
ÍNDICE

1. OFERTA HOSTIL: PRESSUPOSTO E DELIMITAÇÃO CONCEITUAL	1
2. ANÁLISE ECONÔMICA DA OFERTA HOSTIL	2
2.1. ARGUMENTOS FAVORÁVEIS	2
2.2. ARGUMENTOS CONTRÁRIOS.....	3
2.3. CRÍTICA	6
3. VEÍCULO DA OFERTA HOSTIL NO DIREITO BRASILEIRO: A OPA VOLUNTÁRIA	6
4. DEFESAS CONTRA A OFERTA HOSTIL	7
4.1. DEFESAS PREVENTIVAS.....	8
4.2. DEFESAS REPRESSIVAS	10
4.2.1. <i>A QUEM CABE A DEFESA?</i>	10
4.2.2. <i>ADMINISTRAÇÃO</i>	10
4.2.2.1. PAPEL ATIVO NA DEFESA DA COMPANHIA.....	10
4.2.2.2. DEVER DE NEUTRALIDADE	11
4.2.3. <i>ASSEMBLÉIA GERAL</i>	12
5. CONCLUSÕES	14
BIBLIOGRAFIA.....	14

RESUMO DOS ASPECTOS ABORDADOS

A monografia aborda o tema das ofertas hostis de aquisição no direito brasileiro. A análise inicia com uma sucinta exposição do conceito e de seus pressupostos, passa para a discussão dos principais argumentos econômicos atinentes às ofertas hostis, e adentra na regulamentação das ofertas, primeiro analisando o meio de veiculação da oferta hostil no direito brasileiro, e depois discutindo os meios de defesa à disposição das companhias alvo.

PALAVRAS- CHAVE

Oferta hostil – Controle Societário – Análise Econômica – OPA para Aquisição de Controle – Meios de defesa

1. OFERTA HOSTIL: PRESSUPOSTO E DELIMITAÇÃO CONCEITUAL

A oferta hostil de aquisição de controle societário consiste na oferta dirigida aos acionistas de companhia sem controle majoritário para a compra de suas participações acionárias, com a finalidade precípua de tomar o controle da companhia.

Pressuposto lógico da oferta hostil de aquisição é que o controle da companhia alvo não seja exercido por um acionista majoritário. Caso contrário, com sua não concordância em alienar suas ações a tentativa de aquisição restaria frustrada. Logo, a oferta hostil pode ser dirigida tanto a companhias nas quais o capital esteja completamente pulverizado, quanto àquelas em que o controle é difuso, composto por blocos de acionistas.

Já a expressão “oferta hostil” surgiu no direito americano (“*hostile takeover*”)¹ e tornou-se corrente em todo o mundo. No entanto, pode-se criticar a propriedade da terminologia empregada. Ao tarjar de hostil a oferta de aquisição da companhia promovida por terceiro o discursante torna a decisão quanto à conveniência e oportunidade da aceitação da oferta desde já enviesada com conotação negativa.

Este posicionamento parece ser o de Vera Helena de Mello Franco. Segundo esta, ofertas hostis são as “publicadas sem o conhecimento e contra a vontade dos controladores e, muitas vezes, com a intenção de apenas se apropriar dos despojos societários. Isto é, quando inesperada – ou seja, não solicitada – e contra a estratégia da administração da empresa-alvo”².

Esta posição doutrinária, claramente contrária às ofertas hostis, por mais que se mostre justificável em alguns casos, não pode ser estendida para todos. O tema das ofertas hostis de aquisição, como mostra Kay-Michael Schanz, é bastante polêmico e não comporta posicionamentos unilaterais e, até certo ponto, reducionistas. Em si, uma aquisição hostil é somente a aquisição do controle sem ou contra a vontade da administração (e não do controlador) da empresa alvo³. É a administração que vê a oferta como hostil, já que o

¹ BANK, Christian, “*Präventivmaßnahmen börsennotierter Gesellschaften zur Abwehr feindlicher Übernahmeveruche in Deutschland und Großbritannien*”, Frankfurt a. M., Peter Lang, 2006, p. 4.

² FRANCO, Vera Helena de Mello, “*Considerações sobre as ofertas públicas para aquisição de ações (OPAs) – estado atual da questão*”, RDM 144/16, p. 26.

³ SCHANZ, Kay-Michael, “*Feindliche Übernahmen und Strategien der Verteidigung*”, in *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, vol. 7, 2000, pp. 337-347, p. 338. No mesmo sentido, mas ressaltando que a distinção pode

negócio de alienação se dará entre acionistas e ofertante. São os administradores que correm o risco de perder seus empregos caso aqueles cheguem a um acordo. Já para os acionistas, a oferta hostil, via de regra, não representa uma “expropriação dos despojos societários”. Como mostra Schanz, a oferta hostil em muitos casos leva a uma elevação do curso acionário, promovendo, pelo menos a curto prazo, incremento patrimonial aos acionistas⁴.

