acredito que o Colegiado não deve declarar o impedimento da Cemig nesta assembleia que se aproxima. (grifamos)

Com isso, embora não enfrentada diretamente a hipótese de voto pela inclusão de uma *Brazilian Pill* cujo *trigger* da OPA Estatutária seja inferior à participação detida pelo controlador minoritário, o entendimento do Colegiado da CVM no Caso Light-CEMIG qualificou a decisão do Caso GPC. Com base neste precedente, entendemos provável que o Colegiado da CVM entenda pela inexistência de benefício particular mesmo na hipótese aludida, na qual o controlador minoritário teria maior estabilidade do que aquele verificada no Caso GPC. Isso porque, conforme trataremos (ver item 4.2.2), em ambas as hipóteses a estabilização do controle minoritário deve ser entendida como benefício remoto e indireto, incapaz de configurar o benefício particular.

## Capítulo IV – Exame da Legalidade do Voto do Acionista em *Brazilian Pills*

### 4.1 – Exame sob a ótica do benefício particular

Conforme visto na análise das diferentes hipóteses de restrição ao exercício do direito de voto, seguindo posição da doutrina societária majoritária, o benefício particular e o conflito de interesses possuem natureza fundamentalmente distinta. O benefício particular constitui benefício lícito, decorrente de negócio gratuito ou aleatório percebido na condição de acionista e perante os demais acionistas, ou ainda do negócio cujo caráter comutativo não seja possível aferir no momento da concessão do benefício. O conflito de interesses, por sua vez, constitui vantagem ilícita, decorrente de negócio a princípio comutativo, consistindo na prevalência de um interesse extrassocial conflitante com o interesse da companhia, trazendo prejuízo (ainda que potencial).

Há, ainda, uma derradeira característica do benefício particular que nos parece fundamental mencionar, sem a qual não é possível caracterizá-lo: o benefício deve ser diretamente decorrente da deliberação assemblear. Esta característica estava presente já nos escritos de MIRANDA VALVERDE<sup>250</sup> e foi replicada pelo Colegiado da CVM nos Casos Oi-Portugal Telecom e GPC, representando a jurisprudência atual da autarquia sobre a matéria.

Considerando que o objeto deste capítulo é o exame do voto dos acionistas nas deliberações envolvendo *Brazilian Pills*, é relevante destacar, de antemão, que os efeitos diretos e imediatos desta cláusula se operam na esfera interna da companhia, perante os seus acionistas, e não externamente. Nesse sentido, são os acionistas que sofrem restrições pela introdução dessas cláusulas e, via de regra, assumem como titulares de direitos econômicos diferenciados sobre as ações, em especial na hipótese OPA Estatutária (*Brazilian Pill* Tipo “A”). Ao mesmo tempo, difícil seria vislumbrar qualquer possível relação de comutatividade entre o acionista e a companhia

---

<sup>250</sup> Conforme referido acima (item 3.5.2). MIRANDA VALVERDE, Trajano de. *Sociedades por ações*. 3ª ed., vol. I, Rio de Janeiro: Forense, 1959, p. 67.

decorrente do voto em *Brazilian Pills* – na hipótese, mais fácil vislumbrar a sua ausência<sup>251</sup>.

Com isso, embora discordemos da caracterização, é possível imaginar casos em que determinado acionista perceba uma vantagem decorrente do voto na *Brazilian Pill* e isso venha a ser questionado, eventualmente, como hipótese de benefício particular. A depender da vantagem – como, por exemplo, estabilidade do controle minoritário –, entendemos que continuaria a faltar à hipótese o caráter imediato e direto do benefício, como será demonstrado<sup>252</sup>.

A seguir, trataremos de hipóteses concretas de voto em *Brazilian Pills*. Para tanto, é essencial lembrar a classificação das *Brazilian Pills* de que tratamos no Capítulo I deste trabalho, quando as dividimos em Tipos “A”, “B” e “C” (ver item 1.3.1).

## **4.2 – Inexistência de benefício particular no voto em *Brazilian Pills***

### **4.2.1 – Voto na eliminação de *Brazilian Pills***

A hipótese de voto na eliminação de *Brazilian Pill* é aquela que entendemos a mais flagrante no sentido de que não há benefício particular. Com a eliminação do mecanismo, retira-se qualquer barreira, efetiva ou potencial, ao acúmulo de participação pelos acionistas da companhia, deixando todos em paridade.

Para ilustrar este cenário, examinamos abaixo o estatuto social de uma companhia hipotética, que apresenta uma *Brazilian Pill* Tipo “C”. Diz a cláusula:

---

<sup>251</sup> Conforme trataremos, há também as hipóteses de abuso. Nesses casos, resolve-se a questão por meio da regra geral de tutela do interesse da companhia, prevista no *caput* do artigo 115 da Lei das S.A. Por exemplo, pode ser considerada nula a deliberação em que o acionista votar pela inclusão de uma *Brazilian Pill* cujo preço de exercício seja incompatível com qualquer parâmetro de mercado.

<sup>252</sup> Como referido neste trabalho, VALLADÃO trata expressamente deste caráter residual do benefício particular, dizendo poder constituir um benefício particular aquela vantagem cujo caráter comutativo, contraprestacional, não puder ser identificado no ato de sua concessão. Neste caso, a vantagem deverá evidenciar um caráter gratuito ou aleatório na relação entre acionista e companhia e, além disso, ser lícita e diretamente decorrente da deliberação assemblear.

Art. x – Terão o seu direito de voto limitado a 20% (vinte por cento) da quantidade de ações em que se dividir o capital social com direito a voto da Companhia, qualquer acionista da Companhia ou grupo de acionistas representando um mesmo interesse ou vinculados por acordo de voto que detenham ou venham a deter a qualquer tempo, individualmente ou em conjunto, participação superior a 20% (vinte por cento) da quantidade de ações em que se dividir o capital social com direito a voto da Companhia (...).

Neste caso, considerando que o acionista com maior participação individual na companhia detém cerca de 25% do capital social, a remoção da cláusula de limitação de voto poderia colocá-lo em posição privilegiada para a tomada do controle da companhia. No entanto, ainda que considerado um benefício reflexo da eliminação da *Brazilian Pill*, esta vantagem está longe de caracterizar benefício exclusivo para fins do conceito de benefício particular.

Isso porque qualquer acionista ou terceiro estaria livre para exercer o direito de voto com tantas ações quantas viesse a possuir, podendo mesmo assumir o controle da companhia, sem qualquer espécie de restrição ou limitação. Neste exemplo, a *Brazilian Pill* Tipo “C” eliminada cumpria, até então, a função de protetora da dispersão acionária, ou, *a contrario sensu*, de inibidora do acúmulo de participação acionária.

Na hipótese, sequer é necessário analisar os requisitos para a configuração de benefício particular. A vantagem decorrente da eliminação da *Brazilian Pill*, que é a possibilidade de aquisição do controle, é distribuída uniformemente e indistintamente entre todos os acionistas, sem que se verifique a percepção de vantagem exclusiva.

O mesmo raciocínio se aplica à eliminação de *Brazilian Pills* Tipos “A” e “B”. Nesses dois casos, a eliminação das cláusulas importa em liberar a “trava” restringindo o acúmulo de participação acionária. Vale lembrar que, diferente do que ocorre na hipótese da *Brazilian Pill* Tipo “C”, nas *Brazilian Pills* Tipo “A” e Tipo “B” não há restrição ao exercício do direito de voto.

Na primeira hipótese, a restrição consiste na adoção de uma OPA Estatutária como mecanismo de dissuasão ao acúmulo de participação (*Brazilian Pill* Tipo “A”) e, na segunda hipótese, de mecanismo para dificultar a aquisição de ações no mercado secundário – por muitos

considerado ilegal e cada vez mais raramente utilizado por companhias brasileiras (*Brazilian Pill* Tipo “B” – ver item 1.3.1).

#### **4.2.2 – Voto na inclusão de *Brazilian Pills***

##### **4.2.2.1 – Caso GPC interpretado**

O Caso GPC, como examinado acima (ver item 3.5.4.9), foi o primeiro precedente decidido pelo Colegiado da CVM a tratar da interseção entre a limitação ao exercício do direito de voto e o instituto da *Brazilian Pill*. No caso, considerando apenas o que diz respeito à temática das *Brazilian Pills*, os controladores minoritários da companhia votaram pela inclusão de uma *Brazilian Pill* com gatilho de 40%, enquanto a participação por eles detida totalizava 37,5%.

Com isso, ao menos em tese, qualquer acionista – que não os controladores minoritários – poderia exceder a sua participação no capital social. Além disso, deve ser considerado o fato de que a OPA Estatutária em questão atingiria – e, no caso do pagamento de prêmio, beneficiaria – a todos os acionistas da companhia, indistintamente. Foi esse o racional aplicado pelo Diretor-Relator Roberto Tadeu em seu voto, seguido por unanimidade pelo Colegiado da CVM:

60. Ainda no tocante a Defesa via OPA, merece destaque o fato de o gatilho favorecer a todos os acionistas da GPC, uma vez que nenhum acionista, individualmente ou em grupo vinculado por acordo de voto, possui participação acionária superior a 40% do capital votante.

