

POISON PILLS – DEVEMOS TEMER O CASTIGO DE ZEUS?

Poison Pills – should we fear Zeus?

Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais | vol. 99/2023 | p. 13 - 50 | Jan - Mar / 2023
DTR\2022\17628

Eduardo Salomão Neto

Doutor e Livre-docente da Universidade de São Paulo. Advogado. esalomao@levysalomao.com.br

Área do Direito: Comercial/Empresarial; Societário

Resumo: As poison pills são defesas contra aquisições hostis de controle, que se tornaram comuns da década de 1980 em diante, a partir da generalização dessas operações nos Estados Unidos. Tomando-se o termo em sentido lato abrangendo (i) regras legais, como a obrigação de oferta pública por aquisição de controle do artigo 254-A da Lei das S.A.; e (ii) mecanismos de base estatutária/societária. No último caso, os mecanismos podem ter (a) ação indireta, fazendo com que alterações na esfera jurídica da companhia-alvo aumentem o esforço financeiro do possível adquirente hostil, por exemplo pelo vencimento de debêntures ou emissão de bônus de subscrição, ou (b) ação direta, por criarem ônus diretamente incidentes sobre o adquirente, seja pela obrigação de realização de oferta pública em condições desvantajosas aos demais acionistas, seja pela limitação do direito de voto, ou ainda pela imposição de ônus diversos à candidata a adquirente hostil (flip-over, aquisição de subsidiárias, contratação de fornecedores etc.). As variadas técnicas de poison pills não encontram vedação na regra sobre condições potestativas do artigo 122 do Código Civil, ou na proibição de introdução de restrições à circulação de ações de companhia aberta do artigo 36 da Lei das S.A. O verdadeiro desafio à aceitabilidade das pílulas vem das regras dos artigos 115, 117, 154 e 156 da Lei das S.A., sobre deveres fiduciários de controladores e administradores, bem como do Direito Comparado. De forma geral, condenam pílulas introduzidas antes de haver oferta hostil concreta, e não canceláveis. Mesmo aquelas pílulas introduzidas após oferta hostil ser concretizada podem padecer do mesmo destino, caso criadas sem ter em conta os melhores interesses da companhia e/ou de seus acionistas minoritários.

Palavras-chave: Abuso de poder – Administradores – Aquisições hostis – Barbarians at the Gate – Bônus de subscrição – Business judgement rule – B3 – Cláusula pétrea – Condição potestativa – Conflito de interesses – Controladores – Crown jewel – Debêntures – Deveres fiduciários – Flip-in – Flip-over – Golden parachute – Green mail – Junk bonds – Leveraged buy out – Limite ao direito de voto – Medidas defensivas – Novo Mercado – Pac-man – Perfil institucional da sociedade anônima – Oferta pública para aquisição de controle – Oferta pública por aquisição de controle – Pílulas pós-oferta – Pílulas pré-oferta – Pílulas de veneno – Poison pills – Restrição a circulação de ações – RJR Nabisco – Shark repellent – Trust – trustee – Voto plural – White knight – White squire

Abstract: Poison pills are anti-takeover defenses that became common in the 1980s. In broad sense the encompass (i) legal rules, such as the obligation to present an offer for the acquisition of minority shares under article 254-A of Brazilian Corporations Law; and (ii) by-laws based mechanisms. The latter may have (a) indirect effect, by increasing the financial effort required from a takeover bidder, e.g. through early maturity of debentures or the issue of subscription rights, or (b) direct effect, through the imposition of direct burdens on the bidder, such as the obligation to tender for minority shares offering better-than-market prices, the limitation of voting rights to a fraction of the purchased shares or the imposition of other obligations to the hostile bidder (flip-over, purchase of shares in subsidiaries, hiring of specified suppliers etc.). Poison pills are not rendered illegal by the ban of discretionary conditions in article 122 of the Brazilian Civil Code, or in the prohibition of restrictions to the circulation of shares issued by public companies under 36 of Brazilian Corporations Law. The most important challenge to poison pills stems from articles 115, 117, 154 and 156 of Brazilian Corporations Law, regarding fiduciary duties of shareholders and management, and from Comparative Law. In summary, such rules render unlawful pills introduced before the presentation of a hostile bid, if non-cancellable. Even those pills introduced after an hostile bid may be objectionable, in case they are introduced without regard for the best interests of the company and/or its minority shareholders.

Keywords: Abuse of power, Barbarians at the gate – Bid to purchase shares – Board – Board members – Bonds – Business judgement rule – B3 – Commercial papers – Conflict of interest – Controlling shareholders – Crown jewel – Debentures – Defensive measures – Executive officers – Fiduciary duties – Flip-in – Flip-over – Golden parachute – Green mail – Hostile takeovers – Indelible

clause in by-laws – Institutional profile of corporations – Junk bonds – Leveraged buy-out – Limit to voting rights – Majority shareholders – Mandatory offer to purchase shares – Minority shareholders – Novo mercado offer to purchase shares – Pac-man – Poison pills – Post-offer pills – Pre-offer pills – Restriction to negotiation of shares – RJR nabisco – Shark repellent – Subscription rights – Takeover bids – Trust – Trustee – Voting rights – White knight – White squire

Para citar este artigo: Salomão Neto, Eduardo. Poison Pills – Devemos temer o castigo de Zeus? *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. vol. 99. ano 26. p. 13-50. São Paulo: Ed. RT jan./mar. 2023. **Disponível em:** <http://revistadostribunais.com.br/maf/app/document?stid=st-rql&marg=DTR-2022-17628>. **Acesso em:** DD.MM.AAAA.

*Como no tempo do outono se abate terrível procela
na terra escura, ao mandar Zeus potente infinito aguaceiro,
quando irritado se encontra com os homens e quer castigá-los,
por ver que torcem no foro a justiça e sentenças proferem
desrespeitando o direito sem medo dos deuses eternos*
(HOMERO. *A Ilíada*. canto XVI, versos 384 a 388)¹

O² objetivo deste texto é enveredar por caminho menos usual em artigos recentes – a saber, a discussão de certas defesas contra aquisições de controle de companhias abertas, conhecidas como *poison pills* na prática societária. Para isso, decidi expandir, com aprofundamento e adequação à prática, o artigo original que havia escrito em 1990 sobre o tema, provavelmente o primeiro a tratar do assunto no Brasil.³

O propósito é revisar, passado tanto tempo, a prática de *poison pills* adotada no Brasil, determinando se seguiram os cânones da lei. Ou se, como os que torcem no foro à justiça e proferem sentenças contra o Direito, devem seus introdutores temer o castigo de Zeus.

De todo modo, comecemos a desenvolver o tema descrevendo o aparecimento das *poison pills*, para então enfrentar sua tipologia, qualificação jurídica e fazer análise crítica com sugestões de aperfeiçoamento.

Sumário:

1. Um pouco de História - 2. As *Poison Pills* e sua tipologia - 3. Poison Pills normativas - 4. Poison Pills indiretas - 5. Poison Pills diretas - 6. Objeções gerais - 7. Pílulas e Deveres Fiduciários de Controladores e Administradores - 8. Conclusão

1. Um pouco de História

A oportunidade do tema é evidente. Não do tema da destruição de Troia, devida à imprevidência e pouca flexibilidade de seus habitantes.⁴

Desde o início do milênio, com a difusão, às vezes excessiva, do acesso de empresas brasileiras ao mercado de capitais, as *poison pills* se transformaram em características correntes no mercado de capitais. A partir disso, a matéria foi informada por extensa literatura teórica emitida por volta do fim da primeira década do milênio, com concentração por volta de 2010.⁵ Resta agora, passada mais uma década, rever esse material à luz das conclusões iniciais, e concluir sobre a prática adotada.

As *poison pills* são defesas societárias normalmente insculpidas nos estatutos de companhias contra a possibilidade de tomada hostil de seu controle. Para tanto, procuram criar ônus para eventual adquirente.

Como muito mais no Direito Societário das companhias abertas, nasceram, pelo menos como tais, nos Estados Unidos. E isso na década de 1980, marcada por ataques hostis a sociedades já então controladas por grupos minoritários em capital. Esses grupos minoritários eram frequentemente

formados por investidores institucionais cuja vocação era entrar e sair do capital de companhias, sem participação mais intensa em sua administração.

Muitos desses ataques faziam-se sem que houvesse sequer aplicação significativa de capital, através de técnicas de alavancagem, visando à aquisição de grupo empresarial com recursos oriundos de dívida, a qual era finalmente paga pela própria sociedade adquirida. Para tanto, usavam-se técnicas como a emissão de títulos de alto risco, os *junk bonds*, por sociedade adquirente formada especialmente para participar do processo. Uma vez completada a aquisição, era a sociedade adquirente incorporada ou fundida com a adquirida, com transferência, portanto, da dívida à própria sociedade-alvo da transação. Obviamente esse tipo de técnica ampliava em muito a atividade de ofertas hostis, como finalmente ampliou também o trabalho para advogados criminais na defesa dos mais proeminentes promotores desses negócios.⁶

De fato, a regulação existente não era propriamente rigorosa, voltada que era para a prestação de informações a acionistas. O resultado disso foi atividade frenética e ameaças seguidas à estabilidade corporativa, justificada mesmo em meios acadêmicos pela doutrina de que a interferência com negócios privados de acionistas e seus investimentos não deveria ser tolerada.

Um exemplo de transação desse tipo pode ser encontrado no interessante e realista filme *Barbarians at the Gate*,⁷ sobre a batalha de ofertas públicas pela aquisição da RJR Nabisco no final da década de 1980, do ramo de cigarros e alimentos. E o espírito da década pode ser resumido na frase do presidente do *board* da empresa-alvo: “*Nobody will deny that there is a fair amount of greed going around these days. I guess it is just a question of how much greed is fair.*”⁸

Afirmar a receber com o reparo de que talvez a ganância humana fosse a mesma de todas as eras, apenas menos contida por regulação irradiando penas criminais, então mais raras, e por menor hipocrisia na comunicação com o público.

Seja como for, a isso se contrapuseram duas reações:

- i) legislaturas estaduais passaram a aprovar suas próprias leis de controle de operações de aquisição hostil do controle de companhias abertas; e
- ii) a criatividade jurídica de advogados corporativos passou a criar cláusulas estatutárias com impedimentos ou ônus a aquisições hostis de controle, as *poison pills* que dão nome a este artigo.

Obviamente aqui se estabeleceu intenso debate entre os fautores da plena liberdade das ofertas hostis e os que propugnavam pela validade da defesa contra elas. A discussão se baseava, talvez de forma não intuitiva para o leitor brasileiro, na possibilidade de os *conselhos de administração* de companhias americanas acionarem as *poison pills* e impedirem o negócio.

Isso porque nos Estados Unidos a visão básica sobre a grande empresa com capitais coletados no mercado é que deve ser governada por seus administradores, mais do que por seus acionistas. Mesmo em decisões estratégicas como seu objeto social ou continuação de existência independente. Aos acionistas sobraria sim um poder supremo, mas exercível simplesmente através da eleição dos administradores que desempenharão essas elevadas funções. Foi afinal esse poder da administração confirmado em decisões emitidas a partir de meados da década de 1980, e que veremos ao discutir a responsabilidade de administradores no fim deste trabalho.⁹⁻¹⁰

Dito isso, comecemos pela análise das modalidades de *poison pills*.

2. As Poison Pills e sua tipologia

O termo *poison pill* em seu significado clássico refere-se, com alguma falta de precisão típica dos neologismos vindos do mercado de capitais, a técnicas de criação estatutária, mas não a todas elas. E sim especificamente àquelas que se traduziam na emissão no seio de uma companhia-alvo de direitos a seus acionistas que por um qualquer mecanismo financeiro dificultavam a aquisição final de ações por um ofertante hostil.

Mas nos valeremos da relativa imprecisão do termo para estender a análise também a outros mecanismos com o mesmo efeito. De início, há que se mencionar as regras legais e de regulação privada do mercado de capitais que já criam tais dificuldades para candidatos à preponderância

acionária.