Christian Bank segue o mesmo caminho e mostra que o conceito de oferta hostil induz a erros e levanta preconceitos injustificados contra a tentativa de tomada de controle, já que, sob o ponto de vista dos destinatários, a oferta hostil é *prima facie*, um procedimento *wertneutral*, isto é, valorativamente neutro⁵.

Não à toa, muitos autores preferem hoje a denominação “oferta descoordenada” à “oferta hostil”⁶. Com efeito, esta expressão traduz com maior fidelidade o fenômeno, já que nem sempre há hostilidade na tentativa de aquisição. A grande diferença em relação à aquisição tradicional de controle é que aqui não há um negócio entre adquirente e controlador; mas, de resto, não existem motivos para adotar um tom pejorativo a uma proposta que pode vir a ser amplamente favorável aos acionistas.

2. ANÁLISE ECONÔMICA DA OFERTA HOSTIL

As discussões sobre a conveniência de se incentivar ou restringir legislativamente ofertas hostis passa pelo estudo tanto dos interesses envolvidos na relação entre ofertantes e ofertados na oferta hostil, quanto pela indagação acerca dos efeitos econômicos gerais promovidos pela efetiva existência de um mercado de controle societário. Para tanto vale separar os argumentos favoráveis e desfavoráveis às ofertas hostis.

2.1. ARGUMENTOS FAVORÁVEIS

ser problemática em certos casos concretos, BERGLÖF, Eric; e BURKART, Mike, “*European takeover regulation*”, in *Economic Policy*, vol. 36, 2003, pp. 172-213, p. 177.

⁴ SCHANZ, Kay-Michael, “*Feindliche Übernahmen und Strategien der Verteidigung*”, in *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, vol. 7, 2000, pp. 337-347, p. 338.

⁵ BANK, Christian, “*Präventivmaßnahmen börsennotierter Gesellschaften zur Abwehr feindlicher Übernahmeveruche in Deutschland und Großbritannien*”, Frankfurt a. M., Peter Lang, 2006, p. 4.

⁶ Neste sentido, diz Achim Klein que o melhor seria denominá-las “*unkoordinierte Übernahme*”. KLEIN, Achim, “*Der Europäische Markt für Unternehmenskontrolle zwischen Konvergenz und Divergenz*”, Marburg, Tectum, 2006, p. 31.

De uma maneira bastante resumida, podem ser arrolados dois principais argumentos favoráveis ao incentivo às ofertas hostis, bem sintetizados por Christian Bank⁷.

O primeiro deles é o aproveitamento de sinergias. Trata-se do aproveitamento dos efeitos positivos decorrentes da união de fatores produtivos. Destarte, tanto sinergias operativas, a “economia de escala”, quanto sinergias financeiras, decorrentes da diminuição do custo de captação no mercado, motivam a aquisição de outras sociedades, seja de modo amigável ou hostil⁸. Com isto proporciona-se um aumento da eficiência econômica total, o que, segundo a teoria econômica do direito, seria o objetivo da regulação⁹.

Em segundo lugar, há o chamado efeito disciplinador das ofertas hostis. Defende-se, desde o seminal trabalho de Henry G. Manne¹⁰, que a existência de um mercado de controle corporativo estimularia a administração das empresas a serem mais eficientes, o que terminaria por elevar o curso das ações (benefício aos acionistas), e reduzir o preço dos produtos (benefício aos consumidores)¹¹. O efeito disciplinador levaria a uma substituição natural dos administradores ineficientes.

Este argumento é endossado por outros doutrinadores. Neste sentido, Christin Forstinger ressalta que:

“The wealth-enhancing view of takeovers is supported by the fact that top managers can lose their jobs when their firms are subject to a successful hostile takeover bid. [...] [H]ostile takeovers are an essential element for the market-economy system because they force managers to seek maximum returns.”¹²

2.2. ARGUMENTOS CONTRÁRIOS

⁷ BANK, Christian, “*Präventivmaßnahmen börsennotierter Gesellschaften zur Abwehr feindlicher Übernahmeveruche in Deutschland und Großbritannien*”, Frankfurt a. M., Peter Lang, 2006, p. 10.

⁸ BANK, Christian, “*Präventivmaßnahmen börsennotierter Gesellschaften zur Abwehr feindlicher Übernahmeveruche in Deutschland und Großbritannien*”, Frankfurt a. M., Peter Lang, 2006, p. 10.

⁹ EIDENMÜLLER, Hörst, “*Effizienz als Rechtsprinzip*”, Tübingen, Mohr Siebeck, 2005, p. 8.

¹⁰ MANNE, Henry G., “*Mergers and the Market for Corporate Control*”, 73 J. Pol. Econ. 110 (1965), *apud*, McCHESNEY, Fred S., “*Manne, Mergers and the Market for Corporate Control*”, in Case Western Reserve Law Review, vol. 50, 2000, pp. 245-252, p. 245.