61. Portanto, embora a Acusação argumente que pessoa próxima dos Acionistas Vinculados também detêm ações da GPC, o que poderia, na hipótese de sua adesão ao grupo, elevar a participação deles para 39,89% das ações emitidas, mesmo que tal hipótese se concretizasse, é forçoso reconhecer que os Acionistas Vinculados continuariam sujeitos à obrigação de realizar a oferta caso ultrapassem a participação definida pela Defesa via OPA. (...)

65. Como o objetivo da medida era proteger a GPC de uma tomada hostil de controle, e o controle minoritário é exercido pelos Acionistas Vinculados, detentores de 37,65%, parece-me justificável a adoção do gatilho da OPA em 40%, percentual este superior àquele, condição esta que caracterizaria a intenção de se adquirir o controle.

O resultado do exame da legalidade do voto neste caso nos parece evidente. Não havendo qualquer acionista com participação individual ou coletivamente detida acima do percentual fixado para a OPA Estatutária, é visível, à primeira vista, que não há que se cogitar da configuração de benefício particular. Isso porque não haveria qualquer tipo de quebra na isonomia entre os acionistas.

#### **4.2.2.2 – Caso Light-CEMIG interpretado**

Questão mais espinhosa, por outro lado, diz respeito à fixação de OPA Estatutária abaixo do maior percentual detido por um acionista ou grupo de acionistas, atuando em conjunto, que exerce o controle minoritário sobre a companhia. Esta medida possui o efeito prático imediato de impedir que outro acionista iguale ou supere a participação detida pelos controladores minoritários. Cabe verificar, assim, se haveria benefício particular nesta hipótese.

Aproveitando o exemplo do Caso Light-CEMIG, tem-se uma companhia cujo *trigger* da OPA Estatutária (*Brazilian Pill* Tipo “A”) é fixado em 25%, ao passo que a participação detida pelo acionista com maior participação na companhia (CEMIG) supera 26%. Pergunta-se: seria a vantagem remota de estabilidade do controle minoritário suficiente para caracterizar benefício particular e demandar o impedimento do voto do controlador minoritário na deliberação? Conforme balizas fixadas por VALLADÃO e pela jurisprudência do Colegiado da CVM, nos parece evidente que a resposta deve ser negativa.

Para que o benefício particular fosse caracterizado, seria necessário preencher todos os seus requisitos. Em primeiro lugar, o benefício em questão deve ser lícito. Neste caso, o benefício em questão seria a estabilidade do controle minoritário, o que nos parece ser perfeitamente lícito – conforme, inclusive, entendimento do Colegiado nos Casos GPC e Light-CEMIG. Além disso, deve ser percebido na condição de acionista e perante os demais acionistas de mesma classe e espécie, o que também parecer ser o

caso. Isso porque o controle se manifesta no âmbito social, como resultado do acúmulo de participação suficiente para preponderar nas assembleias.

É também necessário que o benefício em questão possua natureza aleatória ou gratuita, portanto não comutativa, o que também parece se verificar. A bonificação dos controladores minoritários com o incremento na estabilidade de controle não parece ser passível de mensuração e, por isso, não gera uma relação comutativa entre acionista e companhia.

Por fim, a vantagem em questão deve decorrer diretamente da deliberação assemblear, sendo este o ponto que nos convence pela incompatibilidade do exemplo com o instituto do benefício particular. Isso porque o conceito de “*diretamente*”, embora amplo, mais se aproxima de uma vantagem concedida nominalmente ao acionista, como é o clássico exemplo da aposentadoria do acionista fundador, ou mesmo uma deliberação que beneficie determinado acionista isoladamente, rompendo a isonomia perante os demais.

O incremento na estabilidade do controle minoritário, na hipótese, é uma vantagem indireta e remota decorrente da deliberação, insuficiente para caracterizar o benefício particular. Não basta esta vantagem – que, frisamos, é remota e indireta – para que seja caracterizada a ruptura na isonomia entre os acionistas da companhia. Prova disso é que a estabilização do controle minoritário, garantida pela *Brazilian Pill*, não garante a preponderância nas deliberações sociais e está constantemente ameaçada pela possibilidade de sua supressão pela maioria dos votos em assembleia geral.

Nesse sentido, basta que acionistas com participação conjunta superior à detida pelo controlador minoritário votem pela supressão da *Brazilian Pill* que lhe garante a estabilização do controle minoritário. É evidente, com isso, que o controlador minoritário não auferirá qualquer benefício direto como decorrência da *Brazilian Pill*, o que legitima o seu voto pela inclusão da cláusula.

Como elemento adicional de reforço ao argumento anterior, que nos parece bastar, cumpre ainda indicar que outros aspectos relevantes da

*Brazilian Pill* alcançam a todos os acionistas, universalmente. São exemplos os direitos econômicos decorrentes da OPA Estatutária, notadamente o preço da OPA (comumente generoso, que abrange todos os acionistas indistintamente) e a consequente valorização na cotação das ações de titularidade do acionista, refletindo a expectativa futura de partilhar do prêmio de controle. Com isso, fica ainda mais evidente que o benefício em questão, além de remoto e indireto, não pode ser tido como *particular*.

Somos, por isso, pela inexistência de qualquer impedimento de voto na hipótese examinada, principalmente porque não vislumbramos a estabilização do controle minoritário como um benefício diretamente decorrente da deliberação assemblear, requisito para caracterizar o benefício particular. É esse o entendimento que, em nossa opinião, melhor reflete o sistema da Lei das S.A. e se coaduna com o entendimento do Colegiado da CVM nos Casos GPC e Light-CEMIG.

#### **4.2.2.3 – Inclusão de *Brazilian Pills* em companhias com controle definido**

Seguindo ainda o exemplo do Caso Light-CEMIG, há importantes observações a serem extraídas a respeito da inclusão de *Brazilian Pills* por companhias com controle definido (majoritário). Isso porque, na hipótese, a área técnica e o Colegiado da CVM sequer discutiram a caracterização de benefício particular tendo por base a atual composição do capital social da companhia. Importante lembrar que a Light possui controle definido compartilhado, regido por acordo de acionistas.

Somos da opinião que, tal como na hipótese de exclusão da *Brazilian Pill*, é evidente a ausência de qualquer restrição ao exercício do direito de voto na inclusão da cláusula por acionista controlador/bloco de controle. Enquanto nas hipóteses de voto analisadas nos itens 4.2.2.1 e 4.2.2.2 acima o que se discute é eventual benefício pela estabilização do controle minoritário, no caso de companhia com controle definido – seja unitário ou

compartilhado – não há como se beneficiar do controle, pois este já pertence ao acionista controlador.

Como examinado neste trabalho (ver item 2.5), são legítimas as hipóteses de inclusão de *Brazilian Pills* em companhias com controle majoritário. A *Brazilian Pill* se mostra especialmente útil como mecanismo protetivo do *free-float* da companhia, para atendimento das exigências regulatórias de *free-float* mínimo<sup>253</sup>, que se verifica nos Segmentos Especiais de Listagem da B3.

Nestes casos, o ingresso no Nível 2 e Novo Mercado da B3 é benéfico tanto para a companhia quanto para seus acionistas minoritários, agregando valor às suas ações. Tal se deve às regras mais rígidas que vinculam a administração da companhia e conferem transparência aos seus atos, assim proporcionando maior segurança jurídica para o mercado na precificação das ações da companhia. A *Brazilian Pill* funciona como verdadeira guardiã da dispersão do *free-float*, para evitar o desenquadramento da companhia e, em última análise, a deslistagem obrigatória por incapacidade de cumprimento das exigências autorregulatórias.

É, com isso, legítimo mecanismo de *corporate governance*, instrumental para os objetivos da companhia de manter-se listada nos Segmentos Especiais de Listagem da B3.

#### **4.2.3 – Dispensa da OPA Estatutária prevista na *Brazilian Pill*: Caso GVT/Vivendi**

Há, ainda, uma importante hipótese de voto em *Brazilian Pills* que merece ser tratada neste trabalho. Trazemos, para exame, o precedente prático de aquisição do controle da GVT (Holding) S/A (“GVT”) pela Vivendi S.A. (“Vivendi”), no qual foi lançada OPA Voluntária condicionada

---

<sup>253</sup> Como visto neste trabalho (ver item 2.5), as novas regras de *free-float* mínimo propostas pela B3 para os Segmentos Especiais de Listagem podem alterar significativamente este cenário. Especificamente, companhias que mantenham volume mínimo diário de negociação serão autorizadas a manter *free-float* de pelo menos 15% das ações ordinárias, ao invés dos 25% atuais. Além disso, companhias com restrições regulatórias que afetem suas ações ordinárias (companhias áreas, em especial), estão autorizadas a manter *free-float* alternativo de 50% das ações preferenciais, regra aplicável exclusivamente ao Nível 2 da B3.

