

**ESTUDO COMPARADO SOBRE A APLICABILIDADE DAS POISON PILLS NO DIREITO  
BRASILEIRO E NORTE-AMERICANO**

**A COMPARATIVE STUDY ON THE APPLICABILITY OF THE POISON PILLS IN THE BRAZILIAN  
AND AMERICAN LAW**

Hugo Cruz Maestri \*

**RESUMO:** Apesar das raras ocorrências de dispersão acionária no cenário brasileiro, diversas empresas tem se preocupado em adotar medidas protetivas que visem evitar a possibilidade de ocorrência de tomadas hostis de controle, a exemplo das *poison pills*. Importadas do direito norte-americano, mas diante de um mercado nacional ainda carente de plena regulação, verifica-se uma distorção na forma original de utilização de referido instrumento jurídico, que privilegia tão somente a defesa da manutenção do bloco de controle acionário das empresas que a utilizam, ao invés de ser um mecanismo que confira estabilidade à administração da companhia.

**Palavras-chave:** *Poison pills*; oferta hostil; interesse dos acionistas; modelo original; interesse dos administradores.

**ABSTRACT:** Despite the rare occurrence of shareholding dispersion on the Brazilian scene, several companies have been keen to adopt protective measures that aims to prevent the possibility of hostile takeovers, like the *poison pills*. Imported from U.S. law, but in front of a national market that still lacks full adjustment, there is a distortion in the original form to use this legal instrument, which focuses solely to defend the maintenance of the controlling shareholder of companies that uses it instead of being a mechanism conferring stability to the company management.

**Keywords:** Poison pills; hostile take over; shareholders interest; original model; officers interest.

---

\* Mestre em Direito empresarial pela Faculdade de Direito Milton Campos/MG.

## INTRODUÇÃO

O amadurecimento das relações corporativas nacionais aliado a um necessário ajuste legal e a um pujante desenvolvimento verificado a partir do início do século XXI, passou a atrair grandes investimentos financeiros estrangeiros direcionados a empresas nacionais. Tal desenvolvimento, benéfico para a estabilidade do cenário econômico financeiro brasileiro<sup>1</sup>, incrementou a existência de sociedades com maior dispersão acionária, como antes não visto.

Este conjunto de situações também trouxe para o mercado acionário nacional a utilização de ferramentas jurídicas de defesa, denominadas *poison pills*, que em essência têm o intuito de evitar tomadas hostis de controle, situação pouco comum no direito brasileiro.

Tal mecanismo jurídico, também tem por objeto tornar a empresa que venha a adotá-la menos atraente aos olhos de um possível investidor que porventura tivesse interesse em deter o controle de tal companhia.

Porém, diferentemente do que ocorre nos Estados Unidos e em países da Comunidade Europeia, onde se verifica a aplicação deste mecanismo com a intenção de se conferir estabilidade à administração da companhia para que possa desenvolver suas atividades, o que se tem verificado no Brasil é que a utilização das *poison pills* tem se revelado uma forma de obrigar o possível adquirente à aquisição das demais ações votantes, uma vez atingido determinado percentual (TOLEDO, 2009), afora também intencionar a perpetuação de determinado grupo no controle da companhia (CARVALHOSA, 2009).

Portanto, diante da divergência de entendimento/aplicação quanto à utilização dessa ferramenta no Brasil, diante da ausência de normas que regulamentem o tema, diante

da escassez jurisprudencial que possa dar norte ao assunto, o estudo aprofundado da matéria assume papel fundamental para o alcance da compreensão necessária sobre o que venha a ser *poison pill*, suas origens, suas vertentes, suas espécies e a razão de sua aplicação tropicalizada, desvirtuada do modelo original norte-americano.

## DOS TIPOS DE OFERTA

Para trazer maior clareza aos próximos passos do que se pretende discutir, faz-se necessário indicar e esclarecer quais são os tipos de oferta - amigáveis e hostis - e onde se insere a aplicação do já citado mecanismo de controle.

A Oferta Amigável, denominada de *Takeover Bid*, como o próprio nome indica, caracteriza-se por ser uma oferta negociada de forma amigável entre o interessado e o controlador. Após a aceitação, e conforme preceituam os artigos 254-A da Lei de Sociedades Anônimas<sup>2</sup>, 8.1 do Regulamento de listagem do Novo Mercado Bovespa<sup>3</sup>, e parágrafo 4º do artigo 29 da Instrução da Comissão de Valores Mobiliários nº 361, de 5 de março de 2002<sup>4</sup>, deverá o adquirente

<sup>2</sup> 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. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

<sup>3</sup> 8.1. Contratação da Alienação de Controle da Companhia. A Alienação de Controle da Companhia, tanto por meio de uma única operação, como por meio de operações sucessivas, deverá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a efetivar oferta pública de aquisição das demais ações dos outros acionistas da Companhia, observando as condições e os prazos previstos na legislação vigente e neste Regulamento, de forma a lhes assegurar tratamento igualitário àquele dado ao Acionista Controlador Alienante.