¹¹ McCHESNEY, Fred S., “*Manne, Mergers and the Market for Corporate Control*”, in Case Western Reserve Law Review, vol. 50, 2000, pp. 245-252, p. 252.

¹² FORSTINGER, Christian M., “*Takeover Law in the EU and the USA, A comparative analysis*”, The Hague, Kluwer, 2002, p. 5.

Por outro lado, como não poderia deixar de ser, diversos argumentos podem ser levantados para justificar limitações às ofertas hostis.

O primeiro argumento contra o efeito positivo do chamado *market for corporate control* é trazido entre nós por Calixto Salomão Filho. O autor ressalta que o estímulo acentuado às aquisições pode desestimular o investimento no aumento da capacidade produtiva. O autor sublinha que:

“(...) [É] do regime mais ou menos favorável à aquisição de controle que depende a escolha entre expansão interna e externa. Em presença de uma regulamentação favorável, a tendência natural será a de preferir a expansão externa, feita através da aquisição de empresas, à expansão interna, feita através de investimentos e potencialização da própria atividade produtiva. Ora, essa última é, ao menos à primeira vista, mais eficiente do ponto de vista econômico concorrencial, já que importa em aumento da capacidade produtiva global”¹³

O segundo argumento é conhecido como “Teoria da Espoliação” (*Ausbeutungstheorie, asset stripping theory*)¹⁴ e propõe que, em verdade, a oferta hostil é economicamente interessante por permitir ao adquirente a dilapidação dos ativos societários, sendo o prêmio de controle uma função desta possibilidade. Schäfer/Ott, por exemplo, ressaltam que o objetivo em uma aquisição nem sempre é o de aumentar a eficiência da empresa adquirida, mas, muitas vezes, o de obter vantagens por meio do exercício indevido do controle¹⁵.

Esta expropriação, promovida pelos “*raiders*”, pode variar da *soft* – ou seja, a transferência de recursos a custo da empresa, ou o acesso às marcas e patentes da nova controlada – até a *hard* – que é a chamada *looting*, a total depreciação dos ativos, corrente em especial nas *leveraged buyouts*, as aquisições alavancadas, em que o débito imputado à sociedade adquirida logo a torna inviável economicamente. Muito embora as regras de proteção aos acionistas minoritários visem a coibir estas expropriações, a história do mercado de capitais brasileiro é profícua em exemplos de que isto nem sempre é possível.

¹³ SALOMÃO FILHO, Calixto, “*O Novo Direito Societário*”, 3ª ed., São Paulo, Malheiros, 2006, p. 129.

¹⁴ BANK, Christian, “*Präventivmaßnahmen börsennotierter Gesellschaften zur Abwehr feindlicher Übernahmeveruche in Deutschland und Großbritannien*”, Frankfurt a. M., Peter Lang, 2006, p. 14.

¹⁵ SCHÄFER, Hans-Bernd; OTT, Claus, “*Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts*”, 4ª ed., Berlin, Springer, 2005, p. 657

O terceiro argumento, levantado por Guido Ferrarini, também considera que a atratividade da oferta hostil reside na possibilidade de espoliação, mas não a dos acionistas (“shareholders”). Este autor ressalta que a aquisição do controle não representa somente uma transferência de riquezas dos acionistas ao novo controlador, mas também de outros interessados (“stakeholders”), como trabalhadores, parceiros comerciais e mesmo o fisco, já que as relações sociais contínuas envolvem expectativas que nem sempre são formalizadas e tem como ponto central a confiança nos administradores¹⁶. Na ocorrência de oferta hostil estas relações se rompem, locupletando-se o novo controlador pela quebra da confiança depositada nos administradores. Nos dizeres de Ferrarini:

*“i premi delle o.p.a. riflettono proprio i vantaggi conseguibili mediante la rottura di rapporti di fiducia con gli stakeholders e gli incrementi di valori conseguenti alle o.p.a. sono il frutto di trasferimenti di ricchezza dagli stakeholders agli azionisti della società bersaglio.”*¹⁷

Já o quarto importante argumento ressalta o uso do dilema dos prisioneiros no contexto da oferta hostil de aquisição. A oferta hostil, lançada unilateralmente pelo ofertante, é recebida de modo descoordenado pelos acionistas. Estes devem decidir em um prazo curto, e tem sua capacidade decisória restringida por três motivos fundamentais¹⁸:

(i) Déficit informacional: na relação com o ofertante o acionista sofre um déficit informacional decorrente da sua incapacidade de, individualmente, avaliar se o preço ofertado é adequado ao real valor da empresa;

(ii) Risco de perda de liquidez e capacidade de monitoramento: o acionista individual, ao decidir-se por aceitar ou não a oferta, sabe que sua situação depende da decisão da maioria. Mesmo que a oferta não se mostre atraente, o risco de perda de liquidez caso a oferta tenha sucesso, bem como o risco de perda de influência em uma sociedade com controlador estimulam uma aceitação de condições desvantajosas; e

¹⁶ FERRARINI, Guido, “Le difese contro le o.p.a. ostili: analisi economica e comparazione”, Rivista delle Società, vol. 5, 2000, pp. 737-827, p.741.