à dispensa da OPA Estatutária prevista na *Brazilian Pill* Tipo “A” do Estatuto Social da GVT, que foi posta como condição precedente ao fechamento da operação. Na hipótese, foi convocada uma AGE para deliberar esta dispensa, que foi concedida pela unanimidade dos votos dos presentes à AGE de 3 de novembro de 2009, incluindo dos controladores minoritários da GVT.

Em Fato Relevante publicado em 13 de outubro de 2009, a GVT expôs aos acionistas os benefícios da aprovação desta dispensa<sup>254</sup>:

5.2.3 Considerando que Vivendi, Telesp ou um terceiro interessado podem realizar uma oferta concorrente, realizar revisão de sua oferta atual no caso específico da Telesp, ou comprar ações da Companhia por um valor superior ao valor descrito no Edital de Oferta da Telesp, será benéfico a todos os acionistas da Companhia e a própria Companhia dispensar a aplicação dos artigos 43 e 44 do Estatuto Social da Companhia, que tratam da Proteção da Dispersão da Base Acionária da Companhia, a Ofertantes Qualificados, conforme definição do item 6.1. A dispensa limitada a Ofertantes Qualificados tem como objetivo assegurar que o poder de controle da Companhia se mantenha sob a titularidade de ofertantes capazes de agregar valor ao futuro da Companhia por meio de sua experiência e sinergias. O Conselho de Administração analisará, contudo, qualquer proposta que for submetida a sua análise, independentemente do ofertante ser um Ofertante Qualificado.

5.2.4 A dispensa da aplicação dos artigos 43 e 44 do Estatuto Social da Companhia, que tratam da Proteção da Dispersão da Base Acionária da Companhia, possibilitará aos acionistas da Companhia se beneficiarem das presentes ofertas ou de ofertas superiores, caso novas ofertas venham a ser apresentadas.

Interessante notar que, embora seja prerrogativa da assembleia geral conceder esta dispensa em todo caso, como órgão máximo de deliberação da companhia, parcela relevante do mercado inclui esta previsão em termos expressos no estatuto social. A respeito, estudo feito para este trabalho revela que 17 companhias (12,9% do total) com ações admitidas à negociação no Novo Mercado da B3 contêm em seus estatutos sociais esta previsão expressa de dispensa da *Brazilian Pill*<sup>255</sup> (Anexo I).

No campo das disputas societárias nos Estados Unidos, a solução negociada é muito comum. As *Poison Pills* geram este efeito dissuasivo

<sup>254</sup> Fato Relevante divulgado pela GVT (Holding) S/A em 13 de outubro de 2009.

Disponível em:

<<http://siteempresas.bovespa.com.br/consbov/ArquivosExibe.asp?site=&protocolo=218553>>

<sup>255</sup> Interessante notar que umas dessas companhias contêm previsão de dispensa via Conselho de Administração (BR Insurance Corretora de Valores S.A.)

perante o potencial adquirente hostil, estimulando-o a procurar a administração da companhia para negociar o preço de aquisição. No Caso GVT, por sua vez, uma curiosidade adicional foi o lançamento de OPA Concorrente pela Telecomunicações de São Paulo S.A. – Telesp, o que gerou um acréscimo no preço da oferta de R\$ 42,00 para R\$ 48,00.

Ainda, o fato de o controlador da GVT ter votado favoravelmente à dispensa de aplicação da *Brazilian Pill* não compromete a idoneidade de seu voto, considerando que o preço ofertado foi fruto de competição e negociações entre partes independentes com a Vivendi, além de beneficiar a todos os acionistas indistintamente, inexistindo quebra de isonomia na hipótese. Isto constitui, por si só, elemento robusto o suficiente para afastar eventuais questionamentos.

#### **4.2.4 – Voto abusivo em *Brazilian Pills*: regime aplicável sob o sistema da Lei das S.A.**

Por fim, para manter a coerência do sistema de proteção do interesse da companhia previsto na Lei das S.A., fundamental tratarmos das hipóteses em que o voto em *Brazilian Pills* for considerado abusivo. Conforme examinado neste trabalho (ver itens 3.1.2 e 3.1.3), há um comando claro no *caput* do artigo 115 da Lei das S.A. exigindo que o acionista vote no interesse da companhia. Nessa esteira, é considerado abusivo o voto contrário ao interesse da companhia, desde que tenha sido preponderante para o resultado da deliberação e, além disso, importe em dano – efetivo ou potencial – à companhia ou a outros acionistas.

Em primeiro lugar, importante lembrar que eventual caracterização de voto abusivo segue o regime do conflito de interesses, com verificação *a posteriori* sobre a existência de prejuízo resultante do voto do acionista (ver item 3.4.2). Neste caso, uma vez apurada a materialidade do conflito, entende-se que o acionista buscou, por meio do voto, obter uma vantagem ilícita, de natureza extrassocial, em sacrifício do interesse da companhia, o que é vedado pela Lei das S.A.

Cumpra analisar, então, em que hipóteses o voto em *Brazilian Pills* poderá ser considerado contrário ao interesse da companhia e, tão importante quanto, de que maneira detectar no voto do acionista o *desvio de finalidade* aludido por VALLADÃO (ver item 3.1.3).

De plano, tendo em vista que as *Brazilian Pills* se justificam por representarem legítimo instrumento de *corporate governance*, será abusivo o voto em *Brazilian Pills* que importar em efeito inverso àquele pretendido pelo mecanismo. Ou seja, será abusivo o voto pela inclusão ou eliminação de uma *Brazilian Pill* que gerar custos desnecessários para a companhia ou lhe causar prejuízo, bem como prejuízo a seus acionistas, hipóteses em que será possível detectar e quantificar o dano.

Entendemos que o principal elemento da *Brazilian Pill* Tipo “A” passível de manipulação para fins abusivos é o preço da OPA Estatutária. Se irreal ou impraticável o preço, torna-se impossível o cumprimento da obrigação prevista na cláusula, ainda que o preço de fato possa ser negociado. Nesse caso, a cláusula será nula e a deliberação passível de anulação por ocasião de voto evidentemente abusivo, se vindo do acionista controlador, ou mesmo de uma maioria ocasional. No entanto, conforme aludido, nos casos em que o acionista controlador não votar, não há que se falar em abuso.

Na hipótese, o preço em padrões elevados pode indicar o voto contrário ao interesse da companhia, caso em que retiraria a finalidade legítima de *corporate governance* da cláusula e, além disso, privaria os demais acionistas de participarem do prêmio de controle pelo atingimento do *trigger* previsto na OPA Estatutária. Na prática, se comprovado que o preço abusivo é mecanismo de perpetuação dos grupos de controle, o voto do acionista controlador ou grupo de controle constituído fulminaria a legitimidade da deliberação assemblear, motivo pelo qual caberia a anulação da assembleia (conforme artigo 286 da Lei das S.A., observado o prazo prescricional de dois anos).

Sem que tenhamos qualquer pretensão de esgotar o exame da questão, será abusivo o voto que importar em *desvio de finalidade* do voto do

acionista. Assim, será abusivo o voto em *Brazilian Pills* pelo acionista que buscar a consecução de um fim ilícito, contrário ao interesse da companhia, em completo desvirtuamento do instituto.

A existência deste remédio na Lei das S.A. demonstra que o sistema de proteção do interesse da companhia é coeso, dando a liberdade necessária à manifestação do interesse social por meio do voto, mas, ao mesmo tempo, prevendo o resguardo necessário. Assim é que a lei societária mune os acionistas de elementos para neutralizar o voto proferido com *desvio de finalidade*, desconstituindo a deliberação assemblear viciada.

## Conclusão

A partir da análise da doutrina e jurisprudência societária, tanto brasileira quanto norte-americana, verifica-se em primeiro lugar que há relevantes diferenças a serem apontadas entre as *Brazilian Pills* e as *Poison Pills*. Há aspectos estruturalmente distintos nos sistemas societários brasileiro e americano, tanto no que diz respeito à dinâmica do mercado quanto no tocante aos aspectos jurídicos que circundam a análise dos institutos.

Como visto, no Brasil vigora um regime jurídico que, considerando uma série de aspectos cogentes previstos na Lei das S.A., impede que se replique a *Poison Pill* nas companhias brasileiras. Tais diferenças passam tanto pelos poderes da administração quanto pelos detalhes do mecanismo protetivo em si.

A esse respeito, enquanto nos Estados Unidos é possível que a administração aja com grande liberdade face às tentativas de tomadas hostis de controle, amparada pelo *Unocal Standard (business judgment rule)* – embora qualificada pelos *Revlon Duties* em caso de venda da companhia –, no Brasil a administração possui muito menos poder. Vale lembrar que nosso sistema consagra a soberania da assembleia geral, o que retira da administração boa parcela da agilidade necessária para agir em momentos de crise, no que difere da legislação norte-americana.

Além disso, no Brasil há uma série de restrições quanto à exclusão de direito de preferência e fixação do preço de emissão das ações. Diferente do que ocorre nos Estados Unidos, nosso sistema protege a manutenção da fração do acionista no capital social, concedendo o direito de preferência e vedando a diluição injustificada. Além disso, a Lei das S.A. contém regras expressas quanto à fixação do preço de emissão das ações – que, embora permita à administração da companhia grande margem de liberdade, é adstrita ao critério do valor econômico, para evitar abusos.