<sup>4</sup> § 4º, art. 29 - Para os efeitos desta instrução, entende-se por alienação de controle a operação, ou o conjunto de operações, de alienação de valores mobiliários com direito a voto, ou neles conversíveis, ou de cessão onerosa de direitos de subscrição desses valores

<sup>1</sup> Apesar do mercado acionário constituir uma porta de saída para a revenda dos investimentos realizados por fundos de *private equity*, a permanência gradativa dos recursos ao longo dos anos, tende a influenciar a consolidação da estabilidade econômica financeira do País.

formalizar uma oferta pública obrigatória de aquisição das ações votantes.

Já a oferta Hostil, denominada de *Hostile Takeover* é a oferta não solicitada onde o interessado pode comunicar ao mercado sua intenção em adquirir o controle da empresa sem necessariamente ter negociado com qualquer acionista ou avisado a administração da sociedade objeto da oferta. Foi o que aconteceu, por exemplo, em 2006 quando a Sadia fez a primeira oferta hostil do País para conseguir o controle da Perdigão<sup>5</sup>, tendo,

---

mobiliários, realizada pelo acionista controlador ou por pessoas integrantes do grupo de controle, pelas quais um terceiro, ou um conjunto de terceiros representando o mesmo interesse, adquira o poder de controle da companhia, como definido no art. 116 da Lei 6.404/76.

<sup>5</sup> Conforme nota do Valor Econômico publicada por Raquel Balarin e Vanessa Adachi em 18/07/2006, "A oferta hostil da Sadia pelo controle da Perdigão queimou três etapas previstas no novo estatuto da Perdigão, criado quando a empresa decidiu pulverizar seu controle acionário e passar para o Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo, em abril. No estatuto, está previsto que qualquer acionista que adquirir uma participação superior a 20% do capital da companhia terá de realizar uma oferta para todos os demais acionistas. Se a opção do valor da oferta for a média da cotação dos últimos 30 dias, haverá um prêmio de 35%. É a chamada "poison pill" (pílula envenenada), uma forma de tornar a empresa menos atraente a uma tomada hostil de controle. O estatuto da Perdigão prevê ainda que, nessa oferta a todos os acionistas, se a empresa conseguir adquirir 50% mais uma ação, poderá fazer uma reestruturação societária, incorporando as demais ações e fechando o capital da Perdigão. É exatamente essa a intenção da Sadia. Segundo o Valor apurou, o banco Real ABN Amro, que estruturou a operação para a Sadia, avaliou que a aquisição de uma participação relevante, seguida de uma oferta a todos os acionistas e de uma reestruturação acionária, acabaria inflando o valor final da operação. O preço pago em cada etapa serviria de parâmetro para a seguinte. A solução foi sair de cara com uma oferta a 100% dos acionistas, que já prevê a reestruturação societária ao final. "Foi o pulo do gato do ABN. Mas pode ser que haja questionamentos jurídicos", afirmou o executivo de um banco de investimentos concorrente. Outro ressaltou que a estrutura é simples e que o mais surpreendente foi a decisão da Sadia de fazer a operação. "Vários bancos já haviam levado a proposta de uma oferta hostil. Eles tinham relutância a isso", explicou o executivo. Pesou na decisão da Sadia, segundo o Valor apurou, o fato de o ABN ter apresentado uma operação completa, que incluía um empréstimo ponte de até R\$ 4 bilhões para a aquisição. O desenho foi feito por Luciana Hall, da área de fusões e aquisições do ABN, e por João Teixeira e

porém, desistido da oferta após 5 dias, alegando que os acionistas integrantes do grupo de controle da Perdigão, juntamente com WEG Participações, Perdigão Sociedade de Previdência Privada e Fundo de Investimento em Títulos e Valores Mobiliários - Librium, detentores em conjunto de 55,38% do capital da companhia, sistematicamente recusaram as condições estabelecidas, na oferta de R\$ 29,00 por ação de emissão da companhia, feita pela Sadia.

Para desqualificar a proposta feita pela Sadia, o grupo de controle da Perdigão alegou que o artigo 37 do estatuto social da companhia (parâmetro utilizado pela Sadia para a definição do preço ofertado) não era aplicável ao caso, visto que a Sadia ainda não era acionista. A oferta hostil não conseguiu aceitação da maioria, porém em maio de 2009, após a crise que assolou o mundo, as empresas anunciaram sua fusão, posteriormente aprovada por seus Conselhos de Administração, mas até hoje pendente de aprovação pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica - CADE<sup>6</sup>.