¹⁷ FERRARINI, Guido, “Le difese contro le o.p.a. ostili: analisi economica e comparazione”, Rivista delle Società, vol. 5, 2000, pp. 737-827, p.742.

¹⁸ BANK, Christian, “Präventivmaßnahmen börsennotierter Gesellschaften zur Abwehr feindlicher Übernahmeveruche in Deutschland und Großbritannien”, Frankfurt a. M., Peter Lang, 2006, p. 16.

(iii) Incapacidade de coordenação: o acionista individual não pode coordenar sua decisão com a dos outros acionistas. Deste modo, não aparece como um grupo homogêneo em relação ao ofertante e perde poder de negociação. Ao acionista individual fica a impressão de que sua escolha terá pouca influência no resultado da oferta, de modo que, considerando a dispersão acionária e os riscos citados no item (ii), acima, a decisão mais racional será a de vender suas ações mesmo que abaixo do valor, a fim de diminuir os seus prejuízos potenciais.

É importante notar que este efeito não se limita às ofertas hostis, já tendo sido experimentado pelo mercado brasileiro recentemente na aquisição de papéis da BrT pela Oi diretamente no mercado. Impondo aos minoritários o medo de perda de liquidez, a Oi terminou por adquirir papéis da BrT a um preço inferior ao de mercado¹⁹. No entanto, no contexto da oferta hostil, o risco de perda de liquidez é ainda mais premente.

2.3. CRÍTICA

Do exposto fica claro que as ofertas hostis, em abstrato, são desejáveis. A existência de um mercado para controle corporativo traz estímulos ao aumento de eficiência e deve ser saudada, não sendo salutar restringir exageradamente a possibilidade de tomada de controle.

Por outro lado, olhando para as ofertas hostis em concreto, deve-se ser cauteloso e notar que estas envolvem interesses e riscos múltiplos à companhia alvo e seus acionistas, e que devem ser corretamente ponderados.

3. VEÍCULO DA OFERTA HOSTIL NO DIREITO BRASILEIRO: A OPA VOLUNTÁRIA

Para entender os problemas jurídicos que a oferta hostil de aquisição de controle societário traz no Brasil, devemos notar que não há qualquer previsão legal de um tratamento diferenciado para o tema. A previsão legal e regulatória se refere à Oferta Pública para Aquisição de Controle de Companhia Aberta (a “OPA para aquisição de controle”).

¹⁹ VALOR ECONÔMICO, “Oi antecipa compra de ações da BrT e economiza milhões”, 18/06/2008.

De acordo com a previsão do art. 257 da lei 6.404 de 15 de dezembro de 1976 (“LSA”), a OPA para aquisição de controle societário deve ser veiculada por com a intermediação de instituição financeira que garanta o cumprimento das obrigações assumidas. Além disto, deverá ser irrevogável e ter por objeto ações suficientes para assegurar o controle da companhia.

Na Instrução CVM n.º 361 de 5 de março de 2002 (“I.CVM 361/02) este tema foi objeto de regulamentação mais específica. Nos termos do art. 32 da referida Instrução, a OPA para aquisição de controle não depende de registro na CVM quando não envolve permuta de ações. No entanto, a OPA deve respeitar os procedimentos gerais aplicáveis às OPAs voluntárias, nos termos do art. 32 c/c art. 33 da I CVM n.º 361. Isto implica dizer que a ela se aplicam os mandamentos do art. 4º da I.CVM n.º 361, entre os quais destacam-se:

- (i) tratamento equitativo;
- (ii) intermediação por sociedade corretora;
- (iii) preço uniforme;
- (iv) efetivação em leilão em bolsa de valores; e
- (v) imutabilidade e irrevogabilidade das condições da oferta.

É diante deste pano de fundo regulatório que se pode efetivar uma oferta hostil de aquisição de controle societário no Brasil. Obviamente, estes marcos deixam diversas dúvidas, não muito quanto ao modo de efetuar a oferta, mas sim quanto às possibilidades de resposta por parte da companhia, seja por meio da Administração seja pela Assembléia Geral.

4. DEFESAS CONTRA A OFERTA HOSTIL

Um tema corrente no direito estrangeiro, há mais tempo habituado ao fenômeno das ofertas hostis, é o das possibilidades de proteção da sociedade contra as tentativas de tomada de controle. Há um interesse justificável nestas técnicas de proteção, já que, como ressaltado no item 2.2. acima, a oferta hostil, em alguns casos, pode significar diversos riscos aos acionistas e à continuidade da empresa.

Quanto aos tipos de defesa, distingue-se correntemente entre *defesas preventivas* – barreiras estatutárias ou estruturais às aquisições hostis – e *defesas repressivas* – medidas tomadas pela companhia, por meio de seus órgãos, para repelir a oferta hostil já lançada²⁰.

