

JOÃO PEDRO SCALZILLI

Doutor em Direito Comercial (USP).

Mestre em Direito Privado (UFRGS). Professor da PUC-RS. Advogado.

MERCADO DE CAPITAIS

OFERTAS HOSTIS E TÉCNICAS DE DEFESA

Editora Quartier Latin do Brasil
São Paulo, outono de 2015
quartierlatin@quartierlatin.art.br
www.quartierlatin.art.br

EDITORA QUARTIER LATIN DO BRASIL

Rua Santo Amaro, 316 Centro – São Paulo

Contato: quartierlatin@quartierlatin.art.br
www.quartierlatin.art.br

Coordenação editorial: Vinicius Vieira

Diagramação: Eduardo Nallis Villanova

Revisão gramatical: Ronaldo Santos Soares

Capa: Eduardo Nallis Villanova

**SCALZILLI, João Pedro. Mercado de Capitais, Ofertas
Hostis e Técnicas de Defesa. São Paulo: Quartier
Latin, 2015.**

ISBN 85-7674-769-3

1. Direito Empresarial. 2. Direito Societário. 3. Mercado de
Capitais. I. Título

Índices para catálogo sistemático:

1. Brasil: Direito Empresarial
2. Brasil: Direito Societário
3. Brasil: Mercado de Capitais

TODOS OS DIREITOS RESERVADOS. Proibida a reprodução total ou parcial, por qualquer meio ou processo, especialmente por sistemas gráficos, microfílmicos, fotográficos, reprográficos, fonográficos, videográficos. Vedada a memorização e/ou a recuperação total ou parcial, bem como a inclusão de qualquer parte desta obra em qualquer sistema de processamento de dados. Essas proibições aplicam-se também às características gráficas da obra e à sua editoração. A violação dos direitos autorais é punível como crime (art. 184 e parágrafos do Código Penal), com pena de prisão e multa, busca e apreensão e indenizações diversas (arts. 101 a 110 da Lei 9.610, de 19.02.1998, Lei dos Direitos Autorais).

SUMÁRIO

Agradecimentos.....	11
Apresentação por Francisco Satiro	13
Prefácio por Nelson Eizirik	15
Introdução	17

PARTE I

PODER DE CONTROLE E SUAS CONFORMAÇÕES,31

CAPÍTULO 1

ESTRUTURAÇÃO DO PODER NAS SOCIEDADES ANÔNIMAS

Introdução	35
1.1. Controle interno	39
1.1.1. Controle totalitário ou quase totalitário	39
1.1.2. Controle majoritário.....	40
1.1.3. Controle minoritário	44
1.1.4. Controle administrativo.....	46
1.1.5. Controle por meio de mecanismo legal	47
1.2. Controle externo	47

CAPÍTULO 2

INTERESSE SOCIAL

Introdução	51
2.1. Conceito de interesse social	52
2.2. Teorias que buscam explicar o interesse social.....	53
2.3. Legislação brasileira e interesse social.....	56
2.4. Nossa orientação acerca do interesse social	58
2.4.1. Argumentos em favor do shareholder-oriented model	61
2.4.1.1. Maior facilidade para monitorar o desempenho dos administradores.....	61
2.4.1.2. Dificuldade para acomodar os múltiplos interesses das classes que gravitam em torno da companhia	62
2.4.1.3. Existência de um sistema externo de proteção dos interesses das classes que gravitam em torno da companhia	62
2.4.1.4. O momento da satisfação dos interesses dos acionistas e das classes que gravitam em torno da companhia.....	63
2.4.1.5 Convergência dos interesses dos acionistas e das classes que gravitam em torno da companhia em uma perspectiva de longo prazo.....	65

CAPÍTULO 3

DEVERES FIDUCIÁRIOS DE ADMINISTRADORES E CONTROLADORES

Introdução	77
------------------	----

3.1. Da <i>fides</i> romana ao <i>trust</i> inglês: possíveis raízes e desenvolvimento dos deveres fiduciários de administradores e de controladores de S.A.....	77
3.2. Função dos deveres fiduciários dos administradores	84
3.3. Dos vários deveres atribuídos aos administradores e aos controladores.....	86
3.3.1. Dever de diligência	91
3.3.1.1. Dever de bem administrar	92
3.3.1.2. Dever de informar-se	94
3.3.1.3. Dever de fiscalizar (<i>vigiar</i>).....	96
3.3.1.4. Dever de investigar.....	97
3.3.1.5. Dever de administrar com sucesso?	97
3.3.1.5.1. A <i>business judgement rule</i>	98
3.3.2. Dever de lealdade	100
3.3.2.1. Dever de não usurpar oportunidades da companhia.....	102
3.3.2.2. Dever de aproveitar as oportunidades surgidas no curso das atividades	103
3.3.2.3. Dever de não concorrer com a companhia	104
3.3.2.4. Dever de não atuar em conflito de interesses com a companhia.....	104
3.3.3. Os deveres relacionados à informação como desdobramentos do dever de lealdade.....	106
3.3.3.1. Dever de manter reserva sobre os negócios da companhia (dever de sigilo).....	106
3.3.3.2. Dever de não divulgar informação privilegiada (dever de sigilo).....	107
3.3.3.3. Dever de não utilizar informação privilegiada (combate ao <i>insider trading</i>)	109
3.3.3.4. Dever de informar (divulgar)	110
3.3.4. Dever de obediência	112
3.4. Aplicação dos deveres fiduciários aos controladores.....	113
3.5. Responsabilidade de controladores e de administradores.....	114