Confirma-se pelo o que se expôs, portanto, que a oferta hostil é uma forma mais agressiva de tomada de controle que só é justificada no caso de pulverização do capital acionário, quando o controle for minoritário e/ou gerencial.

---

chancelado pelo presidente da instituição no Brasil, Fábio Barbosa, que levou a proposta à matriz antes de apresentá-la à Sadia. É um dos maiores créditos concedidos pelo banco ABN no mundo a um único cliente. Pelo valor da oferta, a aquisição de 100% das ações da Perdigão custaria R\$ 3,77 bilhões. O financiamento tem prazo de dois anos, que serve como garantia da operação e afasta os riscos financeiros. Mas o objetivo é refinanciar a dívida e alongar o prazo para cerca de sete a oito anos, com instrumentos como debêntures ou bônus perpétuos. A Sadia tem caixa de R\$ 2 bilhões e prevê utilizar R\$ 800 milhões na oferta, permanecendo ainda bastante capitalizada. Na área jurídica, a oferta hostil foi desenhada por dois escritórios de advocacia: o Tozzini Freire, Teixeira e Silva Advogados e o Souza, Cescon Avedissian, Barriou e Flesch.

<sup>6</sup> A Secretaria de Acompanhamento Econômico (Seae) do Ministério da Fazenda emitiu parecer aprovando o negócio, mas recomendou uma série de restrições, como o licenciamento de uma das marcas para uma terceira companhia.

Adicionalmente, para Toledo (2009), a oferta hostil nem sempre será prejudicial à Companhia. Em muitos casos, ela pode ser vantajosa para a empresa e para os acionistas, trazendo novos aportes de capital, técnicas avançadas de gestão, integração a um grupo econômico forte, ou mesmo, possibilidade de concorrer mais eficazmente nos segmentos de mercado em que atue.

### DA DEFINIÇÃO DE POISON PILLS

O significado original e literal do termo *poison pill* decorre de uma prática usual realizada por vários espões ao longo da história, que ao serem descobertos e capturados se valiam do uso de uma pílula de veneno (normalmente cianeto), para eliminarem a possibilidade de serem interrogados pelos inimigos.

Não tão drásticas como o seu sentido original, a *poison pill* no contexto societário e na ótica daquele que faz a oferta, pode ser definida como cláusula de proteção à dispersão acionária ou cláusula que dificulte a aquisição do poder de controle oriundo de uma oferta hostil, estabelecendo que a aquisição de determinado percentual de ações de emissão da companhia no mercado (p.ex. 20%, 25%), gere para o comprador o dever de realizar Oferta Pública de Aquisição de Ações ("OPA")<sup>7</sup> a todos os demais acionistas.

Brian Coyle (2000) utiliza conceito similar ao ora contemplado, expondo seu

<sup>7</sup> A questão da realização de OPA em caso de uma oferta foi tratada pelo Parecer 36/2009 da CVM, que permitiu fossem derrubadas cláusulas dos estatutos das empresas que tenham como objetivo limitar o direito de voto, com intenção de proteger a dispersão acionária. Apesar de não ter declarado essas cláusulas nulas ou mesmo impedido sua utilização, no entender da CVM, elas ferem alguns pontos da Lei das SA, como a soberania da assembléia geral de tomar as decisões da empresa, inclusive sobre mudanças no estatuto, e o impedimento de o acionista exercer seu direito de voto no interesse da companhia. De toda sorte, o texto do parecer de orientação da CVM diz que a autarquia "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".

pensamento sobre tal mecanismo, a saber:

A poison pill is a measure that will be implemented if an unfriendly takeover bid occurs, making the takeover less attractive to the bidder.

The term poison pill can be used to mean anything that deter a hostile bid. In its proper meaning, however, poison pills referred to measures that would alter the voting rights of existing stockholders in the event of a hostile bid.<sup>8</sup>

Sob a ótica do acionista, as *poison pills* também poderiam ser definidas como um bônus de subscrição que acompanha as ações ordinárias e garante a todos os acionistas (com exceção do Adquirente) o direito de comprar ações a um preço muito inferior ao seu valor de mercado.

Reed (2007) denota entendimento que atribui aos maiores gestores da companhia a negociação com o adquirente, com o fim de evitar perdas ou tratamento desigual entre os acionistas:

A poison pill, the nickname for what is technically called a shareholders' rights plan, involves the issuance to stockholders of rights to acquire securities. These rights can be exercised only under certain circumstances (such as a take over attempt) and may be redeemed by the company at a nominal price until the occurrence of such events. The primary objective of poison pills is to give management leverage in negotiation bids in order to avoid unfair treatment of stockholders.<sup>9</sup>

<sup>8</sup> *Mergers and Acquisitions*, p.59. Em tradução livre: A pílula de veneno é uma medida que será implementada se uma oferta hostil ocorrer, tornando a aquisição menos atraente para o licitante. O termo pílula de veneno pode ser usado para significar qualquer coisa que detenha uma oferta hostil. No seu sentido próprio, no entanto, as pílulas de veneno referem-se à medidas que alterem os direitos de voto dos acionistas existentes em caso de uma oferta hostil.