4.1. DEFESAS PREVENTIVAS

Em recente levantamento apurou-se que 32% das empresas listadas no Novo Mercado, nível mais alto de governança corporativa da Bovespa, tinham mais de 50% do seu capital em circulação (*free float*)²¹. Desde a oferta pública de ações das Lojas Renner, diversas outras companhias seguiram o caminho pulverizando o seu capital²². Com isto, a possibilidade de ofertas hostis de tomada de controle se fez presente. Porém, dentre as sociedades listadas, diversas foram cautelosas e, prevendo o movimento, inseriram em seus estatutos técnicas de defesas preventivas.

No Brasil, estas defesas foram introduzidas por meio de cláusulas estatutárias conhecidas como *poison pills*²³. Érica Gorga analisou os estatutos das companhias brasileiras listadas e concluiu que as *poison pills* adotam, fundamentalmente, duas formas²⁴:

(i) cláusula tipo A: estabelece que com a aquisição de determinado montante de ações (que no Brasil varia de 10% a 35%) dispara-se um gatilho que força o adquirente a promover OPA para aquisição de controle; e

(ii) cláusula tipo B: estabelece que quem quiser adquirir determinada quantidade de ações da companhia (nas companhias analisadas o percentual varia de 5% a 30% das ações) deve comunicar sua intenção ao Diretor de Relações com Investidores para que um leilão seja organizado.

²⁰ BANK, Christian, “*Präventivmaßnahmen börsennotierter Gesellschaften zur Abwehr feindlicher Übernahmeveruche in Deutschland und Großbritannien*”, Frankfurt a. M., Peter Lang, 2006, p. 22.

²¹ AZEVEDO, Simone; MUTO, Silvio, “*Novos paradigmas*”, in Revista Capital Aberto, ano 5, Edição comemorativa “10 anos de governança corporativa”, 2008, p. 39.

²² MARTINEZ, Chris, “*Diluir, por que não*”, in Revista Capital Aberto, ano 5, Ed. especial “IPO – Coletânea de casos”, p. 62. Ver também SOUZA SILVA, Adriana, “*Adeus ao controle*”, in Revista Capital Aberto, ano 4, vol. 48, pp. 36-40, p. 37.

²³ Para facilitar a comunicação preferiu-se aqui utilizar o termo corrente na literatura e imprensa brasileira para se referir ao tema, mas o autor concorda com a precisão conceitual promovida por Érica Gorga, para a qual remete o leitor. GORGA, Érica, “*As poison pills americanas e as supostas poison pills brasileiras*”, disponível em http://www.migalhas.com.br/mostra_noticia_articuladas.aspx?cod=67358, acesso em 27 de agosto de 2008.

²⁴ GORGA, Érica, “*As poison pills americanas e as supostas poison pills brasileiras*”, disponível em http://www.migalhas.com.br/mostra_noticia_articuladas.aspx?cod=67358, acesso em 27 de agosto de 2008.

Estas cláusulas, nota a pesquisadora, são protegidas pela imposição de penalidades ora aos acionistas que desrespeitarem a obrigação imposta, ora aos que buscarem alterar os dispositivos estatutários que estabelecem as *poison pills*.

Sem a pretensão de esgotar o tema, vale notar que tais dispositivos são altamente controversos sob o ponto de vista da conveniência econômica e da própria legalidade.

Sob o ponto de vista econômico dois problemas se destacam. Em primeiro lugar, como resalta Dietrich Becker, as *poison pills* são instrumentos problemáticos porque não são *wertorientiert*, ou seja, valorativamente orientadas, de modo que não são compatíveis com os objetivos da “*Shareholder Value-Culture*”²⁵. Em segundo lugar, deve ser ressaltado que a situação envolve um potencial conflito entre os interesses dos sócios de venderem suas participações e dos administradores de permanecerem em seus empregos. Com isto, as *poison pills* podem proteger administradores ineficientes ou mesmo mal intencionados, permitindo que permaneçam em seus cargos mesmo diante de uma grande queda no curso das ações²⁶.

Já sob o prisma da governança corporativa, estas *poison pills* vem sendo bastante criticadas, principalmente por quebrarem a regra de paridade uma ação/um voto. Em muitas companhias, o gatilho das *poison pills* é fixado em percentual menor do que a efetiva participação societária de algum acionista, de modo que o controle passa a ser exercido de modo seguro sem que seja necessária a maioria do capital. Estes tipos de mecanismos para dissociação entre capital investido e poder de direção sobre a companhia são conhecidos como “*Control Enhancing Mechanisms*”, e são descritos por Marco Venturozzo:

*“CEMs are legal devices used to alter the proportionality between the equity investment of a shareholder and his actual controlling power within the corporation”*²⁷

²⁵ BECKER, Dietrich, “*Verhaltenspflichten des Vorstands der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmen*”, *Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht*, vol. 165, 2001, pp.280-287, p. 281.