Após, trazendo a análise da questão para a realidade das companhias brasileiras, embora o mercado de capitais brasileiro ainda se encontre em

estágio pouco desenvolvido face aos mercados mais desenvolvidos do mundo – como Estados Unidos e Inglaterra –, não é desprezível no cenário nacional o percentual de companhias com capital disperso. Foi justamente o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro no final dos anos 1990 e início dos anos 2000 que, na esteira do lançamento dos Segmentos Especiais de Listagem da B3, impulsionou o surgimento e crescimento do fenômeno do capital disperso no Brasil.

Quanto ao uso das cláusulas de *Brazilian Pill*, interessante notar as diferentes utilidades para este tipo de mecanismo no seio da *corporate governance* de uma companhia. Embora difira substancialmente da função da *Poison Pill*, a *Brazilian Pill* partilha com sua matriz a finalidade de proteger a estabilidade no domínio sobre o capital social da companhia. Temos recente precedente prático, inclusive, onde a *Brazilian Pill* mostrou-se eficaz na defesa da administração e dos acionistas controladores contra a tomada hostil de controle (Caso GPC).

Como visto, as *Brazilian Pills* também podem servir ao propósito de manutenção da dispersão acionária de companhias com controle definido. Isto pode ser importante ferramenta para companhias que, embora não vejam riscos quanto à tomada hostil de controle, estão sujeitas ao atendimento de determinados parâmetros de dispersão acionária para manter-se listadas nos segmentos especiais da B3, sob pena de deslistagem forçada<sup>256</sup>. Nesta hipótese, não há, evidentemente, nenhum prejuízo aos acionistas minoritários ou ao mercado. Pelo contrário, diversos são os benefícios percebidos na esfera da *corporate governance* da companhia.

Foi assim que, como todo instrumento novo em um mercado, a *Brazilian Pill* foi testada e ganhou contornos próprios à guisa da criatividade dos seus usuários e operadores. Ao passo que há casos de uso adequado do instrumento, em pleno alinhamento às melhores práticas de *corporate*

---

<sup>256</sup> Como visto (item 2.5), recentemente a Vigor Alimentos S.A. foi obrigada a se deslistar do Novo Mercado pela incapacidade de manter seu *free-float* no patamar dos 25% exigidos pela B3. No entanto, como também abordamos no item 2.5, este cenário pode mudar a partir da reforma dos Segmentos Especiais de Listagem (Nível 2 e Novo Mercado), proposta pela B3, pendente da conclusão de Audiência Restrita.

*governance* e com o interesse social, há outros que transbordam da criatividade do mercado e afrontam os imperativos da Lei das S.A. – como foi o caso das chamadas *cláusulas pétreas*.

Nesta hipótese específica, em razão da efetiva impossibilidade de sua eliminação e visto como isso poderia ser prejudicial ao mercado de capitais, a CVM agiu para tentar neutralizar seus efeitos, com a edição do Parecer de Orientação CVM nº 36/09. Embora o juízo de mérito feito pela CVM no Parecer referido nos pareça correto, remanescem dúvidas quanto à legitimidade da CVM para sustar os efeitos dessas cláusulas, no exercício de suas competências. Com isso, é possível que eventual questionamento junto ao Poder Judiciário venha a torná-lo sem efeito.

Transportando a temática para a assembleia geral, onde é manifestada a vontade dos acionistas e se materializa o interesse social, relevante discutir quais os impactos que os mecanismos de restrição ao direito de voto previstos na Lei das S.A. poderiam gerar sobre as *Brazilian Pills*. É este o ponto de interseção entre a manifestação do interesse da companhia, que se materializa por meio do voto dos acionistas, e o juízo sobre a adequação de manter ou retirar as *Brazilian Pills* do estatuto social.

Cabe, então, examinar se haveria hipótese em que algum dos sócios poderia ser privado de participar e exercer seu direito de voto em deliberação de tamanha relevância. Como visto, o sistema de restrição ao direito de voto do acionista previsto na Lei das S.A., no *caput* e parágrafo 1º do artigo 115, tem por finalidade precípua a proteção do interesse social. Este, por sua vez, deve ser entendido como a manifestação de vontade dos acionistas em prol da realização do *escopo-meio* da companhia – isto é, a comunhão de esforços para a realização da finalidade social e comercial da companhia.

A preocupação do legislador com esse sistema de proteção do interesse social no voto, por sua vez, se justifica à medida que é por meio do voto que as deliberações são tomadas em uma companhia e, com isso, por meio dele que se manifesta e materializa o interesse social. Portanto, é fundamental que o sistema da lei societária compreenda o voto como um

direito subjetivo do acionista, mas também como dever de votar no interesse da companhia, sujeito a balizas claras.

Foi à luz desse sistema complexo de proteção do interesse da companhia que analisamos as hipóteses de voto em *Brazilian Pills*. Como visto, questionamentos sobre a caracterização de benefício particular no voto em *Brazilian Pills* não podem prosperar sob o sistema da Lei das S.A. Importante lembrar, para tanto, que o exercício do direito de voto pelo acionista é a regra, sendo o impedimento a exceção, delimitado às hipóteses previstas em lei.

No caso do voto em *Brazilian Pills*, a tese do benefício particular perde toda sua consistência quando confrontada com a necessidade de existir prova da percepção de um benefício individual e diretamente decorrente da deliberação assemblear, que quebre a isonomia entre os acionistas. Especificamente sobre este tema, a melhor doutrina societária e a jurisprudência atual do Colegiado da CVM convergem no sentido de que eventual benefício percebido pelo acionista em função do voto na *Brazilian Pill* não passará de um benefício remoto e indireto, insuficiente para configurar o benefício particular.

Por todo o exposto nesta monografia, corroboramos o entendimento do Colegiado da CVM nos recentes precedentes sobre voto em *Brazilian Pills*, os Casos GPC e Light-CEMIG. Com base na análise destes precedentes, é possível indicar o posicionamento do Colegiado da CVM a respeito da maioria dos cenários relevantes para o voto de *Brazilian Pills*.

Enquanto no Caso GPC se tratou de inclusão da *Brazilian Pill* em companhia com controle minoritário, mas cujo *trigger* da OPA Estatutária estava acima do patamar do controle minoritário, no Caso Light-CEMIG enfrentou-se a hipótese mais delicada de voto em *Brazilian Pill*, na qual o controlador minoritário estava acima do *trigger* da OPA Estatutária<sup>257</sup>.

---

<sup>257</sup> Como visto, entendemos que os cenários potencialmente mais polêmicos quanto à caracterização de benefício particular são aqueles em que (i) o acionista controlador minoritário vota pela inclusão no estatuto social de uma *Brazilian Pill* em patamar inferior à participação acionária detida; e (ii) o acionista controlador majoritário vota pela inclusão no estatuto social de uma *Brazilian Pill*, já necessariamente inferior à participação acionária detida.

Embora o Colegiado não tenha se manifestado de forma definitiva sobre a questão, considerando os contornos próprios do precedente, entendemos não haver dúvidas quanto à inexistência de benefício particular na hipótese. Isso porque não se pode caracterizar o benefício particular sem que estejam preenchidos todos os seus requisitos, inclusive a característica de *benefício direto*, conforme *interpretação restritiva* do benefício particular, seguindo a melhor doutrina societária.

Em todo caso, como forma de resguardar a coesão de seu sistema, ainda que vigore presunção de que todos os acionistas agem e votam de boa-fé, a Lei das S.A. possui robustos mecanismos para prevenir e remediar eventuais abusos, sempre que verificado *desvio de finalidade* no voto dos acionistas. Verificada a existência de deliberação assemblear viciada por voto abusivo em *Brazilian Pills* ou qualquer outra matéria, conforme hipóteses do *caput* do artigo 115 da Lei das S.A., terão os acionistas o prazo prescricional de até dois anos para pleitear a anulação desta deliberação.

Este mecanismo de reconhecimento do vício e desconstituição da deliberação assemblear é parte integrante do sistema da Lei das S.A., conferindo a segurança jurídica necessária para garantir o mais pleno e livre exercício do direito de voto pelos acionistas. Como principal instrumento para realização do interesse social e expressão do princípio majoritário nas deliberações sociais, o voto somente poderá ser restringido nas hipóteses expressamente previstas em lei, no *caput* e parágrafo 1º do artigo 115. Por esses motivos, nos termos expostos nesta monografia, entendemos indevida qualquer extensão das hipóteses restritivas previstas em lei.