<sup>9</sup> *The art of M&A: a merger, acquisition and buyout guide*. P.844. Em tradução livre: A pílula de veneno, o apelido para o que tecnicamente é chamado de plano de direitos dos acionistas, envolve a emissão para os acionistas dos direitos de aquisição de valores mobiliários. Esses direitos podem ser exercidos apenas em determinadas circunstâncias (como uma tentativa de assumir o controle) e pode ser resgatado pela empresa por um preço nominal até a ocorrência de tais eventos. O

Compilando o entendimento comum de cada uma das definições mencionadas, mesmo diante de conceitos que possam estar destoantes em algum momento, verifica-se que alguns elementos são básicos para a existência e compreensão de tal remédio: (i) a ocorrência de uma oferta hostil; (ii) a dispersão acionária da companhia; e (iii) a tentativa de desestímulo à compra de percentual de participação significativo por não controladores.

Por fim, não se pode negar, porém, os benefícios que as *poison pills* trazem para os acionistas, principalmente a proteção contra a natureza aleatória de ofertas públicas de aquisição de controle, aumentando, assim, o poder de negociação dos acionistas - tudo a diminuir os custos da operação, e assegurando também um tratamento mais igualitário entre os acionistas da companhia, evitando, com isso, compras isoladas por preços diversos e a perda de vantagens que a negociação em bloco possa ensejar.

#### **DA ORIGEM DAS POISON PILLS E SUA UTILIZAÇÃO ORIGINAL**

Apesar dos excertos históricos darem conta de uma decisão proferida em 1972 no caso *Herald Co versus Seawell* onde seus julgadores conferiram legitimidade na resistência por parte da administração da sociedade em um processo de tomada de controle (SHIGUEMATSU, 2009), apenas em 1982 foram criadas as *poison pills* na decisão proferida no processo entre *El Paso Electric versus General American Oil* cujos créditos foram outorgados ao advogado norte-americano Martin Lipton (especializado em fusões e aquisições) do escritório Wachtell, Lipton, Rosen & Katz.

De acordo com Monks (2008) o *leading case* que deu origem às *poison pills* ocorreu em um Julgamento da *Delaware Supreme Court* em 1985 (*Moran x Household International*) ao se discutir a legalidade de disposição estatutária denominada de “*preferred share purchase rights plan*”, criada

---

*principal objetivo da poison pills é alavancar a gestão em lances de negociação, a fim de evitar o tratamento injusto de acionistas.*

sem aprovação dos acionistas, funcionando como mecanismo de defesa contra a aquisição hostil objeto do processo.

Em tal julgamento, decidiu-se unanimemente que os acionistas da companhia alvo poderiam, no caso de M&A's<sup>10</sup>, exercer o direito de subscrever, com grande desconto, ações ordinárias do potencial adquirente da companhia. Desse modo, o percentual de ações desse adquirente seria reduzido e tornaria a aquisição proibitivamente cara. Para implementar este tipo de plano, as empresas alvo normalmente se utilizam do denominado *blank check preferred stock*, uma ação preferencial “cheque em branco”, que efetivamente é uma ação que já fora autorizada, mas que ainda não foi emitida.

Essa, portanto, é a chamada primeira geração das *poison pills*. Depamphilis (2003) especificou com clareza o conteúdo defendido nesta geração, assim:

The brainchild of Marty Lipton, the famous Wall Street attorney, the first-generation poison pill was developed in 1982 and involved issuing preferred stock in the form of a dividend to shareholders convertible into the common stock of the acquiring company following a takeover. If a target company were acquired and merged into the acquirer, target company shareholders owning the special preferred stock could convert the preferred stock into multiple shares of the acquirer's stock. This would dilute immediately the acquirer's ownership interest in the earnings of the combined companies. To implement this type of plan, companies customarily use blank check preferred stock, which is stock that has been authorized but not yet issued. The board normally has broad discretion to establish voting, dividend, conversion, and other rights for this stock.<sup>11</sup>

---

<sup>10</sup> A expressão M&A, merger and acquisition, no direito brasileiro é usualmente utilizada para fazer menção à fusões e aquisições.