PARTE II

A DISPUTA PELO CONTROLE, 117

CAPÍTULO 4

A OFERTA HOSTIL

Introdução	121
4.1. Aspectos gerais	121
4.2. Motivações para uma oferta hostil	125
4.2.1. Ganhos advindos de uma melhor administração	126
4.2.2. Ganhos de sinergia	128
4.2.3. Benefícios advindos da formação de monopólio.....	129
4.2.4. Vantagens pessoais dos administradores da ofertante	130
4.2.5. Pilhagem da companhia-alvo	131
4.2.6. Existência de <i>pechinchas</i> no mercado	133

4.2.7. Exploração propriamente dita dos acionistas da companhia-alvo.....	134
4.3. Breve abordagem econômica das tomadas hostis e de suas motivações.....	135
4.4. Pressuposto mercadológico fundamental	137
4.5. Natureza jurídica.....	138
4.6. Justificativa para a regulação pela Lei das S.A.....	139
4.7. Vantagens e desvantagens da modalidade	140
4.8. Instrumento de efetivação da oferta	142
4.8.1. Elementos obrigatórios	142
4.8.1.1. Objeto da oferta	142
4.8.1.2. Preço, meio e condições de pagamento	143
4.8.1.3. Condições	145
4.8.1.4. Forma de aceitação	146
4.8.1.5. Prazo	147
4.8.1.6. Informações sobre o ofertante e suas intenções	147
4.8.2. A vinculação aos termos da proposta e a possibilidade de modificação ou revogação.....	149
4.8.3. Garantia e intermediação	150
4.8.4. Consequências do descumprimento	151
4.9. Processamento da oferta e formação do contrato	151
4.9.1. Publicação	152
4.9.2. Aceitação	153
4.9.3. Realização e formação do contrato	154
4.9.4. O controle da CVM sobre a oferta em curso	155

CAPÍTULO 5

PAPEL DOS ADMINISTRADORES EM CONTEXTO DE OFERTA HOSTIL

Introdução	159
5.1. Papel dos administradores: a doutrina	159
5.1.1. Passividade total	159
5.1.2. Passividade moderada.....	163
5.1.3. Regulação diferenciada	165
5.1.4. O teste da intenção preponderante (o real objetivo por trás da adoção das medidas de defesa)	165
5.1.5 Business judgment rule – total discricionariedade da administração.....	165
5.2. Papel dos administradores: a jurisprudência.....	167
5.3. Papel dos administradores: a legislação	192

CAPÍTULO 6

TÉCNICAS DE DEFESA

Introdução	197
6.1. Ações sem voto (<i>non-voting stock</i>).....	198
6.2. Ações com voto limitado.....	200
6.3. Ações com voto plural (<i>voting plans</i>).....	200
6.4. Ações com vantagens políticas (privilégio para a eleição de administradores)	203

6.5. Conselho de administração escalonado (<i>staggered board of directors</i> ou <i>classified board</i>)	204
6.6. Supermaioria para deliberar sobre as reorganizações societárias (<i>supermajority provision</i> ou <i>anti-freezeout provision</i>)	206
6.7. Limite para a conversão de títulos (<i>“lobster trap”</i>).....	207
6.8. Emissão de títulos que conferem direito de subscrever ações aos seus titulares (<i>share purchase rights</i>).....	208
6.9. Emissão de ações “resgatáveis” na ocorrência de certos eventos (<i>redemption rights</i>).....	215
6.10. Bloqueio dos recursos do fundo de pensão (<i>pension parachute</i>).....	217
6.11. Emissão de títulos cujo vencimento é atrelado à alienação do controle (<i>“macaroni defense”</i> ou <i>poison put</i>)	217
6.12. Plano de compensação aos administradores (<i>“golden parachute”</i>)	219
6.13. Plano de compensação aos demais empregados (<i>tin parachute</i>).....	221
6.14. Vencimento antecipado de contratos e dívidas	221
6.15. Propaganda	222
6.16. Ameaça de demissão em massa da diretoria (<i>people pill</i>)	224
6.17. Ações judiciais	225
6.18. Contra-ataque (<i>“Pac-Man defense”</i>)	225
6.19. Oferta concorrente amigável (<i>“white knight”</i>).....	226
6.20. Acordo para a manutenção ou para a aquisição de posição acionária (<i>white squire</i>).....	227
6.21. Aquisição de ações pelos próprios administradores (<i>management buy-out</i>)..	227
6.22. Plano de recompra das próprias ações (<i>self-tender, treasure stock, top-up</i> ou <i>PRA</i>)	228
6.23. Recompra das próprias ações pela companhia-alvo das mãos do potencial atacante (<i>“greenmail”</i> ou <i>targeted repurchase</i>)	230
6.24. Acordo para a manutenção ou para a limitação de posição acionária (<i>standstill agreement</i>)	232
6.25. Aquisições defensivas (<i>“safe harbour”</i>)	233
6.26. Alienações defensivas (<i>“crown jewel defense”</i>).....	234
6.27. Emissão de ações abaixo do preço de mercado (<i>whitemail</i>).....	235
6.28. Emissão de ações para um <i>“white knight”</i> (<i>leg-up</i>)	237
6.29. Acordo de acionistas	237
6.30. Sociedade <i>holding</i>	238
6.31. Obrigação de realizar oferta pública (<i>“Brazilian poison pill”</i>)	238
6.31.1. Panorama geral.....	239
6.31.2. Terminologia	239
6.31.3. Funcionalidade	240
6.31.4. Posicionamento da CVM: uma análise econômica da questão	240
6.31.5. Abordagem jurídica	241
6.31.5.1. Licitude da <i>poison pill</i> brasileira	247
6.31.5.2. Ilicitude da “cláusula pétrea”	250
Considerações Finais	255
Bibliografia	259