Para além dessa forma positivada de pílulas, há as de base estatutária/societária.¹¹ Nesse caso, há nova divisão teórica. De um lado, as pílulas decorrentes de mecanismos jurídicos de ação indireta, fazendo com que alterações na esfera jurídica da companhia aumentem o esforço financeiro do possível adquirente,¹² província em que se situam as *poison pills* clássicas que mencionamos no primeiro parágrafo deste título. De outro, as que levam a ônus diretamente incidentes sobre o adquirente, sem envolvimento da companhia-alvo em obrigações, em caso de oferta para aquisição de controle: isso na forma de condições onerosas para que possa obter o *status* de acionista preponderante, ou de restrições a sua posição de acionista preponderante quando obtida. Analisaremos aqui esses tipos, bem como seu impacto jurídico, antes de adentrar na análise propriamente crítica a que nos propusemos. Deixaremos, expressamente de lado ao fazê-lo, técnicas de defesa contra tomadas de controle que representam condutas da gestão, não lastreadas em regras legais, contratuais ou estatutárias, as quais, por interessantes questões que suscitem, escapam ao escopo do presente trabalho.¹³

3. Poison Pills normativas

As pílulas em sua acepção tradicional decorrem da vontade humana e não da lei. Mas o conceito pode ser ampliado para cobrir certas regras legais, ou da regulação adotada por companhias abertas, que trazem alguma restrição à alteração do controle societário.

A principal dessas restrições está contida no artigo 254-A da Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (LGL\1976\12) (Lei da S.A.)¹⁴, a seguir reproduzido:

“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.

§ 1º Entende-se como alienação de controle a transferência, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade.

§ 2º A Comissão de Valores Mobiliários autorizará a alienação de controle de que trata o caput, desde que verificado que as condições da oferta pública atendem aos requisitos legais.

§ 3º Compete à Comissão de Valores Mobiliários estabelecer normas a serem observadas na oferta pública de que trata o caput.

§ 4º O adquirente do controle acionário de companhia aberta poderá oferecer aos acionistas minoritários a opção de permanecer na companhia, mediante o pagamento de um prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle.”

De forma resumida, esse dispositivo determina que quem adquire o controle de uma sociedade separadamente, através de negociação com controlador existente, deve estender aos acionistas não controladores, de cujas ações não necessita, oferta por, no mínimo, 80% do valor pago aos controladores. O novo controlador aqui obrigado a agir fazendo oferta pode ser majoritário, mas também minoritário, ou seja, aquele que detém menos do que a maioria absoluta das ações, mas que devido à ausência de coordenação da maioria absoluta acaba por exercer esse papel. E é justamente por isso que esse dispositivo opera como *poison pill*, impondo obrigações a alguém que pode deslocar controlador também minoritário anterior adquirindo suas ações.¹⁵

Essa oferta pode ser feita de maneira simples, ou na forma do § 4º do dispositivo. Neste último caso, é cumulada com a alternativa de que acionistas que o desejem possam optar por permanecer na companhia recebendo prêmio igual à diferença entre o valor superior pago por cada ação do bloco de controle e o valor inferior de mercado de cada ação que detinha. Diminui-se assim o dispêndio do adquirente, fazendo com que pague apenas o ágio de controle, e não o valor todo das ações dos não

controladores. Em compensação, as ações e seus direitos patrimoniais permanecem com os acionistas minoritários optantes. De se notar também, que no caso dessa opção o prêmio de controle deve ser atribuído na sua integralidade ao minoritário, sem o limite dos 80% do preço que se aplica para a oferta de compra.

Objeto da oferta e da opção eventual de recebimento de prêmio são apenas as ações votantes, excluídas as que não tenham direito de voto.

A competência dada à Comissão de Valores Mobiliários para dispor sobre ofertas públicas foi de fato exercida pela atual Resolução CVM 85, de 31 de março de 2022 (LGL\2022\3635), da autarquia, que dela trata em seu artigo 33, inovando em dois aspectos: (a) determinação de que a oferta estendida aos minoritários tenha por base o preço por ação ofertado ao controlador corrigido pela taxa Selic (§ 7º) e (b) previsão de que se oferta original pelo controle for de permuta de valores mobiliários, deve ser estendida aos minoritários sem admissão de qualquer desconto, ainda que se ofereça alternativamente dinheiro (§ 8º).¹⁶

Esses direitos de minoritários passam por expansão em virtude de regulação setorial da B3 para admissão em seus segmentos de listagem Novo Mercado e Nível 2. Em ambos os casos, a porcentagem de 80% do valor pago pelo controle para oferta aos minoritários é substituída por necessidade de tratamento igualitário dos minoritários, ou seja, oferta de compra de suas ações pelo mesmo preço atribuído a ações de controle,¹⁷ sejam as ações votantes ou não.¹⁸ Além disso, no Nível 2 exige-se que sejam indenizados detentores de ações que as tenham vendido por valor inferior ao da oferta nos 6 meses anteriores a ela.¹⁹

Pondere-se, aliás, que a concepção que orientou esses dispositivos não nos parece correta: o acionista controlador tem rol bastante largo de responsabilidades adicionais, que oneram sua atuação. Por exemplo, a responsabilidade por abuso de poder do artigo 117 da Lei das S.A., mas não só ela. Em matéria trabalhista, e em certos momentos mesmo em matéria tributária, não hesita o Poder Judiciário em impor responsabilidades aos controladores por débitos da sociedade controlada.²⁰ E há ainda o marcante exemplo das entidades reguladas, como as instituições financeiras, cujos controladores podem se sujeitar a restrições patrimoniais extraordinárias na hipótese de crise empresarial.²¹ Assim sendo, não haveria porque não se preservar o consentâneo benefício de que as ações de controle valessem mais, que compensaria o ônus adicional a que se sujeitam os controladores. Há também a considerar que as ações de controle realmente deveriam valer mais, pois afinal dão direito de comando da companhia, o que as demais ações votantes não fazem.²²

Mas pouco importa, o efeito do regime do artigo 254-A da Lei das S.A. e das normas da B3 que o expandem para segmentos de listagem como o Novo Mercado e o Nível 2, é de aumentar o ônus financeiro para o adquirente de uma aquisição de controle, podendo no limite inviabilizar o negócio pelos custos adicionais causados. Portanto, podemos sim, falar aqui por extensão de linguagem de uma *poison pill*, introduzida por regras legais ou de regulação setorial, como as da B3.

4. Poison Pills indiretas

A forma intuitiva de restringir o acesso de novo controlador por oferta pública hostil seria introduzir restrições diretas à transferência de ações no próprio estatuto da companhia. Intuitiva, mas ineficaz, porque o artigo 36 da Lei das S.A. determina que só o estatuto de companhias fechadas pode conter tais restrições. Portanto, não teriam efeito em relação a companhias abertas quaisquer restrições que tivessem sido mantidas em tais estatutos, seja sob a forma de proibição absoluta, seja sob a forma de direito de preferência.²³

Há, entretanto, algumas estratégias usadas na prática norte-americana, mais do que na brasileira, e essas seriam as primeiras a se abordar.

Aqui a tônica comum é imporem as pílulas, diretamente, apenas mais ônus ou responsabilidades à companhia cujo controle é adquirido. Portanto, não atuam na esfera jurídica direta do próprio adquirente, de onde a classificação que aqui propusemos. O que fazem é diminuir o valor e/ou caixa da companhia-alvo, através de mecanismos previstos em seu estatuto. E por essa via indireta tornar a aquisição de controle mais difícil e menos provável.

Emissão de Bônus de Subscrição – A primeira forma de fazer isso é pela emissão de direitos de subscrição para acionistas já existentes no momento de revelação da oferta hostil, dando a eles o

direito de subscrever ações das companhias de que participam por valor potencialmente mais favorável do que o de mercado. O possível resultado seria o aumento do esforço financeiro que tem de ser feito pelo adquirente hostil. Os títulos que permitem essa subscrição em termos potencialmente favorecidos são chamados bônus de subscrição no Brasil, e regidos pelos artigos 75 a 79 da Lei das S.A.

Entender a lógica financeira disso passa pela consideração de que todas as ações da companhia devem ter o mesmo valor nominal (artigo 11, § 2º da Lei das S.A.)²⁴ e que é vedada a emissão de ações por valor inferior a tal valor nominal (artigo 13 da Lei das S.A.). Ocorre que as ações de uma companhia aberta, principalmente se bem-sucedida,²⁵ acabam sendo negociadas por valor superior a esse nominal, o que reflete a capacidade de seus ativos de produzirem lucro, entre outros eventos. Os bônus podem se restringir a permitir a conversão por valor nominal, afinal são oferecidos à generalidade dos acionistas, que têm preferência para sua subscrição segundo o artigo 171, § 3º da Lei das S.A.²⁶ Assim sendo, poderiam ser lançados bônus permitindo a seus detentores a qualquer momento obter ações, pagando apenas o valor nominal delas, quando valem mais do que isso no mercado.²⁷ Na possível tentativa de aquisição hostil, o ofertante teria de adquirir mais ações resultantes da conversão dos bônus. E o faria sempre pelo valor de mercado que é maior, para chegar ao percentual de controle que se propõe, gastando, portanto, mais. É por isso que servem como pílula de defesa contra aquisições hostis.

Sua criação passa pela adoção do mecanismo do capital autorizado para a companhia emissora, segundo o artigo 75 da Lei das S.A.²⁸ Feito isso, podem os bônus ser emitidos a qualquer momento, tipicamente por iniciativa do conselho de administração. De fato, podem ser criados por tal órgão se assim dispuser o estatuto, e na falta de previsão estatutária, pela assembleia geral (artigo 76 da Lei das S.A.). O momento da emissão de bônus com essa formulação simples seria aquele em que houvesse já conhecimento da existência de oferta hostil, em preparo²⁹ ou já publicada.

Alternativamente, podem os bônus ser emitidos mesmo sem o advento de oferta hostil, nesse caso, com cláusula de exercício condicionado à existência de tal oferta futura, evitando-se assim o exercício oportunista na falta da oferta.³⁰

Teoricamente, poderia ser a mesma finalidade protetiva atingida pela emissão direta de opções a administradores, empregados ou prestadores de serviços, no bojo de plano de compra de ações aprovado pela assembleia geral de uma companhia aberta de capital autorizado, nos termos do artigo 168, § 3º da Lei das S.A.³¹ A referência à compra na lei é imprecisa, pois fica claro da exigência de capital autorizado para a adoção do mecanismo que é de direitos de subscrição que se trata. Ou pelo menos também de direitos de subscrição, pois a compra efetiva por administradores, empregados e prestadores de serviço pode ocorrer caso haja ações em tesouraria. Aqui se instaura relação com os administradores, independente de respeito a direito de preferência de acionistas anteriores, a qual não é exigida. Mas essa virtude é também o principal vício do mecanismo, abrindo seu flanco para a contestação com base em quebra de deveres fiduciários por acionistas minoritários eventualmente dissidentes da deliberação assemblear original. Outra dificuldade com o uso desse mecanismo como *poison pill* seria seu possível desapego a parâmetros de produtividade e contribuição dos aquinhoados.³²

Debêntures Vencíveis ou Recompráveis Antecipadamente – É encontrada nos Estados Unidos como *poison pill* também a emissão de obrigações por companhia, vencíveis antecipadamente em caso de oferta hostil de aquisição, as chamadas *poison puts*. No Brasil, seria possível emular tal pílula inclusive pela emissão de debêntures. São esses títulos previstos nos artigos 52 a 74 da Lei das S.A., obrigação da companhia para com terceiros.

De fato, características que favorecem esse uso são a possibilidade de:

- i) estipulação de resgate antecipados de debêntures, inclusive através de fundos de amortização especialmente criados (artigo 55, *caput* da Lei das S.A.);
- ii) sua recompra pela companhia inclusive acima do valor nominal (artigo 55, § 3º, inciso II da Lei das S.A.);
- iii) seu vencimento antecipado na ocorrência de qualquer evento estipulado pela companhia (artigo 55, § 4º da Lei das S.A.);

iv) emissão, no caso de *debêntures não conversíveis*, por companhia aberta, mediante simples deliberação do conselho de administração, salvo proibição no estatuto (artigo 59, § 1º da Lei das S.A.),³³ e

v) o conselho de administração em companhias de capital autorizado deliberar sua emissão, com a devida autorização estatutária, no caso de *debêntures conversíveis em ações* (artigo 59, § 2º da Lei das S.A.).