<sup>11</sup> Em tradução livre: “A idéia de Marty Lipton, o famoso advogado de Wall Street, a pílula de veneno de primeira geração foi desenvolvida em 1982 e envolveu a emissão de ações preferenciais na forma de um dividendo aos acionistas, conversível em ações ordinárias da empresa adquirente na sequência de uma aquisição. Se uma empresa-alvo fosse adquirida e incorporada ao

Todos os julgamentos mencionados se deram em um momento tumultuado da economia americana, em razão do grande volume de compra de grandes ativos de corporações na década de 80 (nas chamadas *corporate raids*).

A partir deste período, dá-se início à segunda geração das *poison pills*, o *flip-over pill*, que atribui aos acionistas da companhia alvo o direito de adquirir ações da adquirente - da companhia resultante da fusão ou da própria incorporadora - igualmente por um preço bem menor. Depamphilis (2003) igualmente comentou o início dessa nova geração:

The second generation poison pill included a rights plan or flip-over pill. The flip over pills enables the holder of the security to purchase the acquirer's shares at a discount. By enabling target shareholders to buy shares at a discount in the surviving company, the pill has resulted in a dilution of the ownership position of the acquiring firm's shareholders. The target company's shareholders were said to flip over and become acquirer shareholders.<sup>12</sup>

Já o *flip-in*, considerado a pílula de terceira geração, confere aos acionistas - exceto ao adquirente - o direito de subscrever

---

adquirente, os acionistas da empresa alvo de ações preferenciais especiais poderia converter as ações preferenciais em ações múltiplas dos acquirer's stock. Isso diluiria imediatamente o interesse do adquirente da propriedade nos lucros das empresas combinadas. Para implementar esse tipo de plano, as empresas costumam usar cheque em branco de ações preferenciais, que é o estoque que tenha sido autorizada, mas ainda não emitido. O Conselho normalmente tem amplos poderes para estabelecer o voto, dividendos, conversão e outros direitos para esta ação."

Em tradução livre: "A pílula de veneno de segunda geração inclui um plano de direitos ou pílula flip-over. A pílula flip-over permite que o titular da garantia compre de ações do adquirente, com desconto. Ao permitir que os acionistas-alvo comprem ações com desconto na empresa sobrevivente, a pílula tem resultado em uma diluição da participação acionária dos acionistas da empresa adquirente. Os acionistas da empresa-alvo, foram recomendados a se virar e se tornarem acionistas adquirentes."

ações emitidas pela companhia alvo a um preço substancialmente inferior ao de mercado. No âmbito deste plano, os acionistas recebem um dividendo especial de um direito de compra de ações para cada ação que possuem. Os direitos são ativados quando um investidor adquire uma determinada porcentagem do capital da empresa emissora dos direitos, sem aprovação prévia do Conselho.

Quando os direitos são ativados, os detentores de direitos têm permissão para comprar ações da empresa emissora, ou seja, empresa-alvo, com um desconto substancial. Isso aumenta o número de ações que o adquirente deve comprar, aumentando assim o custo para a empresa adquirente.

Mais crédito deve ser usado para comprar o aumento do número de ações-alvo ou mais ações do comprador deverão ser emitidas em uma troca de ações. Neste último caso, o aumento do número de ações emitidas pelo adquirente dilui a participação acionária do atual acionista adquirente. Hoje, o flip-in é o tipo mais comumente usado.

Ainda embrionária, surge uma corrente na doutrina americana<sup>13</sup> que vislumbra a existência de uma quarta geração de *poison pills* denominada de *NOL (net operating losses)*, *poison pill* decorrente do julgamento *Selectica, Inc. v. Versata Enterprises, Inc*<sup>14</sup> em 26 de fevereiro de 2010.

Neste caso específico, em um ambiente de defesa dos ativos da empresa mas fora do contexto de uma oferta hostil, adotou-se um gatilho baseado na perda operacional líquida da empresa a ser adquirida. Este julgamento demonstrou a flexibilidade da Corte Americana em acomodar novas tecnologias de defesa em resposta a ameaças modernas, permitindo sua utilização por diretores agindo de boa fé, com informações básicas e com o auxílio de especialistas externos.

---

<sup>13</sup> Especialmente através dos estudos do Fórum de Governança Corporativa e Regulação Financeira da escola de direito de Harvard, por meio dos estudos de Mark D. Gerstein et alli.

<sup>14</sup> No. 4241-VCN, 2010 WL 703062 (Del. Ch. Feb. 26, 2010).

O que se percebe, portanto, desde sua criação até os dias atuais, é que a intenção da criação e aplicação das *poison pills* no direito norte-americano é a de preservar o direito e os interesses dos acionistas, além de proporcioná-los um maior retorno.