²⁶ McCORD, Thomas J., “*Limiting defensive tactics in tender offers: a model act for the protection of shareholder decisionmaking*”, in *Harvard Journal on Legislation*, vol. 21, pp. 489-529, p. 491.

²⁷ VENTUROZZO, Marco, “*Takeover Regulation as a Wolf in Sheep’s Clothing: Taking Armour & Skeel’s Thesis to Continental Europe*”, in Bocconi University working papers, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1084429>, p 24.

Assim, no Brasil, tal qual na Itália, onde o controle é ainda é comumente detido por blocos de acionistas, a imposição de uma OPA obrigatória àquele que ultrapassar determinado percentual de detenção acionária termina permitindo o exercício do controle sem a detenção da maioria acionária²⁸. Já sob o ponto de vista jurídico pode ser contestada a eventual restrição à negociabilidade de ações que as *poison pills* impõem, vedadas pelo art. 36 LSA.

4.2. DEFESAS REPRESSIVAS

As defesas repressivas são as respostas que podem ser dadas pelas companhias alvo após a apresentação de uma oferta hostil. Embora nunca tenha havido uma resposta a oferta hostil no cenário brasileiro, é importante cogitar quais seriam as respostas possíveis dentro da legislação atual.

4.2.1. A QUEM CABE A DEFESA?

A pergunta levantada por Calixto Salomão Filho em sua já citada obra é pertinente. Após afirmar que há um interesse social a ser tutelado nas aquisições de controle, indaga o autor “a quem atribuir o dever de defendê-lo?”²⁹.

Uma hipótese seria atribuir à administração o poder-dever de tutelar o interesse social. A via contrária, propõe ele, seria imputar ao controlador dito dever³⁰. Já nas sociedades sem controladores, uma terceira possibilidade parece se abrir. Porque não levar ao órgão deliberativo máximo da sociedade a decisão sobre o destino da mesma?

4.2.2. ADMINISTRAÇÃO

4.2.2.1. PAPEL ATIVO NA DEFESA DA COMPANHIA

A possibilidade de conferir à administração a tarefa de decidir sobre a conveniência de uma oferta hostil tende a ser mais facilmente aceita em países de *common law*. Bons argumentos sustentam esta atribuição.

²⁸ VENTUROZZO, Marco, “*Takeover Regulation as a Wolf in Sheep’s Clothing: Taking Armour & Skeel’s Thesis to Continental Europe*”, in Bocconi University working papers, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1084429>, p 24.

²⁹ SALOMÃO FILHO, Calixto, “*O Novo Direito Societário*”, 3ª ed., São Paulo, Malheiros, 2006, p. 130.

³⁰ SALOMÃO FILHO, Calixto, “*O Novo Direito Societário*”, 3ª ed., São Paulo, Malheiros, 2006, p. 130.

Jennifer Arlen e Eric Talley, por exemplo, mostram que os acionistas são desagregados e não tem nem o incentivo de adquirir – nem a capacidade para analisar – toda a informação necessária à tomada das melhores decisões negociais³¹.

Fundamentos interessantes para suportar a atribuição do dever aos administradores são trazidos também por Nicholas Georgakopoulos. Para o autor, as defesas exercem papel importante na manutenção e possibilitação da dispersão acionária. Como forma de redargüir o argumento de que o mercado de controle seria um meio eficaz de fiscalizar a atuação dos gestores, mostra o autor que uma total exposição da companhia a ofertas hostis não é economicamente interessante, pois o curso das ações não é o meio mais próprio para avaliar a eficiência ou não da administração. O mercado é volátil, determinado por diversos fatores contingentes e, antes de tudo, míope, focado apenas no curto prazo³². Assim, a existência de métodos de defesa traz aos administradores a possibilidade de implementar investimentos de longo prazo³³. Tendo isto em vista, parece coerente que a administração não fique sempre exposta a ofertas hostis e possa desfrutar de certa margem de manobra para responder aos ataques.

4.2.2.2. DEVER DE NEUTRALIDADE

A este posicionamento se opõe o que pugna pelo dever de neutralidade da administração e que busca a prevalência da vontade dos acionistas. Este foi o texto que prevaleceu no artigo 9, inciso II da Diretiva 25/2004 da União Européia, datada de 21 de abril de 2004:

“9.2. During the period referred to in the second subparagraph, the board of the offeree company shall obtain the prior authorisation of the general meeting of shareholders given for this purpose before taking any action, other than seeking alternative bids, which may result in the frustration of the bid and in

³¹ ARLEN, Jennifer; TALLEY, Eric, “Unregulable Defenses and the Perils of Shareholder Choice”, in NYU School of Law working paper, Research Paper CLB 03-05, disponível em <http://papers.ssrn.com/abstract=398600>, p. 10.