Deriva dessas regras rica possibilidade de estruturação de pílulas. De início, de forma mais simples, debêntures podem ter sua emissão decidida pelo conselho de administração se não houver vedação estatutária, e ter cláusula de vencimento antecipado já em sua emissão, condicionado à existência de oferta de controle hostil, usando eventualmente reservas constituídas e mantidas exclusivamente para tal propósito. Isso esvaziaria de caixa a companhia-alvo, tornando-a eventualmente menos atrativa.

Seria também possível a recompra antecipada de debêntures já emitidas, sempre condicional a oferta hostil, inclusive por valor acima do débito por elas representado, seguindo-se as regras da CVM para tanto expedidas pela Resolução CVM 77, de 28 de março de 2022.³⁴ De novo, sofreria a companhia perda de caixa ainda mais acentuada, aqui, pelo pagamento de prêmio, diminuindo o interesse na obtenção de seu controle.

Uma última alternativa seria a emissão de debêntures conversíveis em ações, dentro do limite do capital autorizado, e eventualmente pelo próprio conselho de administração a tanto autorizado pelo estatuto. A conversão teria por condição de conversibilidade a própria oferta hostil de aquisição de controle, e se realizaria por termos vantajosos em relação ao valor de mercado do título no momento da conversão. Aqui existiria efeito econômico semelhante ao produzido por bônus de subscrição: não há prejuízo financeiro para a companhia, mas sim aumento da dificuldade em adquirir seu controle, agora representado por mais ações.

Aliás, tudo isso pode ser feito inclusive em relação a debêntures com vencimento antecipado ou conversíveis já emitidas, sendo permitido que os debenturistas deliberem em assembleia própria sobre tais alterações (artigo 71, § 5º da Lei das S.A.). E nem todas as debêntures precisam ser afetadas, dada a possibilidade de emissão de série especial com direitos diferenciados.

Diferentemente dos bônus de subscrição, em alguns casos teria pouco significado econômico ou justificação jurídica a emissão incondicional de debêntures para captar recursos já após a publicação de oferta hostil. Isso quando o caixa representado pelas debêntures entrasse na companhia para sair logo depois, privando a pílula de efeito prático. Outro problema a notar seria eventual prêmio na restituição, se houvesse, ser pago pouco depois da captação e sofrer contestação bem-sucedida pelo pouco interregno entre recebimento e devolução do valor acrescido.

Dito isso, pode ocorrer também a emissão após a oferta hostil ser dada a público, sem qualquer condicionamento, por exemplo de debêntures conversíveis. Ou, sobrevivendo oferta hostil, poderiam debêntures anteriormente existentes ser alteradas mediante assembleia própria, com concordância da companhia, de forma a introduzir nelas características de pílulas de veneno (prêmio no resgate, resgate antecipado etc.).

O Voto Plural – Mas não apenas através da criação de ônus para a sociedade-alvo podem estruturar-se as *poison pills* indiretas. Há também a possibilidade de efeito de defesa ser obtido pela emissão de classe de ações de companhias abertas com múltiplos direitos de voto, até um máximo de dez, nos termos do artigo 110-A da Lei das S.A.

É dispositivo recente,³⁵ introduzido após queixas, desinteressadas ou não, de que o mercado financeiro perdia operações, pela abertura de capital em bolsas estrangeiras de empresas nacionais que poderia tê-lo feito aqui. Para isso, esses emissores frequentemente constituíam sociedades estrangeiras, eventualmente até em paraísos fiscais, adotando o voto plural para ações do controlador aceito em tais países.

Em vista disso, a lei foi alterada para permitir que também entre nós pudesse uma ação ordinária acumular até dez votos. Isso cercado-se a possibilidade de várias cautelas:

i) necessidade de aprovação em assembleia de detentores de ações ordinárias e de preferenciais

sem direito ou com restrição de voto, em cada caso com quórum mínimo de 50% dos votos existentes, assegurando-se a acionistas dissidentes direito de retirada (artigo 110-A, §§ 1º e 2º);

ii) a introdução do voto plural deve ser feita por prazo inicial de 7 anos, só depois podendo ser prorrogado por prazo indeterminado através de nova assembleia sujeita ao mesmo quorum da original, da qual não participem os detentores de votos plurais, abrindo-se novo direito de recesso a dissidentes (artigo 110-A, § 7º);

iii) perda do voto plural em caso de transferência das ações a terceiros, de forma a evitar que se apropriem de ágio devido ao voto, e talvez reconhecendo também a falta de fundamento de se atribuir vantagem independente de características pessoais do controlador original (artigo 110-A, § 8º, inciso I); e

iv) impossibilidade de uso de voto plural para aprovar remuneração de administradores ou transações com partes relacionadas assim definidas pela CVM (artigo 110-A, § 12).

Por essas características, pode o voto plural servir para dificultar alterações de controle através de ofertas hostis, dada a concentração de poder acionário em menor parcela de capital que propicia. E o faz a partir de uma base normativa, o artigo 110-A da Lei das S.A., mas que dependerá de decisão sobre sua adoção pelos acionistas.³⁶

De maneira geral, parece medida arriscada em mercado como o brasileiro, em que os capitais são já por demais concentrados. Com o voto plural à razão de dez votos por uma ação, somado à possibilidade de emissão de até 50% das ações de uma companhia como preferenciais não votantes (artigo 15 da Lei das S.A.),³⁷ seria possível o controle de uma sociedade para quem detivesse apenas 2,5% do investimento nela.

De toda forma o voto plural não elimina, diminui ou relativiza a utilidade das *poison pills* aqui tratadas, por uma característica adicional que ainda não mencionamos. Só pode ser introduzido no estatuto de companhias abertas previamente à negociação de quaisquer ações ou valores mobiliários conversíveis em ações de sua emissão em mercados organizados de valores mobiliários, segundo o artigo 110-A, inciso II da Lei das S.A. Portanto, todas as empresas nesta data negociadas no mercado terão de se valer de outras técnicas de defesa. Como as duas anteriores, e as técnicas diretas, as quais passamos agora a abordar.

5. Poison Pills diretas

No caso das *poison pills* diretas, há mecanismo que impõe obrigações diretamente aos autores da oferta hostil, sempre com o objetivo de torná-la mais onerosa e eventualmente desinteressante. Por isso, há resistência doutrinária em chamá-las de *poison pill*, pois afinal não envenenam a companhia-alvo, e sim diretamente a disposição dos que querem seu controle. Mas por se tratar de mera controvérsia terminológica não nos deteremos nela, passando a descrever algumas de suas modalidades.

Flip-Over – As modalidades de pílulas indiretas de que anteriormente tratamos, através de bônus de subscrição e debêntures, são muitas vezes na doutrina americana referidas como da espécie *flip-in*, porque operam na esfera da companhia-alvo.³⁸ Há, entretanto, pílulas chamadas de *flip-over*, que algo surpreendentemente procuram impor dificuldades já diretamente para a entidade ofertante. E que, como veremos, implicam a necessidade de transferir, para a sociedade ofertante, regras inicialmente vinculantes só para a sociedade-alvo. Constituem assim um caso de transição entre as pílulas indiretas, em que só a sociedade-alvo é juridicamente vinculada, e as pílulas diretas, em que as obrigações são impostas diretamente à sociedade ofertante. E assim delas trataremos em primeiro lugar.

Não é, claro, tarefa intuitiva, porque é apenas na companhia alvo que eventuais interessados em impedir oferta hostil teriam influência e voto. Mas aqui se deve lembrar de nossa observação inicial sobre a origem das *poison pills* na empresarialmente selvagem década de 1980, como reação a *leveraged buy-outs* que terminavam pela absorção da empresa adquirida por sociedade (muitas vezes de propósito específico) que havia se endividado para fazer a aquisição. Isso como forma de transferir à sociedade-alvo a dívida incorrida para sua própria aquisição.³⁹

Mas o fato é que no mal reside também o remédio, pois a incorporação necessária para tanto

poderia da mesma forma levar à imposição de cláusulas estatutárias para a incorporadora, que dependendo de seu caráter gravoso poderiam impedir o negócio. Por exemplo a obrigação de emissão de bônus de subscrição dando direito a aquisição de ações da sociedade resultante da incorporação com desconto percentual expressivo em relação a seu valor de mercado.

Tais cláusulas precisariam inicialmente constar do estatuto da sociedade-alvo, e serem “arrastadas” daí para a sociedade incorporadora pela exigência de que incorporação ou outro negócio de concentração da sociedade-alvo em outra só pudesse ser efetuado desde que pactuadas regras desse tipo almejado no estatuto social da incorporadora. Há espaço para isso na lei societária, visto que o artigo 227, §§ 1º e 2º da Lei das S.A. prevê a necessidade de aprovação de protocolo de natureza contratual pela assembleia geral da sociedade incorporada e da incorporadora para que a operação vá adiante. Tal aprovação ficaria condicionada por cláusula estatutária a que direitos do tipo descrito no parágrafo anterior fossem incluídos no estatuto da sociedade incorporadora.

Essa alternativa teria ainda como fator de eficácia adicional o fato de que a incorporação da sociedade-alvo pela sociedade adquirente no Brasil pode ser financeiramente imprescindível para a viabilidade financeira da transação. Isso porque confere o benefício fiscal de que eventual ágio pago em relação ao valor contábil da sociedade adquirida seja deduzido do lucro tributável da sociedade resultante da incorporação. E esse benefício se perderia, não ocorrendo a referida incorporação por objeção estatutária da sociedade alvo.⁴⁰

Para que a alternativa funcionasse, cláusula criadora dessa pílula deveria ser pétrea, ou seja, resguardada pela imposição de pesados ônus a acionistas que votassem por sua retirada. Pois do contrário de nada serviria, bastando ao adquirente do controle em operações de duas etapas primeiro adquirir posição controladora na empresa-alvo, para em seguida votar pela retirada das pílulas, prosseguindo então com a incorporação dela. Como demonstraremos alhures⁴¹, não nos parece hoje objetável esse tipo de cláusula pétrea quando servir ao interesse da companhia, sendo, portanto, válida.

Pílulas do tipo *flip-over*, portanto, seriam eficazes no Brasil.⁴²

Obrigações de Realizar Oferta Pública – Mais comum seria a obrigação constante do estatuto da companhia de que o ofertante hostil estendesse sua oferta a todos os acionistas. Isso traz para o ofertante que tente adquirir controle aos retalhos, sem deslocar controlador anterior, obrigação que vai muito além da regra que seria aplicável no caso de oferta pública para a compra de controle, a qual pelas regras do artigo 257, § 2º da Lei das S.A. pode ser feita com limitação do número de ações adquiridas. A penalidade estatutária para a quebra da regra seria o adquirente se ver privado de seu direito de voto, privação essa decidida em decisão assemblear sem sua participação. Uma tal modalidade adquiriu destaque nessas terras, sendo a mais usada no Brasil.⁴³

Restrição a Direito de Voto – Trata-se de regra segundo a qual o direito de voto de qualquer acionista é limitado a uma porcentagem do total de ações emitidas, ou à participação efetivamente detida por ele, de ambos o menor. O patamar pode ser baixo, por exemplo 10% ou 20%.⁴⁴ Participação adquirida além desse limite intitula a outros direitos de sócio (dividendos, tipicamente) mas não a voto.

Como *poison pill*, é introduzida seja de forma abrangente para a totalidade dos acionistas com direito a voto, seja mediante escalonamento proporcional à quantidade de ações detidas. Não será possível, entretanto, criar classes de ações votantes com e sem a restrição, em vista do artigo 16-A da Lei das S.A., em cujos termos na “companhia aberta, é vedada a manutenção de mais de uma classe de ações ordinárias, ressalvada a adoção do voto plural”.