É fato, porém, conforme afirma Shiguematsu (2007) que o processo de aquisição se torna mais lento, com mais etapas a serem observadas, mas por outro lado, permite que os administradores da companhia analisem melhor a proposta de compra, conferindo assim aos acionistas mais tempo para entenderem o que está sendo proposto, para que possam decidir se irão ou não vender suas ações.

A dilação do prazo para análise também permite que a administração<sup>15</sup> busque elevar a proposta, se entender que o preço ofertado esteja abaixo do valor justo, buscando assim, maximizar os ganhos dos acionistas, além de buscar alternativas para a venda, mostrando aos acionistas os potenciais ganhos futuros pela manutenção das ações (SHIGUEMATSU, 2007).

Depamphilis (2003) e Shiguematsu (2007) afirmam que um dos efeitos positivos decorrentes da aplicação das *poison pills* é o de pagamentos de prêmios maiores em comparação às empresas que não tenham um mecanismo protetivo.

Neste aspecto específico, ambos citaram um estudo realizado pela *Georgeson and Company*, nos seguintes termos (SHIGUEMATSU, 2007):

No estudo divulgado em março de 1988, a *Georgeson* demonstrou que, nas empresas que possuíssem algum tipo de proteção, os prêmios pagos em processos de aquisição eram 69% maiores do que os prêmios pagos nas empresas que não possuíam qualquer tipo de proteção.

Por esse estudo, as empresas que adotaram *poison pills* receberam um prêmio 78,5% maior do que o valor das ações da

companhia seis meses antes da aquisição. Companhia sem mecanismos de proteção receberam apenas 56,7% de prêmio.

Em um segundo estudo realizado pela mesma empresa e divulgado em 1997, que tomou por base as transações realizadas entre 1992 e 1996, mostrou-se um resultado semelhante, porém com uma menor diferença entre os prêmios pagos nas duas situações. Nas companhias maiores que adotaram o *poison pill*, o prêmio pago pelas ações da companhia foram 31,25% superior ao valor das ações nos seis meses anteriores à oferta. Já nas empresa que não adotaram uma *poison pill*, o prêmio pago pelas ações da companhia foi de apenas 25,30%. Já nas empresas menores, o prêmio para aquelas que adotaram a *poison pill* foi 40,96% superior ao valor de suas ações nos seis meses antecedentes à oferta, ao passo que, nas empresas sem proteção, esse valor foi de apenas 30,56% superior.

É claro que também existem estudos contrários à adoção do mecanismo<sup>16</sup>, ao dizer que houve uma redução no valor das empresas que a adotaram, ou mesmo de que as chances de uma oferta ser transformada em aquisição é bem maior nas empresas que não tem qualquer tipo de proteção.

Porém, a corrente mais coerente, que sobressai sobre as demais, e que demonstra a efetividade do mecanismo, é a de que o uso das *poison pills* é benéfico, por trazer maior retorno aos acionistas das empresas que a adotaram<sup>17</sup>.

## DO MODELO ADOTADO PELO DIREITO BRASILEIRO

Conforme já mencionado no presente estudo, a estrutura de propriedade acionária brasileira é historicamente concentrada. A dispersão acionária ainda é uma novidade no modelo societário nacional, mas tem despertado interesse de vários profissionais do direito na medida em que novas questões jurídicas atreladas ao tema vão surgindo.

<sup>15</sup> A administração, afora os deveres de informação e lealdade, tem o dever fiduciário de buscar estudos e/ou análises para fundamentar suas decisões e subsidiar os acionistas com os prós e contras sobre as situações analisadas.

<sup>16</sup> Ryngaert (1986), Malatesta e Walking (1988), Comment e Schwert (1993 e 2000), dentre outros.

<sup>17</sup> J.P. Morgan (1995, 1997 e 2001), dentre outros.

Com as *poison pills* não foi diferente. Poucas são as criações doutrinárias que tratam detalhadamente da matéria, sem falar da falta de estudos estatísticos que demonstrem sua utilização pelas empresas nacionais, com ou sem dispersão acionária.

A questão é que *poison pills* são cláusulas inseridas no Estatuto das empresas de capital aberto disperso, com a característica de serem pactos parassociais, ou seja, acordos firmados entre a sociedade e os acionistas que aderiram ao estatuto, mas que podem dele ser retiradas pelos que não aderiram, por meio de votação em Assembléias Gerais Ordinárias ou Extraordinárias, em defesa do princípio da supremacia da vontade dos acionistas no exercício de seu direito acionário de voto, em detrimento do caráter perpetuista impingido às *poison pills* pelo controlador, ou, grupo de controle no exercício do poder sobre a companhia.

Além da *poison pill* estatutária, Carvalhosa (2009) defende a existência da *poison pill* legal, prevista no artigo 118 da Lei das Sociedades Anônimas e a contratual prevista no artigo 254-A.