³² GEORGAKOPOULOS, Nicholas L., “Corporate Defense Law for Dispersed Ownership”, in Indiana School of Law working paper series, disponível em <http://papers.ssrn.com/abstract=246326>, p.8.

³³ GEORGAKOPOULOS, Nicholas L., “Corporate Defense Law for Dispersed Ownership”, in Indiana School of Law working paper series, disponível em <http://papers.ssrn.com/abstract=246326>, p.9.

particular before issuing any shares which may result in a lasting impediment to the offeror's acquiring control of the offeree company.”

Já no âmbito brasileiro não há uma regra semelhante, mas, dentro da estrutura orgânica desenhada pela LSA, a imposição do dever de neutralidade à diretoria nos parece amplamente justificável. Isto porque ao Conselho de Administração toca fixar a orientação geral dos negócios da companhia (art. 142, I LSA), cabendo à Assembléia Geral decidir sobre a defesa e desenvolvimento da sociedade (art. 121 LSA).

Por outro lado, isto não deve ser interpretado como uma imposição de total passividade aos administradores das companhias. O art. 153 LSA lhes impõe um dever de diligência que seria incompatível com uma dita abstenção. Em nosso ponto de vista, uma forma de promover a concordância prática da necessidade de respeitar a competência da Assembléia Geral e de observar o dever de diligência poderia se dar pela emissão de opinião fundamentada não vinculativa que servisse de suporte à tomada de decisão dos acionistas.

A opinião fundamentada existe há muito no direito inglês, expresso no artigo 3.1. do City Code do Takeover Panel³⁴. Em nosso ponto de vista, esta seria a melhor forma de dar cumprimento à LSA em um contexto de oferta hostil. Há, no entanto, o risco de que possa haver responsabilização civil dos administradores em caso de imprecisão desta opinião, tanto no caso de superapreciação quanto no caso de subapreciação do valor da empresa³⁵.

4.2.3. ASSEMBLÉIA GERAL

Diante de oferta hostil, a Administração da companhia alvo poderia entender conveniente, nos termos do art. 123 LSA, convocar uma Assembléia Geral Extraordinária (AGE) para discutir o assunto. Isto pode ser requisitado também por acionistas que representem 5% do capital social, nos termos do art. 123, par. único, c, LSA. Como objeto da deliberação poderia ser prevista a deliberação sobre o posicionamento dos acionistas em

³⁴ O artigo 3.1.determina que: “The board of the offeree company must obtain competent independent advice on any offer and the substance of such advice must be made known to its shareholders”.

³⁵ Estes pontos são ressaltados na doutrina alemã, que, entretanto, também não traz uma resposta definitiva para o problema. Cf. MAIER-REIMER, Georg, “*Verhaltenspflichten des Vorstands der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmen*”, in *Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht*, vol. 165, 2001, pp.258-279, p. 262; HOPT, Claus J., “*Probleme der Unternehmensübernahme*”, in *Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht*, vol. 161, 1997, pp. 368-420, p. 391.

relação à oferta. Como decisão, por exemplo, poderia a AGE decidir que todos os acionistas devem rejeitar a oferta.

Assim poderia ser instrumentalizada a defesa por da companhia contra oferta hostil por meio de Assembléia Geral. No entanto, a competência da Assembléia Geral assim convocada para decidir sobre o posicionamento dos acionistas em relação a uma OPA é controversa.

Por um lado, com o supra referido, nos termos do art. 36 LSA, somente o estatuto da companhia fechada pode impor limitações à circulação de ações nominativas. Mesmo neste caso, deve regular minuciosamente as limitações e não sujeitar o acionista ao arbítrio dos órgãos de administração ou da maioria dos acionistas. Ora, dizer que a Assembléia Geral pode restringir a possibilidade de um acionista individual aderir a uma oferta pública parece se enquadrar dentro da proibição legal.

Por outro lado, segundo o art. 121 LSA, a Assembléia Geral tem poderes para decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento. Ora, neste sentido, adotando-se o posicionamento institucionalista de que o interesse da sociedade pode ser distinto do interesse exclusivo dos sócios, se o art. 116 LSA impõe ao controlador o dever de usar seu poder para fazer a companhia cumprir sua função social bem como seus deveres e responsabilidades com acionistas, trabalhadores e comunidade em que atua, não parece razoável que em uma companhia sem controlador este dever se esvaia e que aqueles interessados (*stakeholders*) percam o respectivo direito.

Mais razoável pensar que o dever passa a ser de todos os acionistas, devendo, na Assembléia Geral ser considerado todo este impacto para a tomada de decisão coletiva acerca da alienação ou não do controle da companhia.

Importante notar também que a resposta por meio de decisão assemblear é capaz de mitigar os inconvenientes trazidos pela exploração do dilema dos prisioneiros pelo ofertante hostil. Assim, a Assembléia Geral permite a coordenação dos acionistas. Além disto, se a Administração provir os acionistas com uma opinião fundamentada sobre a oferta, também o déficit informacional fica mitigado.