## Anexo I – Mapa das Companhias Listadas no Novo Mercado da B3 (Poder de Controle e Detalhes das *Brazilian Pills*)

Nº	Companhia	Controle	<i>Brazilian Pill</i> (com previsão de suspensão de direitos) <sup>258</sup>	Tipo de <i>Brazilian Pill</i> <sup>259</sup>	Gatilho	Cláusula Pétrea	Possibilidade de Dispensa da <i>Brazilian Pill</i> por AG <sup>260</sup>
1	Aliansce Shopping Centers S.A.	Sim	Sim	A	43%	Não	Sim
2	Centro de Imagem Diagnósticos S.A. (Alliar)	Sim	Não	-	-	-	-
3	GAEC Educação S.A. (Anima)	Sim	Sim	A	20%	Não	Sim
4	Arezzo Indústria e Comércio S.A.	Sim	-	-	-	-	-
5	B2W – Companhia Digital	Sim	Sim	A	20% <sup>261</sup>	Não	Não
6	BB Seguridade	Sim	-	-	-	-	-
7	Biosev S.A.	Sim	Sim	A	22%	Não	Sim
8	B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão	Não	Sim	A e C	30% (Tipo A) 7% (TipoC)	Não	Não
9	Brasil Brokers Participações S.A.	Não	Sim	A	20%	Não	Não
10	BR Insurance Corretora de Seguros S.A.	Não	Sim	A	20%	Não	Sim (Dispensa via Conselho)
11	BR Malls Participações S.A.	Não	Sim	A	20%	Não	Sim

<sup>258</sup> Verifica-se que todas as companhias que possuem *Brazilian Pills* em seus estatutos sociais preveem a suspensão dos direitos dos acionistas em caso de descumprimento da cláusula de OPA Estatutária.

<sup>259</sup> Os tipos de *Brazilian Pill* serão aqueles referidos no texto, quais sejam: (i) Tipo “A”, OPA Estatutária; (ii) Tipo “B”, restrição à compra de ações após determinado percentual; e (iii) Tipo “C”, a limitação ao número máximo de votos por acionista.

<sup>260</sup> A expressão “AG” deve ser entendida como uma abreviação do termo *assembleia geral*.

<sup>261</sup> No caso da B2W – Companhia Digital, a eficácia da *Brazilian Pill* foi condicionada à verificação de dispersão acionária, o que não é o caso no presente momento, já que a companhia apresenta acionista controlador.

<b>Nº</b>	<b>Companhia</b>	<b>Controle</b>	<b>Brazilian Pill (com previsão de suspensão de direitos)<sup>258</sup></b>	<b>Tipo de Brazilian Pill<sup>259</sup></b>	<b>Gatilho</b>	<b>Cláusula Pétrea</b>	<b>Possibilidade de Dispensa da Brazilian Pill por AG<sup>260</sup></b>
12	Brasil Pharma S.A.	Sim	Sim	A e B	30% (Tipo A) 5% (Tipo B)	Não	Sim
13	BR Properties S.A.	Sim	Sim	A e B	20% (Tipo A) 5% (Tipo B)	Não	Sim
14	Banco do Brasil S.A.	Não	-	-	-	-	-
15	Brasilagro – Companhia Brasileira de Propriedades Agrícolas	Sim	Sim	A	20%	Sim	Não
16	BRF S.A.	Sim	Sim	A	33,3%	Não	Não
17	CCR S.A.	Sim	Não	-	-	-	-
18	CCX Carvão da Colômbia S.A.	Sim	Não	-	-	-	-
19	Companhia Hering	Não	Sim	A	20%	Não	Não
20	Cielo S.A.	Sim	Não	-	-	-	-
21	Contax Participações S.A.	Não	Não	-	-	-	-
22	Companhia de Saneamento de Minas Gerais – COPASA	Sim	Não	-	-	-	-
23	Cosan S.A. Indústria e Comércio	Sim	Não	-	-	-	-
24	Cosan Logística S.A.	Sim	Não	-	-	-	-
25	CPFL Energia S.A.	Sim	Não	-	-	-	-
26	CPFL Energias Renováveis S.A.	Sim	Não	-	-	-	-

<b>Nº</b>	<b>Companhia</b>	<b>Controle</b>	<b>Brazilian Pill (com previsão de suspensão de direitos)<sup>258</sup></b>	<b>Tipo de Brazilian Pill<sup>259</sup></b>	<b>Gatilho</b>	<b>Cláusula Pétrea</b>	<b>Possibilidade de Dispensa da Brazilian Pill por AG<sup>260</sup></b>
27	CR2 Empreendimentos Imobiliários S/A	Não	Não	-	-	-	-
28	CSU Cardsystem S.A.	Sim	Não	-	-	-	-
29	CVC Brasil Operadora e Agência de Viagens S.A.	Não	Não	-	-	-	-
30	Cyrela Commercial Property S.A. Empreendimentos e Participações	Sim	Sim	A	15%	Sim	Não
31	Cyrela Brazil Realty S.A. Empreendimentos e Participações	Sim	Não	-	-	-	-
32	Direcional Engenharia S.A.	Sim	Sim	A	25%	Não	Sim
33	Duratex S.A.	Sim	Não	-	-	-	-
34	Ecorodovias Infraestrutura e Logística S.A.	Sim	Não	-	-	-	-
35	Embraer S/A	Não	Sim	A e C	35% (Tipo A) 5% (Tipo C)	Não	Não
36	EDP – Energias do Brasil S.A.	Sim	Não	-	-	-	-
37	Eneva S.A.	Não	Não	-	-	-	-
38	Engie Brasil Energia S.A.	Sim	Não	-	-	-	-
39	Equatorial Energia S.A.	Não	Não	-	-	-	-
40	Estácio Participações S.A.	Não	Sim	A	20%	Não	Não
41	Eternit S.A.	Não	Não	-	-	-	-

<b>Nº</b>	<b>Companhia</b>	<b>Controle</b>	<b>Brazilian Pill (com previsão de suspensão de direitos)<sup>258</sup></b>	<b>Tipo de Brazilian Pill<sup>259</sup></b>	<b>Gatilho</b>	<b>Cláusula Pétrea</b>	<b>Possibilidade de Dispensa da Brazilian Pill por AG<sup>260</sup></b>
42	Even Construtora S/A	Não	Não	-	-	-	-
43	EZ Tec Empreendimentos e Participações S/A	Sim	Sim	A	15%	Sim	Não
44	Fertilizantes Heringer S.A.	Sim	Sim	A	20%	Sim	Não
45	Fibria Celulose S.A.	Sim	Sim	A e B	25% (Tipo A) 10% (Tipo B)	Não	Não
46	Fleury S.A.	Não	Não	-	-	-	-
47	Gafisa S.A.	Não	Sim	A	30%	Não	Não
48	General Shopping Brasil S.A.	Sim	Não	-	-	-	-
49	Grendene S.A.	Sim	Não	-	-	-	-
50	Helbor Management S.A.	Sim	Sim	A	20%	Sim	Não
51	Hypermarcas S.A.	Sim	Sim	B	5%	Não	Não
52	Ideiasnet S.A.	Não	Não	-	-	-	-
53	Iguatemi Empresa de Shopping Centers S.A.	Sim	Não	-	-	-	-
54	Instituto Hermes Pardini S/A	Sim	Não	-	-	-	-
55	International Meal Company Alimentação S.A.	Sim	Não	-	-	-	-
56	Indústrias Romi S.A.	Sim	Não	-	-	-	-
57	Iochpe-Maxion S.A.	Não	Sim	A	15%	Sim	Não

Nº	Companhia	Controle	<i>Brazilian Pill</i> (com previsão de suspensão de direitos) <sup>258</sup>	Tipo de <i>Brazilian Pill</i> <sup>259</sup>	Gatilho	Cláusula Pétrea	Possibilidade de Dispensa da <i>Brazilian Pill</i> por AG <sup>260</sup>
58	JBS S.A.	Sim	Sim	A	20%	Não	Sim
59	JHSF Participações S.A.	Sim	Sim	A	15%	Não	Não
60	JSL S.A.	Sim	Sim	A	15%	Não	Não
61	Kroton Educacional	Não	Não	-	-	-	-
62	Restoque Comércio e Confecção de Roupas (Le Lis Blanc)	Não	Não	-	-	-	-
63	Light S.A.	Não	Não	-	-	-	-
64	Linx S.A.	Não	Sim	A	25%	Não	Não
65	Localiza Rent a Car S.A.	Não	Sim	A e C	15% (Tipo A) 15% (Tipo C) <sup>262</sup>	Não	Não
66	Companhia de Locação das Américas S.A.	Sim	Não	-	-	-	-
67	Log-in Logística Intermodal S.A.	Não	Sim	A	35%	Sim	Não
68	Marisa Lojas S.A.	Sim	Sim	A	15%	Não	Não
69	Lojas Renner S.A.	Não	Sim	A	20%	Sim	Não
70	LPS Brasil Consultoria de Imóveis S.A.	Não	Sim	A	20%	Sim	Não
71	Lupatech S.A.	Não	Sim	A	30%	Não	Não

<sup>262</sup> No caso da Localiza Rent a Car S.A., a *Brazilian Pill* “Tipo C” incide apenas na hipótese em que o acionista que atingir participação relevante de 15% e estiver obrigado a lançar OPA Estatutária, por força da *Brazilian Pill* “Tipo A”,