Porém, com a devida vênia, nenhuma das duas hipóteses pode ser considerada uma *poison pill*. O simples fato de dificultar a aquisição do poder de controle por pessoas estranhas à sociedade não torna o remédio contratual do artigo 118 da Lei de Sociedade Anônimas uma *poison pill* estatutária, que prescinde de outras particularidades a seguir tratadas na comparação abaixo.

No caso da *poison pill* legal, que nada mais é do que um *tag along*<sup>18</sup>, em comparação à *poison pill* estatutária, apesar de ambos dispositivos tratarem da obrigatoriedade de

realização de oferta pública de aquisição de ações (OPA) quando ocorre uma compra de participação acionária significativa, a OPA legal busca garantir o tratamento da lei aos acionistas minoritários quando o controlador decide se retirar da sociedade. Já o objetivo da OPA estatutária é o de manter a dispersão acionária, resguardando a liquidez das ações em circulação e desestimulando a concentração de capital nas mãos de terceiros, além de dificultar aquisições hostis.

A *poison pill* estatutária não é aplicável em caso de alienação de controle, por se tratar de aquisição de ações detidas por um controlador definido e, portanto, excluídas do *free float*<sup>19</sup>. É certo que sua transferência para um novo controlador não afetará a dispersão ou liquidez das ações da empresa, única condição para a OPA decorrente de *poison pill* (VASCONCELLOS, 2010).

Vasconcellos (2010) ainda contempla que:

Uma operação de alienação de controle acionário ocasiona, muitas vezes, a aquisição de quantidade de ações superior à estipulada pelo estatuto para fins de realização da OPA da *poison pill*. A aplicação alternativa ou sucessiva de ambas as normas, por preços diferentes, torna-se impossível por atentar contra sua interpretação sistemática e finalística. Entre ambas as normas, prevalece necessariamente a obrigação legal da OPA proveniente de *tag along*, dada a natureza jurídica da operação, que é a alienação do controle acionário da companhia. Qualquer outra interpretação que não dê prevalência à OPA de *tag along* e seus procedimentos específicos importará em violação direta da lei e na criação de desnecessário e inadequado conflito quanto ao direito cabível. Portanto, prevalecendo o mecanismo da OPA de *tag along*, não há de se falar em preço definido por regras estatutárias de *poison pill*. Contudo, em teoria, o estatuto de uma companhia aberta

<sup>18</sup> O *tag along* é previsto na legislação brasileira (Lei das S.A., Artigo 254-A) e assegura que a alienação, direta ou indireta, do controle acionário de uma companhia somente poderá ocorrer sob a condição de que o acionista adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das demais ações ordinárias, de modo a assegurar a seus detentores o preço mínimo de 80% do valor pago pelas ações integrantes do bloco de controle. Nas regras do Mercado Novo, este percentual equivale a 100% do valor pago pelas ações integrantes do bloco de controle.

<sup>19</sup> *Free float* designa as ações que se encontram em circulação, ou seja, aquelas que estão à disposição para negociação no mercado, excluindo-se as pertencentes aos controladores e aquelas na tesouraria da companhia.

poderia conter norma relativa à imposição de uma OPA de *poison pill*, de aplicação subsidiária à OPA de *tag along*, desde que compatibilize ambas as operações, impedindo preços diversos.

Além disso, muitas companhias que possuem *poison pills* estatutárias blindam-nas também contra futuras reformas do estatuto, impondo, em tese, um modelo perene de controle gerencial, em razão das inúmeras dificuldades jurídicas e econômicas para viabilizar a saudável alternância de poder, fato hoje que vem sendo rechaçado pelo Parecer de Orientação 36/09 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Há certamente um defeito de origem na utilização das *poison pills* no direito pátrio, pois se confunde o interesse da companhia com o de um determinado grupo de acionistas que julgaram que companhia boa é companhia sem um acionista controlador sequer.

Toledo (2009) afirma que as medidas de defesa aqui adotadas, apesar de receberem o nome norte-americano, consistem basicamente na obrigatoriedade de aquisição das demais ações votantes, uma vez atingido determinado percentual.

Em complemento a tal afirmação Toledo (2009) assevera ainda que, os beneficiários das medidas são, na realidade, não os acionistas – como, idealmente, deveria ser – nem os administradores das companhias, mas sim os próprios controladores, quer se trate de controle difuso, compartilhado ou minoritário. Os acionistas, que deveriam estar no foco das preocupações com a tomada hostil de controle, serão apenas indiretamente beneficiados.

Isto mostra, portanto, que o mecanismo desestimula a concentração das ações nas mãos de poucas pessoas ou de grupos de pessoas. Elas estão, portanto, mais conectadas à manutenção da dispersão do capital e sua finalidade está muito mais ligada à manutenção dessa dispersão acionária do que com uma efetiva medida de resistência da administração (SHIGUEMATSU, 2009).