5. CONCLUSÕES

Do exposto acima ficam claros os seguintes pontos:

- (i) o tema das ofertas hostis de controle é polêmico e, na mesma medida em que traz riscos, pode também trazer benefícios econômicos que não podem ser desprezados pelo legislador;
- (ii) a regulação, neste campo, pode tirar proveito da análise econômica do direito, levando em consideração os interesses econômicos envolvidos no contexto da oferta hostil;
- (iii) no campo da regulação da OPA voluntária, veículo da oferta hostil, o tratamento dispensado aos acionistas da companhia alvo é satisfatória;
- (iv) já sob o ponto de vista das defesas possíveis há pouco consenso;
- (v) no campo das defesas preventivas, diversos problemas de governança e de legalidade impregnam as atuais *poison pills* empregadas pelo mercado; e
- (vi) no campo das defesas repressivas também não há consenso, mas dentro da divisão orgânica das sociedades anônimas brasileiras, entendemos que deve ser dada prevalência ao direito de escolha dos acionistas.

BIBLIOGRAFIA

ARLEN, Jennifer; TALLEY, Eric, “*Unregulable Defenses and the Perils of Shareholder Choice*”, in NYU School of Law working paper, Research Paper CLB 03-05, disponível em <http://papers.ssrn.com/abstract=398600>.

AZEVEDO, Simone; MUTO, Silvio, “*Novos paradigmas*”, in Revista Capital Aberto, ano 5, Edição comemorativa “10 anos de governança corporativa”, 2008, pp. 38-44.

BANK, Christian, “*Präventivmaßnahmen börsennotierter Gesellschaften zur Abwehr feindlicher Übernahmeveruche in Deutschland und Großbritannien*”, Frankfurt a. M., Peter Lang, 2006.

BECKER, Dietrich, “*Verhaltenspflichten des Vorstands der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmen*”, Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht, vol. 165, 2001, pp.280-287.

BERGLÖF, Eric; e BURKART, Mike, “*European takeover regulation*”, in Economic Policy, vol. 36, 2003, pp. 172-213.

EIDENMÜLLER, Hörst, “*Effizienz als Rechtsprinzip*”, Tübingen, Mohr Siebeck, 2005.

FERRARINI, Guido, “*Le difese contro le o.p.a. ostili: analisi economica e comparazione*”,

Rivista delle Società, vol. 5, 2000, pp. 737-827.

FORSTINGER, Christian M., “*Takeover Law in the EU and the USA, A comparative analysis*”, The Hague, Kluwer, 2002.

FRANCO, Vera Helena de Mello, “*Considerações sobre as ofertas públicas para aquisição de ações (OPAs) – estado atual da questão*”, RDM 144/16.

GEORGAKOPOULOS, Nicholas L., “*Corporate Defense Law for Dispersed Ownership*”, in Indiana School of Law working paper series, disponível em <http://papers.ssrn.com/abstract=246326>.

GORGA, Érica, “*As poison pills americanas e as supostas poison pills brasileiras*”, disponível em http://www.migalhas.com.br/mostra_noticia_articuladas.aspx?cod=67358, acesso em 27 de agosto de 2008.

HOPT, Claus J., “*Probleme der Unternehmensübernahme*”, in Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht, vol. 161, 1997, pp. 368-420.

KLEIN, Achim, “*Der Europäische Markt für Unternehmenskontrolle zwischen Konvergenz und Divergenz*”, Marburg, Tectum, 2006.

MAIER-REIMER, Georg, “*Verhaltenspflichten des Vorstands der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmen*”, in Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht, vol. 165, 2001, pp.258-279.

MARTINEZ, Chris, “*Diluir, por que não*”, in Revista Capital Aberto, ano 5, Ed. especial “IPO – Coletânea de casos”, pp. 64-65.

McCHESNEY, Fred S., “*Manne, Mergers and the Market for Corporate Control*”, in Case Western Reserve Law Review, vol. 50, 2000, pp. 245-252.

SALOMÃO FILHO, Calixto, “*O Novo Direito Societário*”, 3ª ed., São Paulo, Malheiros, 2006.

SCHÄFER, Hans-Bernd; OTT, Claus, “*Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts*”, 4ª ed., Berlin, Springer, 2005.

SCHANZ, Kay-Michael, “*Feindliche Übernahmen und Strategien der Verteidigung*”, in Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht, vol. 7, 2000, pp. 337-347.

SOUZA SILVA, Adriana, “*Adeus ao controle*”, in Revista Capital Aberto, ano 4, vol. 48, pp. 36-40.

VALOR ECONÔMICO, “*Oi antecipa compra de ações da BrT e economiza milhões*”, 18/06/2008.

VENTUROZZO, Marco, “*Takeover Regulation as a Wolf in Sheep’s Clothing: Taking Armour & Skeel’s Thesis to Continental Europe*”, in Bocconi University working papers, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1084429>.