<b>Nº</b>	<b>Companhia</b>	<b>Controle</b>	<b>Brazilian Pill (com previsão de suspensão de direitos)<sup>258</sup></b>	<b>Tipo de Brazilian Pill<sup>259</sup></b>	<b>Gatilho</b>	<b>Cláusula Pétrea</b>	<b>Possibilidade de Dispensa da Brazilian Pill por AG<sup>260</sup></b>
72	M. Dias Branco S.A. Ind. Com. de Alimentos	Sim	Não	-	-	-	-
73	Magazine Luiza S.A.	Sim	Sim	A		Não	
74	Magnesita Refratários S.A.	Sim	Não	-	-	-	-
75	Marfrig Global Foods S.A.	Sim	Não	-	-	-	-
76	Mahle-Metal Leve S.A.	Sim	Não	-	-	-	-
77	Metalfrio Solutions S.A.	Não	Não	-	-	-	-
78	Mills Estruturas e Serviços de Engenharia S.A.	Sim	Sim	A	20%	Não	Sim
79	Minerva S.A.	Sim	Sim	A	20%	Não	Sim
80	MMX Mineração e Metálicos S.A.	Sim	Não	-	-	-	-
81	Movida Participações S.A.	Sim	Não	-	-	-	-
82	MRV Engenharia e Participações S.A.	Sim	Sim	B	10%	Não	Não
83	Multiplus S.A.	Sim	Não	-	-	-	-
84	Natura Cosméticos S.A.	Sim	Sim	A e B	25% (Tipo A) 30% (Tipo B)	Não	Sim
85	Odontoprev S.A.	Sim	Sim	A	15%	Sim	Não
86	Óleo e Gás Participações S.A.	Sim	Não	-	-	-	-
87	OSX Brasil S.A.	Sim	Não	-	-	-	-

<b>Nº</b>	<b>Companhia</b>	<b>Controle</b>	<b>Brazilian Pill (com previsão de suspensão de direitos)<sup>258</sup></b>	<b>Tipo de Brazilian Pill<sup>259</sup></b>	<b>Gatilho</b>	<b>Cláusula Pétrea</b>	<b>Possibilidade de Dispensa da Brazilian Pill por AG<sup>260</sup></b>
88	Ouro Fino Saúde Animal Participações S.A.	Sim	Não	-	-	-	-
89	FPC Par Corretora de Seguros S.A.	Sim	Sim	A	20%	Não	Sim
90	PDG Realty S.A. Empreend. e Participações	Não	Não	-	-	-	-
91	Petro Rio S.A.	Não	Não	-	-	-	-
92	Pomifrutas S.A.	Sim	Não	-	-	-	-
93	Porto Seguro S.A.	Sim	Sim	B	10%	Não	Não
94	PBG S.A.	Sim	Sim	A	30%	Não	Não
95	Positivo Informática S.A.	Sim	Sim	A	10%	Sim	Não
96	Profarma Distrib Prod Farmacêuticos S.A.	Sim	Sim	A	30%	Não	Não
97	Prumo Logística S.A.	Sim	Não	-	-	-	-
98	QGEP Participações S.A.	Sim	Não	-	-	-	-
99	Qualicorp S.A.	Sim	Não	-	-	-	-
100	Raia Drogasil S.A.	Sim	Sim	A	20%	Não	Sim
101	Rodobens Negócios Imobiliários S.A.	Sim	Sim	A	15%	Não	Não
102	Rossi Residencial S.A.	Sim	Sim	A	25%	Não	Sim
103	Rumo Logística Operadora Multimodal S.A.	Sim	Sim	A e C	15% (Tipo A) 20% (Tipo C)	Não	Não

<b>Nº</b>	<b>Companhia</b>	<b>Controle</b>	<b>Brazilian Pill (com previsão de suspensão de direitos)<sup>258</sup></b>	<b>Tipo de Brazilian Pill<sup>259</sup></b>	<b>Gatilho</b>	<b>Cláusula Pétrea</b>	<b>Possibilidade de Dispensa da Brazilian Pill por AG<sup>260</sup></b>
<b>104</b>	Cia Saneamento Básico Est. São Paulo	Sim	Não	-	-	-	-
<b>105</b>	Santos Brasil Participações S.A.	Não	Não	-	-	-	-
<b>106</b>	São Carlos Empreend e Participações S.A.	Sim	Sim	A	25%	Não	Não
<b>107</b>	São Martinho S.A.	Não	Sim	A	10%	Não	
<b>108</b>	Ser Educacional S.A.	Sim	Não	-	-	-	-
<b>109</b>	Sonae Sierra Brasil S.A.	Sim	Não	-	-	-	-
<b>110</b>	SLC Agrícola S.A.	Sim	Sim	A	20%	Não	Sim
<b>111</b>	Smiles S.A.	Sim	Não	-	-	-	-
<b>112</b>	Somos Educação S.A.	Não	Não	-	-	-	-
<b>113</b>	Springs Global Participações S.A.	Sim	Sim	A	25%	Não	Não
<b>114</b>	Tarpon Investimentos S.A.	Sim	Não	-	-	-	-
<b>115</b>	Technos S.A.	Não	Sim	A	33%	Não	Não
<b>116</b>	Tecnisa S.A.	Sim	Sim	A	20%	Sim	Não
<b>117</b>	Tegma Gestão Logística S.A.	Sim	Não	-	-	-	-
<b>118</b>	Vanguarda Agro S.A.	Não	Não	-	-	-	-
<b>119</b>	Tim Participações S.A.	Sim	Não	-	-	-	-

Nº	Companhia	Controle	<i>Brazilian Pill</i> (com previsão de suspensão de direitos) <sup>258</sup>	Tipo de <i>Brazilian Pill</i> <sup>259</sup>	Gatilho	Cláusula Pétrea	Possibilidade de Dispensa da <i>Brazilian Pill</i> por AG <sup>260</sup>
120	T4F Entretenimento S.A.	Sim	Sim	A	20%	Não	Sim
121	Totvs S.A.	Não	Sim	A e B	20% (Tipo A) 8% (Tipo B)	Sim	
122	Tractebel Energia S.A.	Sim	Não	-	-	-	-
123	Trisul S.A.	Sim	Sim	A	20%	Não	
124	TPI - Triunfo Particip. e Invest. S.A.	Sim	Sim	A	15%	Não	Não
125	Tupy S.A.	Sim	Sim	A	30%	Não	Não
126	Ultrapar Participações S.A.	Não	Sim	A	20%	Não	Não
127	Unicasa Indústria de Móveis S.A.	Sim	Não	-	-	-	-
128	Valid Sol. e Serv. Seg. Meios Pag. Ident. S.A.	Não	Sim	A	20%	Sim	Não
129	Viver Incorporadora e Construtora S.A.	Não	Sim	B	10%	Não	Não
130	Weg S.A.	Sim	Não	-	-	-	-
131	Wiz Soluções e Corretagem de Seguros S.A.	Sim	Sim	A	20%	Não	Sim

Fontes: CVM<sup>263</sup> e B3<sup>264</sup>

<sup>263</sup> Sistema IPE – CVM. Pesquisa nos Formulários de Referência e Estatutos Sociais de todas as companhias com ações admitidas à negociação no Novo Mercado da B3. Acesso disponível: <<http://sistemas.cvm.gov.br>>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

<sup>264</sup> Lista com a relação de companhias listadas no Novo Mercado disponível no endereço eletrônico da B3. Acesso disponível: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/empresas-listadas.htm](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/empresas-listadas.htm)>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

**Anexo II – *Brazilian Pills* Adotadas em IPOs Após a Edição do Parecer de Orientação CVM nº 36/09 (Tendência de Desaparecimento das Cláusulas Pétreas)**

<b>Nº</b>	<b>Companhia</b>	<b>Ano do IPO</b>	<b><i>Brazilian Pill</i> Pétrea</b>
<b>1</b>	CETIP – Mercados Organizados S/A	2009	Não
<b>2</b>	Aliansce Shopping Centers S.A.	2010	Não
<b>3</b>	BR Properties S.A.	2010	Não
<b>4</b>	Mills Estruturas e Serviços de Engenharia S.A.	2010	Não
<b>5</b>	JSL S.A.	2010	Não
<b>6</b>	HRT Participações em Petróleo S/A (atual Petro Rio S.A.)	2010	Não
<b>7</b>	BR Insurance Corretora de Seguros S.A.	2010	Não
<b>8</b>	Raia Drogasil S.A.	2010	Não
<b>9</b>	T4F Entretenimentos S.A.	2011	Não
<b>10</b>	Magazine Luiza S.A.	2011	Não
<b>11</b>	Brasil Pharma S.A.	2011	Não
<b>12</b>	Technos S.A.	2011	Não
<b>13</b>	Linx S.A.	2013	Não
<b>14</b>	FPC Par Corretora de Seguros S.A.	2015	Não

Fontes: CVM<sup>265</sup> e B3<sup>266</sup>

<sup>265</sup> Sistema IPE – CVM. Pesquisa nos Formulários de Referência e Estatutos Sociais de todas as companhias com ações admitidas à negociação no Novo Mercado da B3. Acesso disponível: <<http://sistemas.cvm.gov.br>>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

<sup>266</sup> Relação de IPOs recentes preparada pela B3. Acesso disponível: <<http://www.bmfbovespa.com.br/br/com/bvmf/internet/service/common/file/fileDownload.jsp?documentId=8A828D294E3198DA014E64571EED59F0>>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

## Bibliografia

ALLEN, William T.; KRAAKMAN, Reinier; SUBRAMANIAN, Guhan. *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*. 2ª ed., Nova York: Aspen Publishers, 2007.