## CONCLUSÃO

Diante da análise realizada, constatou-

se – como inicialmente asseverado no título do presente estudo – que há formalmente uma discrepância na utilização da *poison pill* originalmente criada e a *poison pill* utilizada no Brasil.

As aparentes distorções, por certo, decorrem do ambiente societário verificado em cada um dos países - disperso nos Estados Unidos e concentrado no Brasil – afora a pouca maturidade na aplicação do instituto no cenário brasileiro e de sua avaliação pelos Tribunais e/ou pela Comissão de Valores Mobiliários, que tende a regulamentar o mercado, com por exemplo, uma definição clara do percentual de ações que disparariam o gatilho das *poison pills*.

Repita-se: a intenção da criação e aplicação das *poison pills* no direito norte-americano é o de preservar o direito e os interesses dos acionistas, além de proporcioná-los um maior retorno; já no direito pátrio o foco do mecanismo é o controlador, que intenciona sua continuidade na empresa, o que impede em muitos casos o arejamento, a abertura ou a rotatividade na administração da empresa.

Portanto, apesar de não ser necessário repetir o que exhaustivamente se expôs, necessário se faz mencionar que uma regulação por normas específicas sobre *poison pill* urge por ser criada.

## REFERÊNCIAS

- ANIMASHAUN, Babatunde M. *Poison Pill: Corporate Antitakeover Defensive Plan and the Directors' Responsibilities in Responding to Takeover Bids*. Southern University Law Review 18 (fall), 1991.
- CARVALHOSA, Modesto. *As Poison Pills Estatutárias na Prática Brasileira – Aspectos de sua legalidade*. in *Direito Societário - Desafios Atuais*. Quartier Latin. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 20:29.
- CARVALHOSA, Modesto. *Segurança Institucional do Mercado Brasileiro*. 4º Seminário ANBID de Direito do Mercado de Capitais Disponível em [http://www.anbid.com.br/documentos\\_download/legislacao/apresentacoes/ModestoCarvalhos\\_a\\_ultima\\_versao.pdf](http://www.anbid.com.br/documentos_download/legislacao/apresentacoes/ModestoCarvalhos_a_ultima_versao.pdf). Acesso em: 16 ago. 2010.

- COYLE, Brian. *Mergers and Acquisitions*. Chicago: Glenlake/Fitzroy Dearborn, 2000, p.59.
- Council of institutional investors – the voice of corporate governance. Disponível em <[http://www.cii.org/resources/governance\\_glossary#p](http://www.cii.org/resources/governance_glossary#p)>. Acesso em: 18 nov. 2010.
- DEPAMPHILIS, Donald. *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities: an integrated approach to process, tools, cases, and solutions*. San Diego, California: second edition, Academic Press, 2003.
- GAUGHAN, Patrick A. *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*. 4<sup>th</sup> edition, 200. New Jersey: John Wiley & Sons Inc., 2007.
- GERSTEIN, Mark D. Implications of *Selectica* for Next-Generation Poison Pills. The Harvard Law School. Chicago: 2010. Disponível em <[http://www.lw.com/upload/pubContent/\\_pdf/pub3453\\_1.pdf](http://www.lw.com/upload/pubContent/_pdf/pub3453_1.pdf)>. Acesso em: 30 nov. 2010.
- HANCOCK, William A. 2000. *Special Study for Corporate Counsel on Poison Pills*. Chesterland, Ohio: Business Laws, Inc., 2000.
- MONKS, Robert A. G.; MINOW, Nell. *Corporate Governance*. 4<sup>th</sup> edition. England: John Wiley & sons, 2008.
- REED, Stanley Foster et alli. *The art of M&A: a merger, acquisition and buyout guide*. 4<sup>th</sup> edition, McGraw Hill, 2007.
- RICKETTS, Martín J. *The economics of business enterprise: an introduction to economic organization and the Theory of the Firm*. International student edition USA: MPG Books, 2003.
- TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *Poison Pill: Modismo ou Solução?* in *Direito Societário - Desafios Atuais*. Quartier Latin. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 158:176.
- SHIGUEMATSU, Plínio José Lopes. Mecanismos de Proteção e Estratégias de Defesa em Tomadas Hostis de Controle. In *Direito Societário - Desafios Atuais*. Quartier Latin. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 390:439.
- VASCONCELLOS, João Paulo Ferraz. *A OPA é de tag along*. Revista Capital Aberto. São Paulo: Ano 7, no. 83, Julho 2010.

Artigo recebido em: 17.02.2012.

Avaliado em: 23.11.2012.

Aceito para publicação em: 23.04.2013.