Por meio dessa restrição, não se torna a aquisição das ações mais onerosa, mas sim menos interessante, pois afinal priva-se o adquirente do poder de voto que o incentivaria a empregar capital em participação elevada. Nesse ponto é bastante efetivo para uso por controlador não majoritário que consiga persuadir a assembleia a fixar o limite no patamar que já detém. Isso o absolveria de ter de participar de corridas acionárias visando aumento de sua participação em caso de oferta hostil.

Haveria é claro a possibilidade de adoção de estratégia rival, o aumento de *quorum* de deliberação para matérias sensíveis, mas nesse caso o controlador não majoritário não teria garantia absoluta de ao menos se equiparar sempre em votos, como dá a limitação votante.⁴⁵ De fato, sempre seria

possível que a aquisição de participação superior à sua deslocasse para outrem o poder de mando.

Outros Ônus – Seria também possível, como *poison pill* direta, estipular no estatuto da companhia-alvo outras condicionantes, que não a realização de oferta pública, ao adquirente de porcentagem especificada de seu capital, importando estorvo financeiro para o adquirente hostil. Desse tipo seriam, por exemplo, os seguintes ônus:

- i) adquirir subsidiária pouco lucrativa da companhia-alvo diretamente, contra pagamento de valor prefixado ou determinável;
- ii) pagar diretamente indenizações em valores expressivos a diretores e empregados demitidos após a aquisição;⁴⁶ e
- iii) tornar-se fornecedor ou adquirente de produtos ou serviços da sociedade-alvo.⁴⁷

Note-se que cláusulas contendo condicionantes parassociais são presentes em estatutos eventualmente, como aquelas que preveem direitos de sócios à prestação a ser realizada por sociedade empresarial que integram. O problema dessas cláusulas é que não se podem impor obrigações a terceiros não sócios, visto que esses não integram o contrato plurilateral constituído pelo estatuto.⁴⁸ Mas não é disso que aqui se trata, pois nenhuma obrigação é imposta ao adquirente do controle. Fica ele vinculado por mero ônus, como vimos anteriormente: uma vez tendo adentrado a sociedade-alvo com oferta hostil bem-sucedida, perderia o direito de voto por decisão assemblear de que não participa, caso não se curvasse às condições previstas neste subitem, ou mesmo às de oferta pública do item anterior.

6. Objeções gerais

Há algumas objeções de caráter geral dirigidas com alguma frequência contra as pílulas, que devemos analisar antes de estudar a compatibilidade daquelas estudadas neste trabalho com a legislação societária no tocante a deveres fiduciários de sócios e administradores.

Desmonte das Poison Pills e Condição Potestativa– Importante característica de uma *poison pill* vem da imagem renegada por seu possível criador⁴⁹: assim como as pílulas de veneno portadas por um espião, deve haver a possibilidade de serem ou não engolidas. Em outras palavras, devem ser “desarmadas” em caso de ofertas de aquisição de controle que por suas características seja vantajosa para os acionistas. Esse poder de desarmar tipicamente fica com a administração da entidade. O que significaria condicionar a eficácia de uma das várias formas de pílulas, sejam diretas ou indiretas, à decisão do conselho de administração ou da diretoria da sociedade-alvo. Só que dessa característica podem surgir várias objeções. A primeira delas seria que a possibilidade de escolha discricionária por órgão de administração sobre entrada ou não em vigor do mecanismo criado violaria o artigo 122 do Código Civil (LGL\2002\400), assim redigido:

“Art. 122. São lícitas, em geral, todas as condições não contrárias à lei, à ordem pública ou aos bons costumes; entre as condições defesas se incluem as que privarem de todo efeito o negócio jurídico, ou o sujeitarem ao puro arbítrio de uma das partes.”

São essas as chamadas condições potestativas, colocando-se a questão de saber se uma cláusula estatutária ou contratual, que fizesse depender a implantação da medida (por exemplo, o vencimento antecipado de uma debênture, a emissão de bônus de subscrição, a obrigação de realizar oferta pública etc.) de uma deliberação de conselho de administração ou diretoria incidiria em tal proibição, por sujeitar ao puro arbítrio de uma das partes a implantação da medida.

Não nos parece que seja o caso. O artigo 122 do Código Civil (LGL\2002\400) precisa ser interpretado teleologicamente, como uma decorrência do princípio da causa que permeia o Código Civil (LGL\2002\400).⁵⁰ Causa é outro nome para o propósito negocial que deve orientar as transações. Tal motivo pode, se ilícito, tornar nulo um negócio, nos termos do artigo 166, inciso III do Código Civil (LGL\2002\400).⁵¹ Ou, se inexistente, obrigar ao ressarcimento de prestação dada, segundo o artigo 884 do Código Civil (LGL\2002\400).⁵² Ora, é justamente para a eventualidade de falta de causa que existe o artigo 122 do Código Civil (LGL\2002\400), ou seja, para aquela situação em que falta o propósito negocial para justificar a vontade unilateral de uma das partes que priva de eficácia o ato. Diferente disso é a decisão de órgãos e administração, conselho ou diretoria, de ativar ou não a pílula. Pois, como veremos, essa decisão não é livre, mas vinculada à obediência de

deveres fiduciários que só permitem o desmonte da estrutura quando isso seja benéfico para a companhia, impondo em caso contrário não só sua manutenção, como ativação.⁵³

Essa argumentação encontra ainda confirmação na prática financeira, pois se comercializam em mercados organizados opções de compra ou venda sobre diversos ativos. Tais opções conferem a seu detentor, respectivamente, o direito de comprar ou vender o ativo em questão, mas, claro, não a obrigação de fazê-lo. A efetivação do negócio dependerá sempre do efetivo interesse econômico do opcionado no exercício, o qual se condiciona ao preço de exercício da opção ser mais favorável do que ofereceria o mercado.⁵⁴ E é justamente por isso que as opções não incidem, da mesma forma que as *poison pills* também não, na vedação do artigo 122 do Código Civil (LGL\2002\400).

Proibição de Restrição à Circulação de Ações – O artigo 36 da Lei das S.A. assim dispõe:

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

Parágrafo único. A limitação à circulação criada por alteração estatutária somente se aplicará às ações cujos titulares com ela expressamente concordarem, mediante pedido de averbação no livro de ‘Registro de Ações Nominativas’.”

Este dispositivo menciona apenas a companhia fechada, mas é comumente interpretado como proibindo implicitamente que qualquer restrição a circulação de ações seja imposta a companhias abertas.⁵⁵

Põe-se a partir dele a questão de saber se as pílulas, nas variadas formas em que as estamos discutindo, violariam tais dispositivos, pela introdução de mecanismos simulados de restrição a circulação de ações de companhias abertas. Afinal, constituem sempre um sério desestímulo à aquisição. Ocorre, entretanto, que esse desestímulo é de natureza econômica, e não a restrição jurídica a que alude o dispositivo.

Verdade que representam as pílulas negócios feitos por intuito (causa) que não lhes é típico, por exemplo, debêntures que não visam a aportar recursos à companhia, bônus de subscrição que não visam à subscrição de ações, obrigação de oferta pública que não visa à aquisição de todas as ações da companhia. Ao menos, não como objetivo último e final. Mas isso em nada invalida esses negócios, pois são simulações anuláveis nos termos do artigo 167 do Código Civil (LGL\2002\400) aqueles negócios que “(i) aparentarem conferir ou transmitir direitos a pessoas diversas daquelas às quais realmente se conferem, ou transmitem; ou (ii) contiverem declaração, confissão, condição ou cláusula não verdadeira”. Nada disso acontece com as pílulas, afinal almejam justamente os efeitos nela previstos, o lançamento de debêntures ou bônus de subscrição com vantagem, a realização de oferta pública de aquisição da totalidade das ações de uma companhia etc. É verdade que o fazem por motivo não típico a esses negócios, mas isso os torna, na doutrina jurídica clássica, os chamados negócios jurídicos indiretos, válidos sempre que obedecerem a lei, e não simulações.⁵⁶ O que é o caso das formulações apresentadas, com a importante qualificação abaixo em relação a deveres fiduciários.

7. Pílulas e Deveres Fiduciários de Controladores e Administradores

Pílulas Pré- e Pós-Oferta – Resta determinar, para que nos aproximemos da conclusão, a conformidade das pílulas com deveres fiduciários de controladores e administradores, levando em conta a forma como feita sua adoção no Brasil. Esse é um assunto sobre o qual se tem escrito com abundância. Mas que talvez guarde mais relação com a simplicidade do que aparenta.

Pílulas indiretas na forma de bônus de subscrição, debêntures vencíveis antecipadamente ou conversíveis em ações e voto plural, são como vimos criadas diretamente pela assembleia geral, ou mesmo pelo conselho de administração nos primeiros dois casos. Podem existir desde antes de uma oferta hostil, ou serem criadas depois, exceto no caso do voto plural, que pelo artigo 110-A, inciso II da Lei das S.A. tem de ser criado antes de ações ou valores mobiliários nelas conversíveis serem transacionados em mercados organizados. Quando criadas antes, o são de forma condicional à existência de oferta, para evitar exercício oportunista dos direitos que concedem. Às pílulas indiretas cuja criação antecede o conhecimento da existência de uma oferta chamaremos de *pílulas*

pré-oferta. E àquelas criadas posteriormente à oferta designaremos de *pílulas pós-oferta*. A distinção é importante porque a uma e outra categoria aderem diferentes riscos.

As pílulas diretas (*flip-over*, obrigação de realizar oferta pública, limitações no direito de voto ou imposição de outros ônus) normalmente são criadas na assembleia de acionistas, por terem a forma de cláusulas estatutárias. Essa criação na prática brasileira normalmente é feita quando da oferta inicial de ações da companhia, e, portanto, antes de irem as companhias a mercado e poderem ser objeto de qualquer oferta pública de aquisição. São, portanto, em regra *pílulas pré-oferta*.

Deveres Fiduciários de Acionistas e Administradores – Pílulas diretas e indiretas se sujeitam a regras em grande parte comuns, dada a origem da legislação que rege a moderna sociedade anônima, em países anglo-saxônicos, mas também entre nós, no *trust* medieval e nas estritas obrigações que ligavam os *trustees* a beneficiários.⁵⁷

Essas obrigações oriundas do *trust* giram, se bem refletirmos sobre elas, em torno de um princípio básico, a vedação do conflito de interesses. Quem age enquanto acionista, ou administrador, deve visar unicamente o interesse da companhia em seus votos e atos de gestão, e não o interesse próprio.⁵⁸ Regras que aparecem nos seguintes dispositivos autoexplicativos da 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.*

§ 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.*

[...]

§ 3º *O acionista responde pelos danos causados pelo exercício abusivo do direito de voto, ainda que seu voto não haja prevalecido.*

§ 4º *A deliberação tomada em decorrência do voto de acionista que tem interesse conflitante com o da companhia é anulável; o acionista responderá pelos danos causados e será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que tiver auferido.*

Art. 117. *O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder.*

§ 1º *São modalidades de exercício abusivo de poder:*

[...]

c) *promover alteração estatutária, emissão de valores mobiliários ou adoção de políticas ou decisões que não tenham por fim o interesse da companhia e visem a causar prejuízo a acionistas minoritários, aos que trabalham na empresa ou aos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia;*

§ 2º *No caso da alínea e do § 1º, o administrador ou fiscal que praticar o ato ilegal responde solidariamente com o acionista controlador.*

Art. 154. *O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.*

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

§ 1º *Ainda que observado o disposto neste artigo, o administrador somente pode contratar com a*

companhia em condições razoáveis ou eqüitativas, idênticas às que prevalecem no mercado ou em que a companhia contrataria com terceiros.

§ 2º O negócio contratado com infração do disposto no § 1º é anulável, e o administrador interessado será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que dele tiver auferido. (grifo nosso)

São regras pormenorizadas, mas que se unificam em um só significado: quem vota em assembleia como acionista, inclusive e especialmente como controlador, ou pratica atos como administrador, tem de visar o interesse da companhia, não o seu próprio. Aliás, como vimos acima, a lei se preocupa inclusive em fulminar como abuso do controlador, mas não só dele pela generalidade dos demais dispositivos,

“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 [...] ou aos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia” (artigo 117, § 1º, letra c).