ANDRIGHI, Fatima Nancy; RIVA, Laura Regina da. *Oferta Hostil de Aquisição de Controle – Hostile Takeover. Conceito e Caracterização*. In: WALD, Arnaldo; GONÇALVES, Fernando; SOARES DE CASTRO, Moema Augusta (Coord.); FREITAS, Bernardo Vianna; CARVALHO, Mário Tavenard Martins de (Org.). *Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

ASCARELLI, Tulio. *O Contrato Plurilateral*. In: *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. São Paulo: Saraiva, 1945.

B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão. *Comunicado Externo B3 nº 001/2017-DF*. São Paulo, 15 de março de 2017.

Disponível em:

<[www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp%3FfileId%3D8AA8D0975A9B155A015ACEC50CA370E4+%&cd=1&hl=pt-BR&ct=clnk&gl=br](http://www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp%3FfileId%3D8AA8D0975A9B155A015ACEC50CA370E4+%&cd=1&hl=pt-BR&ct=clnk&gl=br)>

<[www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp%3FfileId%3D8AA8D0975C0EA94D015C370A40126F13+%&cd=2&hl=pt-BR&ct=clnk&gl=br](http://www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp%3FfileId%3D8AA8D0975C0EA94D015C370A40126F13+%&cd=2&hl=pt-BR&ct=clnk&gl=br)>

Acesso em: 6 de junho de 2017.

\_\_\_\_\_. *Comunicado Externo B3 nº 002/2017-DF*.

São Paulo, 15 de março de 2017.

Disponível em:

<[www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp%3FfileId%3D8AA8D0975A9B155A015ACEC50D60714E+%&cd=1&hl=en&ct=clnk&gl=br&client=safari](http://www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp%3FfileId%3D8AA8D0975A9B155A015ACEC50D60714E+%&cd=1&hl=en&ct=clnk&gl=br&client=safari)>

<[www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp%3FfileId%3D8AA8D0975A9B155A015ACEC50D927196+%&cd=3&hl=en&ct=clnk&gl=br&client=safari](http://www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp%3FfileId%3D8AA8D0975A9B155A015ACEC50D927196+%&cd=3&hl=en&ct=clnk&gl=br&client=safari)>

Acesso em: 6 de junho de 2017.

BAINBRIDGE, Stephen M. *Mergers and Acquisitions*. New York: Foundation Press, 2003.

BARBOSA, Marcelo. *Administradores*. In: BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo. *Direito das Companhias*. 2ª ed., Rio de Janeiro: Forense, 2017.

BERLE JR., Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation and Private Property*. Nova York: The Macmillan Company, 1932.

BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. *A Administração de Companhias e a Business Judgment Rule*. São Paulo: Quartier Latin, 2017.

BULGARELLI, Waldirio. *A Proteção às Minorias na Sociedade Anônima*. São Paulo: Pioneira, 1977.

BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Finanças da Companhia*. In: BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo. *Direito das Companhias*. 2ª ed., Rio de Janeiro: Forense, 2017.

\_\_\_\_\_. *Parecer*. In: Comissão de Valores Mobiliários, “Caso PREVI” – Inquérito Administrativo CVM nº TA/RJ2001/4977.

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

CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; WARDE JR., Walfrido Jorge. *Proseletismo Corporativo: Ficção e Verdade no Interdito à Cumulação dos Principais Cargos da Administração de Companhias Listadas na Bolsa de Valores de São Paulo*. Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais, vol. 60/2013, Abril-Junho 2013.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. “*Caso TIM*” – *Inquérito Administrativo CVM nº TA-RJ2001/4977*. Rio de Janeiro, 19 de dezembro de 2001. Disponível em:

<[http://www.cvm.gov.br/decisooes/2010/20100909\\_R1/20100909\\_D09.html](http://www.cvm.gov.br/decisooes/2010/20100909_R1/20100909_D09.html)>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

\_\_\_\_\_. “*Caso PREVI*” – *Inquérito Administrativo CVM nº TA-RJ2002/1153*. Rio de Janeiro, 6 de novembro de 2002. Disponível em:

<[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2002/20021106\\_PAS\\_RJ20021153.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2002/20021106_PAS_RJ20021153.pdf)>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

\_\_\_\_\_. “*Caso Telemar*” – *Processo CVM nº RJ2006/6785*. Rio de Janeiro, 25 de setembro de 2006. Disponível em:

<[http://www.cvm.gov.br/decisooes/2006/20060925\\_R1/20060925\\_D02.html](http://www.cvm.gov.br/decisooes/2006/20060925_R1/20060925_D02.html)>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

\_\_\_\_\_. “*Caso Iochpe-Maxion*” –  
*Processo CVM nº RJ2007/0947*. Rio de Janeiro, 22 de maio de 2007.

Disponível em:

<[http://www.cvm.gov.br/decisooes/2007/20070522\\_R1/20070522\\_D06.html](http://www.cvm.gov.br/decisooes/2007/20070522_R1/20070522_D06.html)

>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

\_\_\_\_\_. “*Memorando ao Colegiado*  
– *Diretores Otavio Yazbek e Marcos Pinto*. Rio de Janeiro, 14 de abril de

2008. Disponível em:

<<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/0005/6491->

0.pdf>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

\_\_\_\_\_. “*Caso Duratex-Satipel*” –  
*Processo CVM nº RJ2009/5811*. Rio de Janeiro, 28 de julho de 2009.

Disponível em:

<[http://www.cvm.gov.br/decisooes/2009/20090728\\_R1/20090728\\_D02.html](http://www.cvm.gov.br/decisooes/2009/20090728_R1/20090728_D02.html)

>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

\_\_\_\_\_. “*Caso Tractebel*” –  
*Processo CVM nº RJ2009/13179*. Rio de Janeiro, 9 de setembro de 2010.

Disponível em:

<[http://www.cvm.gov.br/decisooes/2010/20100909\\_R1/20100909\\_D09.html](http://www.cvm.gov.br/decisooes/2010/20100909_R1/20100909_D09.html)

>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

\_\_\_\_\_. “*Caso Brasil Telecom*” –  
*Processo CVM nº RJ2011/9011*. Rio de Janeiro, 16 de fevereiro de 2012.

Disponível em:

<[http://www.cvm.gov.br/decisooes/2012/20120216\\_R1/20120216\\_D09.html](http://www.cvm.gov.br/decisooes/2012/20120216_R1/20120216_D09.html)

>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

\_\_\_\_\_. “*Caso Itaú-Unibanco*” – *Processo CVM nº RJ2008/10832*. Rio de Janeiro, 10 de julho de 2012.

Disponível em:

<[http://www.cvm.gov.br/decisooes/2012/20120710\\_R1/20120710\\_D01.html](http://www.cvm.gov.br/decisooes/2012/20120710_R1/20120710_D01.html)

>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

\_\_\_\_\_. “*Caso Oi-Portugal Telecom*” – *Processo CVM nº RJ2013/10913*. Rio de Janeiro, 25 de março de 2014. Disponível em:

Disponível em:

<[http://www.cvm.gov.br/decisooes/2014/20140325\\_R1/20140325\\_D07.html](http://www.cvm.gov.br/decisooes/2014/20140325_R1/20140325_D07.html)

>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

\_\_\_\_\_. “*Caso Eletrobras*” – *Processo CVM nº RJ2009/13179*. Rio de Janeiro, 26 de maio de 2015.

Disponível em:

<[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20150526\\_PAS\\_RJ20136635.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20150526_PAS_RJ20136635.pdf)

>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

\_\_\_\_\_. “*Caso Eneva*” – *Processo CVM nº RJ2015/5021*. Rio de Janeiro, 25 de agosto de 2015. Disponível em:

<[http://www.cvm.gov.br/decisooes/2015/20150825\\_R1.html](http://www.cvm.gov.br/decisooes/2015/20150825_R1.html)

>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

\_\_\_\_\_. “*Caso Eike Batista*” – *Processo CVM nº RJ2014/10060*. Rio de Janeiro, 10 de novembro de 2015.