A convivência de tais regras com as pílulas sempre foi tormentosa. Adotar uma pílula passa como vimos por decisão da assembleia e do conselho de administração. E é plausível que esses órgãos decidam implementá-las para evitar uma aquisição hostil que desestruture a empresa, ou mesmo para evitar que parcela significativa do capital seja estacionada em controlador estável, diminuindo a liquidez das ações da empresa no mercado, e mesmo sua manutenção no Novo Mercado da B3.⁵⁹ Mas alternativamente pode haver também motivos obscuros para fazê-lo, por exemplo, a manutenção de controlador minoritário em prejuízo da liquidez das ações, ou mesmo a perenização de administração menos eficiente. Ou, sendo a natureza humana o que é, uma *poison pill* pode ao mesmo tempo, ou em momentos diferentes, resultar de motivação clara ou escura.

E se pode, estaria sua introdução e criação, a cargo da assembleia ou conselho, violando os deveres fiduciários sempre que feitas pela segunda série de motivos, aqueles menos nobres que indicamos no parágrafo anterior. Isso mesmo quando a adoção das medidas precedesse à abertura de capital e mesmo a existência significativa de minoritários. Pois afinal, é o que recomenda o perfil institucional da sociedade anônima, marcante na Lei das S.A. Considerado ele, a violação de deveres deve ser sancionada quando existirem potenciais prejudicados, mesmo que inexistentes no momento em que ocorrida. Consideração que se reforça no caso das *poison pills* que, introduzidas em vista de abertura de capital, claramente se dirigem a restringir direitos de minoritários já previsíveis.⁶⁰

Resta, portanto, diagnosticar os casos marcados por essa patologia.

Aqui deve ser feita pausa para mostrar que princípio tradicional do Direito Societário é o do respeito ao julgamento dos órgãos da companhia, salvo evidência de desvio. Isso de forma a evitar a permanente intromissão dos tribunais em negócios privados. Portanto, apenas quando fosse possível determinar com segurança a falta de deliberação cuidadosa, ilegalidade ou o conflito de interesses haveria quebra dos deveres de acionistas e administradores.⁶¹

Regras Básicas Relacionando Pílulas e Deveres Fiduciários – Pois essa possibilidade de determinação segura do conflito de interesse existe em relação a algumas pílulas, e não em relação a outras. Três regras se colocam.

1. No caso do *voto plural*, trata-se de pílula tipicamente *pré-oferta*, admitida pela legislação societária. Desde que aprovada, não poderá ser objetada como tal, até porque o voto plural efetivamente exercido será objeto dos controles de conflito de interesses dos artigos 115 e 117 da Lei das S.A., que anteriormente transcrevemos. Não ficam, portanto, os acionistas minoritários desprotegidos.

2. Os *bônus de subscrição e debêntures*, a que chamamos de *poison pills indiretas*, podem ser pílulas pré- ou pós-oferta. Se emitidos na forma *pré-oferta*, condicionada sua eficácia apenas a sobrevir oferta hostil, encontram objeção imediata nas regras anteriormente transcritas relativas a deveres fiduciários de acionistas e administradores. Isso porque não se poderia dizer de antemão nada sobre o valor intrínseco de oferta ainda inexistente, mas o estatuto e a administração açodadamente já se posicionaram e a condenaram. O que mostra violação de deveres fiduciários de acionistas que votaram com sucesso pela introdução da pílula e de administradores que emitiram bônus e debêntures. Poderá ocorrer, no entanto, que mesmo quando emitidos na forma pré-oferta contenha os bônus e debêntures com *cláusula de cancelamento*⁶² por decisão unilateral, tipicamente

da administração (conselho de administração ou diretoria). Nesse caso, não há ilicitude do mecanismo desde logo, devendo-se aguardar a decisão dos órgãos de administração sobre a conveniência da permanência da pílula quando surgir oferta concreta, para aquilatar sua correção segundo as regras deste parágrafo. Já as *pílulas pós-oferta* devem ser julgadas segundo o mérito intrínseco da oferta de aquisição existente quando de sua criação, ou seja, dos efeitos desta para a companhia, nada se podendo dizer *a priori* sobre elas. Em todas essas hipóteses, haverá potencial responsabilidade da administração da companhia ao decidir não cancelar a pílula pré-oferta, ou lançar a pílula pós-oferta. Afinal, é decisão que poderá comprometer o caixa, eventualmente com precipitação de pagamento ou recompra de dívidas, no caso das debêntures. Malefício que precisa ser comparado cuidadosamente com o decorrente da oferta hostil, que precisará ser comprovado, só devendo ser tomada a decisão de efetivar a pílula se este último parecer maior. Erro de avaliação pode gerar responsabilidade por quebra dos deveres fiduciários de controladores e administradores a que acima aludimos.

3. O ônus de realizar oferta pública, a imposição de limite de votos ou de outros ônus são pílulas pré-oferta e diretas segundo a classificação que propusemos. Caem, portanto, na regra de estar sempre em conflito o acionista ou administrador que aprova pílula de aplicação geral e que não possa ser retirada, porque dessa forma se impede o julgamento do interesse de seu uso para benefício dos negócios da companhia. Como são tipicamente formadas por alteração estatutária na assembleia geral, são os acionistas que violam deveres votando em conflito de interesses quando as aprovam, tornando inclusive o conclave anulável nos termos do artigo 115, § 4º da Lei das S.A. Mas, da mesma forma que na regra 2, se canceláveis pela administração da sociedade⁶³ deixam de padecer de ilicitude até que membros do conselho de administração ou diretores tenham se pronunciado, quando sua ação terá de se conformar ao rígido metro do interesse social.

Jurisprudência brasileira sobre o uso efetivo de pílulas, e sua aceitabilidade, que pudesse confirmar nossas conclusões, é escassa, principalmente devido à pouca incidência de ofertas hostis e, portanto, pouca necessidade de defesa contra elas. A que existe é administrativa e se refere a pílulas sob a forma de obrigação de oferta pública, sendo vazada em tons de insegurança que lhe tiram caráter persuasivo.⁶⁴

Confirma nossa visão anteriormente expressa a jurisprudência estrangeira, a partir de uma série de casos clássicos sobre *poison pills* decididos nos Estados Unidos no meio da década de 1980, motivados pela reação em forma de pílulas a aquisições hostis que marcaram o período. O mais conhecido deles, *Moran v. Household International*, foi decidido pela Suprema Corte de Delaware no já longínquo ano de 1985.⁶⁵ A pílula em questão naquele caso não era, como no Brasil é comum, a obrigação de realizar oferta pública para todas as ações quando se adquire um certo patamar. E sim direitos de subscrição atribuídos a acionistas, permitindo-lhes obter ações a preços inferiores aos de mercado, e assim dificultar aquisição. O exercício desse direito era condicional à existência de aquisição hostil. A decisão do tribunal foi de que pílulas só serão consideradas ilegais quando resultarem na violação de deveres fiduciários dos responsáveis por sua criação, podendo existir mesmo na ausência de uma ameaça já lançada à aquisição de controle. Aplica-se para julgá-las o tradicional princípio de direito societário, segundo o qual a intervenção judicial deve ser mantida em padrões mínimos. Essa decisão mais liberal em relação às pílulas foi secundada por outra do mesmo tribunal, no caso *Unocal v. Mesa Petroleum Co.*⁶⁶, em que o tribunal, também aceitando as pílulas, recomendou que fossem sujeitas a teste de razoabilidade objetivo e mais rigoroso do que a simples verificação de formalidades da regra normal de interação com negócios (*business judgement rule*): deveriam reagir à ameaça concreta à estabilidade da companhia, de forma proporcional. Esses princípios estão refletidos nas três regras de alguns parágrafos supra. Como vimos, as pílulas podem ser criadas, mas seus termos precisam deixar espaço para que não sejam usadas caso uma oferta favorável, ou mesmo neutra, se apresente. De onde nossa conclusão pela aceitabilidade teórica (mas sujeita à análise sobre seu efetivo uso) de pílulas lançadas após oferta hostil prejudicial à companhia, ou antes de oferta, desde que possa ser cancelada.

Irrelevância de Cláusulas Pétreas para a Questão – É comum, em relação às pílulas diretas, a imposição de cláusulas pétreas protegendo-as, sob pena de imposição de pesados ônus aos acionistas que votarem por sua remoção. Esses ônus seriam, por exemplo, ter o próprio dissidente obrigação de estender a oferta a todos os acionistas. Nada impede, claro, que isso exista também em relação a bônus de subscrição e debêntures configurando as chamadas pílulas indiretas. Esse tipo de cláusula pode encontrar outros problemas, mas não influencia para o bem ou para o mal a quebra de deveres fiduciários de acionistas e administradores que intervenham na criação e uso da

pílula. Isso por não poderem afetar seus termos, que segundo as regras acima atenderão ou não os deveres fiduciários de acionistas e administradores que tenham introduzido os mecanismos.⁶⁷

Aplicação das Regras Definidas à Prática Brasileira – Todo o exposto no presente nos leva a duas conclusões sobre pílulas e deveres fiduciários de acionistas e administradores, quando aplicados à realidade societária brasileira. A primeira é que no Brasil as pílulas caem desde sempre em terreno pantanoso, por se ter escolhido como regra o pouco intuitivo caminho da criação de ônus imediatamente aplicáveis aos ofertantes, tipicamente a obrigação de realizar ofertas públicas e a restrição do direito de voto além de certo percentual. Essas pílulas são criadas antes de eventual oferta hostil e não permitem que se faça, quando de seu uso, juízo valorativo da oferta contra a qual defendem. E assim, provoca-se a quebra de deveres fiduciários de acionistas que as adotem. Para sua melhoria e incremento de segurança jurídica devem passar a conter cláusula permitindo ao conselho de administração⁶⁸ cancelá-las, poder esse que poderia ser preferencialmente vinculado a características objetivas da oferta hostil, tais como capacitação técnica ou financeira de controladores, idoneidade e, conjuntamente, características econômicas da oferta.⁶⁹

Já as pílulas sob forma de bônus de subscrição e debêntures são pouco ou nada adotadas entre nós. Mas seriam justamente elas que ofereceriam maior segurança jurídica, desde que criadas após a ocorrência de uma oferta, pois haverá no momento de tal criação abertura para discricionariedade em relação a ofertas boas e não tão boas quando da decisão do órgão de emitir ou não os papéis. Ainda nesse caso, claro, segurança adicional derivaria de se condicionar expressamente o lançamento definitivo dessa forma de pílula a marcações negativas em relação ao ofertante hostil quanto à capacitação técnica ou financeira de controladores, ou sua idoneidade. Providência idêntica pode ser adotada para debêntures já emitidas, mas nesse caso será necessário o caminho tortuoso de se obter aprovação em assembleia especial dos debenturistas para alteração de direitos.⁷⁰

8. Conclusão

As pílulas de criação por convenção das partes⁷¹ podem ser resumidas no seguinte quadro em relação a sua adesão a deveres fiduciários de acionistas e administradores que interfiram em sua emissão:

	Violação de Deveres – Acionistas	Violação de Deveres – Conselho de Administração	Licitude a priori	Possível Aperfeiçoamento
Voto Plural	Não	Não	Sim, mas votos proferidos devem passar pelo crivo do conflito de interesses (artigos 115 e 117 da Lei das S.A.)	-
Bônus de Subscrição e Debêntures Pré-Oferta	Sim (quando emitidos pela assembleia)	Sim (quando emitidos pelo conselho)	Não	Condicionar expressamente o exercício de direitos a marcações negativas em relação ao ofertante hostil (capacitação técnica ou financeira, ou sua idoneidade)
Bônus de Subscrição e Debêntures Pós-Oferta	Impossível definição a priori	Impossível definição a priori	Sim, desde que seu uso se faça em favor dos negócios da companhia	Condicionar expressamente o lançamento da pílula a marcações negativas em relação ao ofertante hostil (capacitação

				técnica ou financeira, ou sua idoneidade)
Oferta Pública de Aquisição de Ações – OPA, Restrições a Voto, Flip-Over e Outros Ônus Pré-Oferta	Sim	Não, na medida em que introduzidas por voto assemblear	Não	Cláusula permitindo ao conselho de administração acionar as pílulas ou não, poder esse que poderia ser preferencialmente vinculado a características objetivas da oferta hostil, tais como capacitação técnica ou financeira de controladores, idoneidade e, conjuntamente, características econômicas da oferta

Ocorre que esse quadro precisa ser comparado com a realidade brasileira, em que a grande maioria das companhias optou por entronizar pílulas do tipo direto, consistentes em ônus de realizar ofertas públicas a todos os acionistas para candidatos à aquisição hostil do controle, ou por restringir seus votos. Justamente as mais discutíveis quanto a sua legalidade. Esse tipo de pílula exigiria imediata alteração estatutária que passasse a condicionar sua eficácia a ação do conselho de administração. Idealmente a atuação do conselho de administração deveria ser condicionada, por cláusulas estatutárias, à verificação de características negativas na oferta hostil, tais como falta de capacitação técnica ou financeira de controladores, falta de idoneidade e, conjuntamente, a características econômicas desfavoráveis da oferta.