Disponível em:

<[http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2015/20151110\\_PAS\\_RJ201410060.html](http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2015/20151110_PAS_RJ201410060.html)

>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

\_\_\_\_\_. “*Caso GPC*” – *Processo CVM nº RJ2008/10832*. Rio de Janeiro, 12 de julho de 2015. Disponível em:

<[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2016/20160927\\_PAS\\_RJ2014591.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2016/20160927_PAS_RJ2014591.pdf)

>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

\_\_\_\_\_. *Audiência Pública SDM nº 10/2016*, aberta pela CVM em 7 de dezembro de 2016 para discutir ajustes à Instrução CVM nº 480/09. Edital e manifestações disponíveis em: <[http://www.cvm.gov.br/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/2016/sdm1016.html](http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2016/sdm1016.html)>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

\_\_\_\_\_. “*Caso Light-CEMIG*” – *Processo CVM nº SEI 19957.003229-2017-81*. Rio de Janeiro, 12 de abril de 2017. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/decisooes/2017/20170412\\_R1.html](http://www.cvm.gov.br/decisooes/2017/20170412_R1.html)>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

\_\_\_\_\_. *Comunicado ao Mercado nº 07/2017*. Rio de Janeiro, 28 de junho de 2017. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20170628-3.html>>. Acesso em: 28 de junho de 2017.

COMPARATO, Fábio Konder. *A Fixação do Preço de Emissão das Ações no Aumento de Capital de Sociedade Anônima*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. n. 81, Janeiro-Março, Ano XXX, São Paulo: Malheiros.

\_\_\_\_\_. *Controle conjunto, abuso no exercício do voto acionário e alienação indireta de controle empresarial*. In: *Direito Empresarial – Estudos e Pareceres*. 1ª ed., 2ª tiragem, São Paulo: Saraiva, 1995.

EISENHOFER, Jay W.; BARRY, Michael J. *Shareholder Activism Handbook*. Nova York: Wolsters Kluwer, 2013.

EIZIRIK, Nelson. *A Legalidade das Poison Pills Adotadas pelas Companhias Brasileiras*. In: CANTIDIANO, Luiz Leonardo; MUNIZ, Igor. *Temas de Direito Bancário e Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 2014.

\_\_\_\_\_. *A Lei das S/A Comentada*. 2<sup>a</sup> ed., vol. II – artigos 80 ao 137. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

FRIEDENBERG, Ellen S. *Jaws III: The impropriety of shark-repellent amendments as a takeover defense*.

Disponível em: <<http://www.djcl.org/wp-content/uploads/2014/07/Jaws-III-THE-IMPROPRIETY-OF-SHARK-REPELLENT-AMENDMENTS-AS-A-TAKEOVER-DEFENSE1.pdf>>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

GALGANO, Francesco. *La Società per Azioni. Trattato di Diritto Commerciale e di Diritto Pubblico dell'Economia*. vol. 7, Padoa: CEDAM-Casa Editrice Dott. Antonio Milani, 1984.

GALLO, Giovanna Mazetto; DIAS, Amanda Tayar Duarte. Impedimento de voto dos controladores na assembleia geral relativa à incorporação – Comentários à decisão da CVM no Processo Administrativo CVM RJ2009/5811. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. Ano 13, n. 48, Abril-Junho 2010.

GORGA, Érica. *Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries*. In: *Northwestern Journal of International Law and Business*, v. 29, 2009.

LAMY FILHO, Alfredo. *Parecer*. In: Comissão de Valores Mobiliários, “Caso PREVI” – Inquérito Administrativo CVM nº TA/RJ2001/4977.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Estudos e Pareceres sobre Sociedades Anônimas*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1990.

\_\_\_\_\_. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. vol. 2, São Paulo: Saraiva, 1980,

LIPTON, Martin; ROWE, Paul K. *Pills, Polls and Professors: A Reply to Professor Gilson*. The Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 27, No. 1, 2002.

MARUCH, André. *As Principais Práticas de Governança Corporativa Adotadas no Mercado Brasileiro em Face do Mercado Internacional (1ª Parte)*. Revista do Direito Bancário e do Mercado de Capitais, vol. 45, Jan-Março 2009.

MIRANDA VALVERDE, Trajano de. *Sociedades por Ações*. 3ª ed., vol. I, Rio de Janeiro: Forense, 1959.

MORAES, Luiza Rangel de. *A Pulverização do Controle de Companhias Abertas*. Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais, vol. 32-2006.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Desafios do Direito Societário Brasileiro na Disciplina da Companhia Aberta: Avaliação dos Sistemas de Controle Diluído e Concentrado*. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). *Direito Societário – Desafios Atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

MUNIZ, Joaquim de Paiva. *Poder de Controle, Conflito de Interesses e Proteção aos Acionistas Minoritários e Stakeholders*. In: Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, vol. 28/2005, Abril-Junho 2005.

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *A Volta da “Superpreferencial”*. Rio de Janeiro: BM&A Review, Julho-Setembro 2013.

Disponível em:

<[http://www.bmalaw.com.br/arquivos/BMA\\_Review/BMA%20Review%2042\\_Port.pdf](http://www.bmalaw.com.br/arquivos/BMA_Review/BMA%20Review%2042_Port.pdf)>. Acesso em: 6 de junho de 2017

\_\_\_\_\_; 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*. Rio de Janeiro: Saraiva, 2013.

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

PINTO, Alexandre Evaristo; VAZ, Janaina Campos Mesquita; COSTA, Luiz Guilherme Duarte Martins; GERTULINO, Vinicius de Novais. *Mecanismos de Reforço do Poder de Controle nas Companhias do Novo Mercado: As Poison Pills Brasileiras*. In: PENTEADO, Mauro Rodrigues (Org.). *Mercado de Capitais Brasileiro II – Doutrina, Cases & Materials*. São Paulo: Quartier Latin, 2014.

POUND, John. *The Promise of the Governed Corporation*. Harvard Business Review on Corporate Governance, March-April 1995.

Disponível em: <<https://hbr.org/1995/03/the-promise-of-the-governed-corporation>>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

PRADO, Roberta Nioac. *Desconcentração do Poder de Controle e Poison Pills: Evolução no Mercado de Capitais Brasileiro*. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luis André N. de (Coord.). *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

REYES, Francisco. *Direito Societário Americano: Estudo Comparativo*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

RIBEIRO, Milton Nassau. *Aspectos Jurídicos da Governança Corporativa*. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

RONQUIM FILHO, Adhemar. *Os Direitos dos Acionistas Minoritários com as Alterações da Lei da Sociedade Anônima, Influenciadas pelas Bases da Governança Corporativa*. Revista de Direito Empresarial. Vol. 20/2016.

STUBER, Walter Douglas. *A Posição da CVM em Relação às Poison Pills das Companhias Abertas*. Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais, vol. 47, jan-2010.

SUPREME COURT OF DELAWARE. *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946. Dover, 1985.

Disponível em: < <https://casetext.com/case/unocal-corp-v-mesa-petroleum-co>>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

\_\_\_\_\_. *Moran v. Household International, Inc.*, 500 A.2d 1346. Dover, 1985.

Disponível em: < <https://casetext.com/case/unitrin-inc-v-american-general-corp>>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

\_\_\_\_\_. *Revlon, Inc v. MacAndrews and Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173. Dover, 1986.

Disponível em: <<https://casetext.com/case/revlon-inc-v-macandrews-forbes-holdings-inc-2#!>>

Acesso em: 6 de junho de 2017.

\_\_\_\_\_. *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.* 571 A.2d 1140. Dover, 1989.

Disponível em: <<https://casetext.com/case/paramount-communications-inc-v-time-inc>>

Acesso em: 6 de junho de 2017.

\_\_\_\_\_. *Unitrin, Inc. v. American General Corp.*, 651 A.2d 1361. Dover, 1995.

Disponível em: < <https://casetext.com/case/unitrin-inc-v-american-general-corp>>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

TAVARES GUERREIRO, José Alexandre; LACERDA TEIXEIRA, Egberto. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*. São Paulo: Bushatsky, 1979.

TEPEDINO, Ricardo. *Assembleia Geral*. In: BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo. *Direito das Companhias*. 2ª ed., Rio de Janeiro: Forense, 2017.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *Poison Pill: Modismo ou Solução?* In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). *Direito Societário: Desafios Atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

VALLADÃO AZEVEDO E NOVAES FRANÇA, Erasmo. *Acionista Controlador – Impedimento de Voto*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. n. 125, Janeiro-Março/2002, São Paulo: Malheiros.

\_\_\_\_\_. *Conflito de Interesses nas Assembleias de S.A. (e outros escritos sobre conflito de interesses)*. 2ª ed., São Paulo: Malheiros, 2014

VARGAS, Manoel. *Ações Superpreferenciais: Dividendos Extravagantes*. Rio de Janeiro: Lobo & Ibeas Advogados, 2014.

Disponível em: <<http://www.loboeibeas.com.br/en/archives/3562>>. Acesso em: 6 de junho de 2017.

\_\_\_\_\_. *A Crise das Sociedades de Economia Mista no Brasil: Limites da Subordinação ao Interesse Público*. In: VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (Org.). *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017

WALD, Arnaldo. *O governo das empresas*. Revista do Direito Bancário, do Mercado de Capitais e Arbitragem 5-15, pp. 53-78. São Paulo, Janeiro-Março 2002.

\_\_\_\_\_. *O Direito das Privatizações*. Revista dos Tribunais, vol. 763/1999, Maio-2009, pp. 47/55.

ZANINI, Carlos Klein. *A Poison Pill Brasileira: Desvirtuamento, Antijuridicidade e Ineficiência*. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (Coord.). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneo*. São Paulo: Malheiros, 2011.