Já para as pílulas sob forma de bônus de subscrição e debêntures, a serem emitidas conferindo direitos excepcionais a seus detentores, deveriam ser usadas com mais frequência. Isso porque sua possível emissão após a existência de oferta hostil as tornam mais aceitáveis. E o mesmo condicionamento a aprovação do conselho de administração do parágrafo anterior seria proveitoso para reforçar a exequibilidade, mesmo para bônus e debêntures emitidos antes da existência de oferta hostil.

As considerações supra podem ou não ter utilidade prática. Espera o autor que tenham, pois não nos permitamos, para além da falta de acatamento das leis, também enfurecer Zeus, *desrespeitando o direito sem medo dos deuses eternos*, como diria Homero.

1 HOMERO. *Ilíada*. Trad. Carlos Alberto Nunes. São Paulo: Hedra, 2011. p. 344-345.

2 Artigo preparado originalmente como contribuição à obra coletiva em homenagem ao Professor Fabio Ulhoa Coelho. O autor agradece a revisão, ajuda em pesquisa e complementação de notas de Bolívar Moura Rocha, Fernando de Azevedo Perazzoli, Helena Bonafé, André Vita Abreu e Joaquim de Azevedo Marques.

3 SALOMÃO NETO, Eduardo. Brazilian poison pills: rare but legitimate. *International Financial Law Review*, February 1990. p. 36.

4 Afinal, onde mais em nosso mundo tão equilibrado do século XXI se encontrariam esses defeitos, não é mesmo?

5 Autores que se manifestaram em artigos e obras específicas sobre o tema foram NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas defensivas à tomada de controle de companhias*. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019, em notável monografia; CARVALHOSA, Modesto. As Poison Pills estatutárias na prática brasileira: alguns aspectos de sua legalidade. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). *Direito societário: desafios atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 20; TOLEDO, Paulo Campos Salles de. Poison Pill, modismo ou solução. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). *Direito societário: desafios atuais cit.*, p. 157; ZANINI, Carlos Klein. A Poison Pill brasileira: desvirtuamento, antijuridicidade e ineficiência. In: *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 256 e SHIGEMATSU, Plínio José Lopes. Mecanismos de proteção e estratégias de defesa em tomadas hostis de controle. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). e *Direito societário: desafios atuais cit.*, p. 389.

6 Como por exemplo Michael Milken, por boa parte da década de 1980, executivo de destaque da corretora americana Drexel Burnham Lambert, ativa na emissão de *junk bonds* e que deixou de existir em virtude de perda reputacional provocadas por escândalos financeiros do período. Os anos 1980 viram no seu final o primeiro encarcerado, embora aparentemente não pelo conflito de interesses intrínsecos aos *leveraged buy outs*, e a empresa apresentando seu pedido de *bankruptcy*. Para uma visão do clima de faroeste financeiro-corporativo então prevalecente, com algum suspense e aceitável nível técnico, veja-se STEWART, James B. *Den of Thieves*. New York-London-Toronto-Sydney: Simon & Schuster, 1992, em várias passagens.

7 Veiculado em 1993 e inspirado no livro de mesmo nome, de Bryan Burrough e John Elyar, HarperCollins, 2009.

8 Ou, em vernáculo: “Ninguém pode negar que há muita ganância em curso nos dias que correm. Trata-se, acho, apenas de decidir quanto dessa ganância é justa.”

9 Uma notícia histórica sobre essa evolução e as discussões em seu caminho, por advogado americano a quem se atribui a criação de *poison pills*, pode ser encontrada em LIPTON, Martin; ROWE, Paulo K.. *Pills, Polls and Professors: A Reply to Professor Gilson*. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=398060]. Acesso em: 24.08.2021. Mas o primeiro autor do artigo, justamente a quem é atribuída a criação do mecanismo, renega a expressão *poison pills* pela qual os mecanismos passaram a ser designados. Talvez porque faça alusão à pílula de veneno carregada por espíões durante a guerra fria, para evitar captura, à custa da própria existência física. Seria, claro, essa última parte da analogia que incomodaria o bem-sucedido advogado.

10 Já na Europa, tem vigência a Diretiva 25/2004/CE, em tudo restritiva em relação à atuação de administradores durante oferta sem autorização expressa da assembleia: “Artigo 9 (2). No período referido no segundo parágrafo [oferta se tornar pública], o órgão de administração da sociedade visada é obrigado a obter a autorização prévia da assembleia-geral de accionistas para o efeito antes de empreender qualquer acção susceptível de conduzir à frustração da oferta, exceptuando a procura de outras ofertas e, nomeadamente, antes de proceder a qualquer emissão de valores mobiliários susceptível de impedir de forma duradoura que o oferente assuma o controlo da sociedade visada.” Ocorre apenas que este dispositivo, segundo o Artigo 12 (1) da própria Diretiva 25/2004/CE, não é de adoção obrigatória pelos Estados-Membros, tendo por exemplo ficado de fora país de economia importante como a Alemanha (veja-se NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas defensivas à tomada de controle de companhias cit.*, p. 341).

11 E, portanto, de base contratual. Afinal, segundo a clássica doutrina de Tullio Ascarelli, as sociedades têm por base um contrato plurilateral, em que todos os sócios assumem um feixe de direitos e obrigações frente a cada um dos demais, como partes ao redor de um círculo, em oposição aos contratos bilaterais, em que a relação se estabelece apenas entre duas partes, ainda que cada parte possa ser integrada por mais de uma pessoa (ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas*. São Paulo: Edição Saraiva, 1969. p. 268).

12 Há também disposições estatutárias de caráter mais geral, conhecidas como *shark repellants*. Servem para repelir potenciais predadores empresariais, e ainda nesse estágio não envenenam a companhia para serem chamadas de pílulas de veneno. Exemplo delas seria a simples previsão de

capital autorizado, que é requisito para a futura emissão de bônus de subscrição e de debêntures conversíveis em ações que podem tornar desinteressante uma oferta hostil. Para afirmação disso e outros exemplos veja-se SHIGEMATSU, Plínio José Lopes. *Mecanismos de proteção e estratégias de defesa em tomadas hostis de controle*. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). *Direito societário: desafios atuais cit.*, p. 412 e ss.

13 Técnicas essas conhecidas por seus nomes em inglês, como *white knight* (provocação de oferta rival amigável à gestão), *white squire* (compra de pacote relevante de ações, sem chegar a controle, por investidor amigável), *pac-man* (inversão da lógica, com a companhia-alvo fazendo oferta pela ofertante original), *crown jewel* (alienação de ativos da companhia-alvo para diminuir sua atratividade), *green mail* (pagamento ao ofertante para desistir da oferta), *golden parachute* (pagamentos indenizatórios a administradores em virtude da oferta, levando a perda de patrimônio da companhia-alvo), bem como uso de medidas judiciais ou de instância administrativa diversas que possam diretamente ou por ação de autoridades levar a bloqueio ou atraso da consumação do negócio. Para uma explicação abrangente dessas técnicas, veja-se NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas defensivas à tomada de controle de companhias cit.*, p. 238 a 268.

14 Com redação dada pela Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001.

15 O artigo 116 da Lei das S.A. admite o controle minoritário, definindo o instituto pelo seu efeito, e não pela estrutura: “Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.” Ou seja, para controlar, basta o potencial de prevalecer em assembleia, e o uso efetivo desse poder, critério em tudo relativo à atuação mais ou menos coordenada de outros acionistas. Em contrário, excluindo a alienação do controle minoritário como pressuposto fático para a realização de oferta pública, COMPARATO, Fabio; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2013. p. 60. Em todo caso, não haverá, claro, obrigação de realizar oferta pública quando se constrói controle minoritário onde antes não havia, mediante compra de ações de não controladores.

16 A Resolução CVM 85/2022 é ambiciosa e trata de outros tipos de oferta pública, além daquela por alienação de controle, de que estamos tratando. Por exemplo, da oferta pública para aquisição de controle prevista também no artigo 257 da Lei das S.A. Diferente da oferta que estamos analisando, a destinada a aquisição de controle não pressupõe a aquisição à parte do controle, mas se destina justamente a esse fim. Daí a legislação e regulamentação permitirem que sejam estipuladas quaisquer condições, inclusive a limitação do número de ações abrangidas pela oferta (artigo 257, § 2º e § 3º da Lei das S.A. e artigo 36 da Resolução CVM 85/2022). Nesse caso, a igualdade entre acionistas fica automaticamente assegurada pelo fato de todos eles poderem potencialmente aceitar a oferta, ainda que sujeitos a rateio se houver limite, dispensando-se, portanto, medidas de equalização.

17 A previsão desses direitos nos respectivos regulamentos de listagem do Novo Mercado e Nível 2 é feita, entretanto, de maneira ambígua, pois ao lado da menção a tratamento igualitário prevêm também que devem ser observados *as condições e os prazos previstos na legislação [...] e neste regulamento (artigo 37, § 3º do Regulamento do Novo Mercado e item 8.1 do Regulamento de Listagem do Nível 2)*. Como vimos, o parâmetro da legislação societária é a oferta ser de 80% do preço pelas ações de controle, e não da totalidade. Veja-se para o Regulamento do Novo Mercado [www.b3.com.br/data/files/B7/85/E6/99/A5E3861012FFCD76AC094EA8/Regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20e%20para%20o%20Regulamento%20de%20Listagem%20do%20Nível%202] e para o Regulamento de Listagem do Nível 2 [www.b3.com.br/data/files/1B/B5/A5/87/46E3861012FFCD76AC094EA8/Regulamento%20de%20Listagem%20do%20Nível%202] ambos acessados em 22.08.2021).

18 No segmento Nível 2 (item 8.1 do Regulamento de Listagem no Nível 2) da B3, entretanto, todas as ações se incluem na oferta paralela, plenamente votantes ou não. No Novo Mercado, a questão não se põe, pois todas as ações lá são ordinárias (artigo 8º do Regulamento do Novo Mercado).

19 Item 8.2 (ii) do Regulamento de Listagem do Nível 2 indicado na nota anterior, acessado em

22.08.2021.

20 A jurisprudência trabalhista é farta em permitir a responsabilização de pessoa física por dívida do grupo econômico controlado. Quando o controlador é pessoa jurídica, essa responsabilidade decorre mesmo de lei, o artigo 2º, § 2º da Consolidação das Leis do Trabalho: “Sempre que uma ou mais empresas, tendo, embora, cada uma delas, personalidade jurídica própria, estiverem sob a direção, controle ou administração de outra, ou ainda quando, mesmo guardando cada uma sua autonomia, integrem grupo econômico, serão responsáveis solidariamente pelas obrigações decorrentes da relação de emprego.” Já em matéria tributária os artigos 134, inciso VII e 135 do Código Tributário Nacional consideram os sócios “pessoalmente responsáveis pelos créditos correspondentes a obrigações tributárias resultantes de atos praticados com excesso de poderes ou infração de lei, contrato social ou estatutos.” Na jurisprudência tradicional essa responsabilidade é limitada nos termos do dispositivo acima citado, a violação de lei ou estatuto: “1. A orientação da Primeira Seção do STJ firmou-se no sentido de que, se a Execução Fiscal fosse promovida apenas contra pessoa jurídica e, posteriormente, redirecionada contra sócio-gerente cujo nome não consta da Certidão de Dívida Ativa, cabe ao Fisco comprovar que o referido sócio agiu com excesso de poderes, infração de lei, contrato social ou estatuto, ou que ocorreu dissolução irregular da empresa, nos termos do artigo 135 do CTN” (REsp 1.217.705, rel. Min. Herman Benjamin, j. 14.12.2010). Mas note-se que muitas outras decisões, talvez indevidamente influenciadas pelas dificuldades fiscais do Brasil, já criminalizam o mero não recolhimento de tributos, sem a existência de falsidade: “Em se tratando de débitos da sociedade para com a Seguridade Social, decorrentes do descumprimento das obrigações previdenciárias, há responsabilidade solidária de todos os sócios, mesmo quando se trate de sociedade por quotas de responsabilidade limitada. Nestes casos, a responsabilidade atribuída pela lei ao sócio-cotista tem respaldo no art. 124, II do CTN e independe de comprovação, pelo credor exequente, de que o não recolhimento da exação decorreu de ato abusivo, praticado com violação à lei, ou que o sócio deteve a qualidade de dirigente da sociedade devedora” (STJ, AgRg no REsp 410.080/PR, 1ª T, rel. Min. Teori Albino Zavascki, DJU 10.05.2004).

21 Artigo 40 da Lei 6.024, de 13 de março de 1974, estendida a controladores pelos artigos 1º e 2º da Lei 9.447, de 14 de março de 1997: “Art. 40. Os administradores de instituições financeiras respondem solidariamente pelas obrigações por elas assumidas durante sua gestão, até que se cumpram. Parágrafo único. A responsabilidade solidária se circunscreverá ao montante e dos prejuízos causados.” A efetivação dessa responsabilidade é assegurada por indisponibilidade de bens de controladores, nos termos do artigo 36 da Lei 6.024/1974. Para mais pormenores sobre esse regime aplicável às instituições financeiras, veja-se, do autor, *Direito bancário*. 3. ed. São Paulo: Trevisan, 2020. p. 752 e ss.

22 A atribuição do valor adicional para as ações de controle apenas ao controlador é a posição da jurisprudência americana. Por exemplo em decisão *da Court of Appeals* de Nova York em *Zutlin vs. Hanson Holdings, Inc.* 48 NY 2d 684, 421 N.Y.S. 2d 877, 397 N.E. 2d 387 (1979): “It has long been settled law that, absent looting of corporate assets, conversion of a corporate opportunity, fraud and other acts of a bad faith, a controlling shareholder is free to sell, and a purchaser is free to buy, that controlling interest at a premium price.” No mesmo caminho, o bem estruturado trabalho de PEREIRA, Guilherme Döring Cunha. *Alienação de poder de controle acionário*. São Paulo: Editora Saraiva, 1995. p. 120 e ss.

23 Verdade é que acordos de acionistas, nos termos do artigo 118 da Lei das S.A., podem sim manter em vigor regras de preferência na aquisição de ações, mesmo de companhias abertas. Resta, entretanto, a dificuldade de que o exercício do direito de preferência imporia ônus aos acionistas adquirentes: as ações teriam de ser pagas pelo valor atrativo que está sendo apresentado pelo ofertante hostil, o que um dos contraentes sempre poderia fazer, mesmo sem acordo. Assim, pouco ou nada adicionaria esta solução à estabilidade corporativa.

24 Na medida em que adotem tal valor, que é facultativo nos termos do artigo 11 da Lei das S.A.

25 Ou por outro motivo bem avaliada pelo mercado, que tem suas ineficiências.

26 Como se pode ver da íntegra do referido dispositivo, não haverá direito de preferência na ulterior conversão dos bônus em ações: “Artigo 171 [...] § 3º Os acionistas terão direito de preferência para subscrição das emissões de debêntures conversíveis em ações, bônus de subscrição e partes

beneficiárias conversíveis em ações emitidas para alienação onerosa; *mas na conversão desses títulos em ações, ou na outorga e no exercício de opção de compra de ações, não haverá direito de preferência*". (sem destaque no original)

27 O artigo 170, § 1º da Lei das S.A. poderia em visão estreita trazer restrições ao uso do valor nominal das ações, visto que proíbe a *diluição injustificada da participação dos antigos acionistas* e exige parâmetros diferentes para fixação do preço de emissão de ações, sendo "alternativa ou conjuntamente I – a perspectiva de rentabilidade da companhia; II – o valor do 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." Isso mesmo já permitiria pela redação genérica do dispositivo margem de manobra em relação ao valor de mercado. Mas nem essa restrição nos parece existir, eliminada em relação a bônus de subscrição pelo artigo 77 da Lei das S.A., ao permitir a sua atribuição "como vantagem adicional, ao subscritor de emissões de [...] ações ou debêntures da companhia." E também sua alienação onerosa. Afinal, se preço tivesse de ser o de mercado, nenhuma vantagem constituiriam os bônus, e não haveria interesse de potencial comprador em sua aquisição onerosa. Além do mais, o negócio de emissão dos bônus passará sempre pelo crivo dos deveres fiduciários de acionistas e administradores que participem de sua emissão, como demonstraremos no final deste trabalho. Idêntica justificação se aplica *mutatis mutandis* a companhia cujas ações não tenham valor nominal. Note-se, entretanto, haver opiniões respeitáveis em contrário: "O fundamento econômico da tomada de bônus pelos investidores é a perspectiva da valorização das ações durante o período de manutenção do direito. Essa perspectiva somente se materializará se houver diferença no preço de subscrição e no de mercado no momento exato do exercício do direito. Isto posto, tem-se que o preço de subscrição das ações será fixado, por ocasião da emissão dos bônus, atendendo-se, neste exato momento, aos referidos parâmetros do art. 170, que permitem aferir o valor da ação". (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2014. v. 2. p. 138, kindle edition).

28 O regime do capital autorizado consta do artigo 168 da Lei das S.A. e basicamente implica que o capital poderá ser aumentado pela assembleia geral ou pelo conselho de administração. Sua simples adoção, como já destacamos na nota 12, pode ser considerada uma medida prévia de proteção contra aquisições hostis (*shark repellent*).

29 O ofertante deve guardar sigilo sobre a oferta pública até sua publicação, nos termos do artigo Art. 5º da Resolução CVM 85/2022. Mas o próprio dispositivo reconhece em seu § 2º a possibilidade de a informação escapar do controle do ofertante. Hipótese em que deve ele realizar a oferta imediatamente ou informar o mercado que está considerando fazê-la sem ter data ainda de realização, caso em que a CVM poderá fixar prazo para a decisão.

30 As condições que subordinam o negócio jurídico a evento futuro e incerto são cláusulas lícitas de todo negócio jurídico, como é o bônus de subscrição, nos termos do artigo 121 do Código Civil.

31 "Artigo 168 [...] § 3º O estatuto pode prever que a companhia, dentro do limite de capital autorizado, e de acordo com plano aprovado pela assembléia-geral, outorgue opção de compra de ações a seus administradores ou empregados, ou a pessoas naturais que prestem serviços à companhia ou a sociedade sob seu controle."

32 As Deliberações CVM 562, de 17 de dezembro de 2008 e 728, de 27 de novembro de 2014 aprovam pronunciamentos contábeis que definem forma de reconhecimento contábil dos planos, relacionando isso à materialidade dos serviços recebidos pela companhia. São regras que poderiam no seu limite reforçar a contestação a outorga de ações sem correspondência efetiva com a contribuição recebida, e feita meramente como defesa contra aquisição hostil. Para explicação sobre esses planos, veja-se COELHO, Fábio Ulhoa; FRAZÃO, Ana; MENEZES, Maurício Moreira; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; CAMPINHO, Sergio. *Lei das Sociedades Anônimas Comentada*. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2021, versão kindle, p. 1535 e ss.

33 Quando a regra geral do *caput* do artigo 59 seria a emissão pela Assembleia Geral.

34 Ao fazer essas recompras por valor superior ao das debêntures acrescidas de remuneração, as companhias abertas devem se pautar por regras da Resolução CVM 77/2022, prevendo comunicação prévia de intenção a agente fiduciário e debenturistas, a partir da qual poderá a

aquisição se dar por três formas alternativas: a) sem limite de valor, para todas as debêntures oferecidas, b) com limite de valor, através de rateio entre as debêntures oferecidas e c) com limite de valor, através de prévia tomada de intenções, com aquisição das debêntures que forem oferecidas com menor prêmio (artigo 19, § 6º). Essas regras sujeitam-se a duas limitações: a) aplicam-se apenas a debêntures objeto de oferta pública e admitidas a negociação em mercados regulados de valores mobiliários (artigo 1º, parágrafo único, inciso III da Resolução CVM 77/2022), e (b) não se aplicam a vencimento antecipado das debêntures, ainda que por repactuação dos títulos, visto que o vencimento antecipado é distinto da recompra por extinguir o próprio valor mobiliário, e não apenas, como faz a recompra, a dívida da companhia que ele representa pela confusão entre credor e devedor do Direito Civil (artigos 381 e 384 do Código Civil).

35 A alteração na Lei das S.A. veio pela Lei 14.195, de 26 de agosto de 2021.

36 Há também outras previsões legais que podem ter efeito de dificultar a tomada de controle, mediante adoção por interessados. Por exemplo os acordos de acionistas do artigo 118 da Lei das S.A., por permitir a formação de blocos de controle através de acordos de voto e introdução de restrições a circulação de ações, bem como a possibilidade de se emitir até 50% das ações de uma companhia como preferenciais sem direito de voto (artigo 15, § 2º da Lei das S.A.). Não as analisaremos mais profundamente aqui, diferentemente do voto plural, por se prestarem também a outros objetivos que não a manutenção do controle.

37 Entretanto, no Novo Mercado seu Regulamento determina que a totalidade das ações tenha direito a voto (artigo 8º).

38 Veja-se LIPTON, Martin; ROWE, Paul K. *Pills, Polls and Professors: A Reply to Professor Gilson* cit., p. 16, nota 33.

39 A incorporação poderá também ser inversa, ou seja, com a sociedade controlada incorporando a controladora, o que pode ser feito para preservar direito da última a compensação de prejuízos contra a base de cálculo de tributos sobre a renda (CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. In: COELHO, Fábio Ulhoa; FRAZÃO, Ana; MENEZES, Maurício Moreira; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; CAMPINHO, Sergio. *Lei das Sociedades Anônimas comentada*, versão kindle, cit., p. 1854-1855).

40 Tal ágio será apropriado à razão de 1/60 por mês do período de apuração. Veja-se o artigo 433 do Regulamento do Imposto de Renda aprovado pelo Decreto 9.580, de 22 de novembro de 2018: “Art. 433. A pessoa jurídica que absorver patrimônio de outra em decorrência de incorporação, fusão ou cisão, na qual detinha participação societária adquirida com ágio por rentabilidade futura (*goodwill*) decorrente da aquisição de participação societária entre partes não dependentes, apurado de acordo com o disposto no inciso III do caput do artigo 421, poderá excluir, para fins de apuração do lucro real dos períodos de apuração subsequentes, o saldo do referido ágio existente na contabilidade na data da aquisição da participação societária à razão de um sessenta avos, no máximo, para cada mês do período de apuração. [...] § 4º O disposto neste artigo aplica-se inclusive quando a empresa incorporada, fusionada ou cindida for aquela que detinha a propriedade da participação societária.”

41 Ver o item *Pílulas e Deveres Fiduciários de Controladores e Administradores*, abaixo.

42 Em contrário, NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas defensivas à tomada de controle de companhias* cit., p. 202.

43 Em importante estudo de 2006, antigo mais sempre representativo, Erica Gorga encontrou esse tipo de regra nos estatutos de 43 dentre 84 companhias sem controlador definido analisadas. Ao que se somou a curiosidade de aparecerem também no estatuto de outras companhias sujeitas a controle majoritário, reduzindo o provável valor de mercado das ações alienadas e indicando, no entender abalizado da autora, assessoramento jurídico menos cuidadoso. (GORGA, Erika. *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*, p. 479-483, n. 29, Spring 2009).

44 Até as regras do Novo Mercado mostram inesperada leniência com esse tipo de prática, determinando apenas que não será aceitável cláusula estatutária que “limite o número de votos de acionista ou grupo de acionistas em percentuais inferiores a 5% (cinco por cento) do capital social” (artigo 7º, inciso I do Regulamento do Novo Mercado).

45 Tipicamente feito antes da abertura de capital, já que o *quorum* de deliberação nas companhias abertas deve corresponder a metade mais um dos votos, segundo o artigo 129 da Lei das S.A. Aumento prévio que deveria prevalecer depois da abertura de capital, pois afinal o princípio do direito privado é dispositivo e o que o artigo parece proibir é simplesmente o aumento de *quorum*, a julgar por seu § 1º (“O estatuto da companhia fechada pode aumentar o quorum exigido para certas deliberações, desde que especifique as matérias”).

46 Estipulação que se diferencia da técnica de resistência a ofertas hostis denominada *golden parachute*, na medida em que nesta é a própria companhia-alvo que se obriga a pagar os montantes, tendo sua atratividade diminuída em virtude do dispêndio.

47 Importante notar que nesse caso pode haver, dependendo das dimensões dos negócios das sociedades envolvidas, violação a regras da Lei Concorrencial que vedam, por exemplo, “discriminar adquirentes ou fornecedores de bens ou serviços por meio da fixação diferenciada de preços, ou de condições operacionais de venda ou prestação de serviços, ou vender mercadoria ou prestar serviços injustificadamente abaixo do preço de custo” (artigo 36, § 3º, incisos X e XV da Lei 12.529, de 30 de novembro de 2011). Além disso, administradores da sociedade adquirente do controle precisariam, mesmo sendo companhia fechada, obter aprovação de sua assembleia geral, sob pena de incorrência no crime de uso em benefício de terceiro de bens da sociedade que administram (artigo 177, § 1º, inciso III do Código Penal). Em matéria tributária não haveria em nosso entender perda de dedutibilidade fiscal para os gastos na medida em que os dispêndios, ainda que substanciais, se relacionassem a negócio vantajoso para a sociedade adquirente (artigo 311 do Decreto 9.580, de 22 de novembro de 2018).

48 No Reino Unido, por exemplo, há iterativa jurisprudência nesse sentido, em casos como *Hickman v. Kent* (1915 1 Ch 881). Veja-se, do autor, *A natureza contratual da relação sócio-sociedade*. In: *Revista de Direito Mercantil Industrial Econômico e Financeiro*, n. 73, jan.-mar. 1989. p. 48.

49 Ver nota 5 acima.

50 ENGLISH, Karl. *Introdução ao pensamento jurídico*. 6. ed. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian, 1988. p. 133 recomenda a interpretação teleológica como superior às demais na percepção do verdadeiro significado das normas.

51 Código Civil: “Art. 166. É nulo o negócio jurídico quando: [...] III – o motivo determinante, comum a ambas as partes, for ilícito; (...)”

52 Código Civil: “Art. 884. Aquele que, sem justa causa, se enriquecer à custa de outrem, será obrigado a restituir o indevidamente auferido, feita a atualização dos valores monetários. Parágrafo único. Se o enriquecimento tiver por objeto coisa determinada, quem a recebeu é obrigado a restituí-la, e, se a coisa não mais subsistir, a restituição se fará pelo valor do bem na época em que foi exigido.”

53 Em contrário, COMPARATO, Fabio; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima* cit., p. 213.

54 Ou seja, mais elevado do que o preço de mercado na opção de venda, e menor do que o de mercado na opção de compra. Para explicação sobre as opções e sua lógica econômica e jurídica, veja-se, do autor, *Direito bancário*. 3. ed. cit., p. 378-381.

55 *A livre circulação das ações é regra absoluta nas companhias abertas, sendo nula qualquer disposição estatutária que se destine a limitar ou restringir as transferências de ações*. (COELHO, Fábio Ulhoa; FRAZÃO, Ana; MENEZES, Maurício Moreira; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; CAMPINHO, Sergio. *Lei das Sociedades Anônimas comentada* cit., p. 352, versão kindle). A

argumentação *a contrario sensu*, contraposta à analogia, é por coincidência um dos argumentos que negam ser o Direito um mecanismo preexistente e imutável de ordenação das sociedades, trazidos à colação COELHO, Fábio Ulhoa (*Biografia não autorizada do direito* cit., p. 188 e ss, versão *kindle*)

56 Para a teoria dos negócios jurídicos indiretos veja-se ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. São Paulo: Editora Saraiva, 1969. p. 94.

57 Os *trusts* são figuras do direito anglo-saxônico que divide a propriedade sobre bens entre um proprietário fiduciário/formal, o *trustee* que administra o *trust*, e proprietários beneficiários, os beneficiários do *trust*. Em longa evolução desde a Idade Média tribunais do rei da Inglaterra limitaram o poder de senhores feudais impondo estritas obrigações de cuidado e afastamento de conflitos de interesse aos *trustees*, de forma a proteger os beneficiários. O *trust* foi aproveitado no século XVIII e XIX pelos tribunais anglo-saxônicos para a organização de negócios, especialmente em vista de restrições legais impostas à formação de sociedades comerciais em decorrência de onda de especulação seguida de quebra bolsística ligada à Companhia dos Mares do Sul, em 1703. Assim, os deveres de *trustees* se tornaram padrões do direito anglo-saxônico aplicáveis a companhias, e influenciaram a redação da lei brasileira. Para visão estruturada dessa interessante história, veja-se, do autor, *O trust e o direito brasileiro*. São Paulo: Trevisan, 2016. p. 111-139.

58 Ao menos, não o interesse ilegítimo ou oculto, visto que interesses legítimos do acionista podem sim ser considerados em seu voto, como o recebimento de dividendos.

59 Regulamento do Novo Mercado: “Art. 10 A companhia deve manter ações em circulação em percentual correspondente a, no mínimo: 25% (vinte e cinco por cento) do capital social; ou 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. 86.”

60 Veja-se em elegante exposição doutrinária: “Os fundadores da companhia e os subscritores do capital manifestam, sem dúvida, a vontade de constituí-la. Mas ela, apenas, não é suficiente a ultimar esse desiderato. *Independentemente dessa vontade inicial e individual dos fundadores e dos subscritores, diversos atos devem se desenvolver, seguindo rigorosa prescrição legal. A lei estabelece, por outro lado, todo o regramento de relacionamento entre as partes, inclusive no pertinente às suas obrigações e responsabilidades, não se admitindo convenção em sentido diverso.* A sua formação não é inteiramente livre. A sistemática da sua constituição afasta a noção de contrato. Os acionistas não contratam entre si os seus direitos e obrigações, como os sócios nas sociedades com vínculo contratual” (COELHO, Fábio Ulhoa; FRAZÃO, Ana; MENEZES, Maurício Moreira; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; CAMPINHO, Sergio. *Lei das Sociedades Anônimas comentada* cit., p. 60 e 61, versão *kindle*, sem destaque no original).

61 NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas defensivas à tomada de controle de companhias* cit., p. 318.

62 Sobre a cláusula de cancelamento e sua eficácia, veja-se acima o item *Objecções Gerais*, subitem *Desmonte das Poison Pills e Condição Potestativa*.

63 Ver nota anterior.

64 Para aprovação da oferta referimo-nos ao caso *Mittal Steel Company N.V. e Arcelor S.A.* (CVM, Processo Administrativo RJ-2006-6209, rel. Dr. Wladimir Castelo Branco Castro, j. 25.09.2006). Para aprovação de cláusulas de oferta pública, veja-se o caso GPC Participações S.A. – Em Recuperação Judicial (CVM, Processo Administrativo Sancionador RJ 2014/059, rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. 12.07.2016., decidido com base em ausência de conflito de interesses e de cláusula pética fixando a *poison pill*). Mais interessante é caso recente envolvendo voto da CEMIG S.A. no sentido de criar pílula estatutária no capital da Light S.A. Disponível em: [<http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2017/20170412/0653.pdf>]. acesso em: 02.09.2021). Trata-se de decisão que aceita incongruente manifestação da área técnica da CVM: 45. “Nesse sentido, existiria, a meu ver, impedimento de voto da Cemig na deliberação acerca da inserção da *poison pill* em tela. [...] 46. 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 RJ2014-591). 47. 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. 48. 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.” Essa via jurisprudencial se encontra bem coligida em NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas defensivas à tomada de controle das companhias cit.*, p. 210-217.

65 500 A.2d 1346 (Del. 1985). Outras decisões paradigmáticas da Suprema Corte de Delaware, na mesma linha, e da mesma época, são: (a) *Van Gorkom* (488 A.2d), que não só permitiu mas recomendou que administradores participassem de decisões sobre alienações de empresas, e (b) *Revlon* (506 A.2d) em que o tribunal determinou que o conselho teria a obrigação de decidir pelo oferta financeira mais vantajosa aos acionistas, quando a venda fosse feita com contraprestação em dinheiro. Esta última decisão, em nosso entender, não pode ser transposta para o Brasil, ou deve sê-lo com grãos de sal, dado que nossa lei societária favorece o interesse da sociedade, o qual pode não estar atendido por oferta financeira mais vantajosa feita por candidato mal-intencionado ao controle. Para comentários sobre essas decisões, veja-se LIPTON, Martin; ROWE, Paul K. *Pills, Polls and Professors: A Reply to Professor Gilson cit.*, p. 16-17.

66 493 A.2d 946 (Del. 1985).

67 A CVM, em seu Parecer de Orientação 36, de 23 de junho de 2009, assim se manifestou, de forma algo curiosa: “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 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.” Difícil concordar com a conclusão: eventual violação do artigo 115 da Lei das S.A. depende de casuística variável de acordo com o tipo de pílula analisado, e os demais dispositivos se referem a poderes da assembleia, que de todo modo teria aprovado os mecanismos. E, mesmo que o entendimento do Ofício fosse correto, deveria a CVM fazer mais do que aquilo a que se propõe (não impor sanções). Teria que usar seus poderes de fiscalização e punição de companhias abertas constantes dos artigos 8º, inciso V e 11 da Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976, para corrigir/sancionar práticas que considerasse ilícitas.

68 Embora o cancelamento pudesse também teoricamente advir da diretoria, é o conselho mais distante do calor dos negócios e normalmente aquinhoado com menor remuneração. Características suficientes para diminuir seu conflito em relação a decisão sobre resistência a oferta hostil que poderia levar a sua substituição.

69 Nos segmentos de negociação da B3 Novo Mercado e Nível 2 há regra determinando a manifestação do conselho de administração da companhia alvo, recomendando aos acionistas aceitação ou não de oferta de aquisição de ações, sob expressa ressalva de ser responsabilidade deles a decisão final (artigo 21 do Regulamento do Novo Mercado e item 5.8 do Regulamento de Listagem do Nível 2). Mas trata-se de manifestação de caráter apenas informativo, sem o caráter vinculante que estamos discutindo. Fora desses segmentos, o artigo 40 da Resolução CVM 85/2022, ao disciplinar as ofertas públicas para aquisição de controle, prevê meramente a possibilidade de manifestação do conselho de administração sobre as ofertas, sem caráter de obrigatoriedade.

70 O artigo 71, § 5º da Lei das S.A. faculta tal alteração mediante assembleia em caso de debêntures, desde que, claro, haja concordância da companhia. Não há regra semelhante para os bônus de subscrição, devendo, neste caso, haver repactuação individual e privada com cada detentor.

71 Excluimos do quadro as pílulas resultantes de disposições legais, como a oferta pública obrigatória paralela à aquisição de controle do artigo 254-A da Lei das S.A., pela razão evidente de que sua base exclusivamente legislativa previne indagações sobre licitude.

USO EXCLUSIVO DO AUTOR