

## Táticas de Defesa Contra Aquisições Hostis: O Caso Perdigão X Sadia

**Autoria:** Emerson Tizziani, José Geraldo Pereira Barbosa, Antonio Carlos Magalhães da Silva

**RESUMO**

Depois dos inúmeros escândalos de corrupção e improbidade envolvendo grandes companhias ao redor do mundo, a governança corporativa vem tomando espaço no ambiente corporativo de forma crescente, sobretudo nas companhias com ações negociadas em bolsa de valores. Os principais valores que acompanham a governança – conformidade legal, prestação responsável de contas, mais transparência e senso de justiça – também pressupõem elementos de controle, e dentre estes elementos, no ambiente externo, temos o mercado de controle corporativo ou as aquisições hostis, conhecidas mundialmente como *hostile takeovers*. Este instrumento de controle parte do princípio que companhias mal administradas ou que não estejam no mesmo nível de retorno de seus concorrentes serão, em um mercado pulverizado alvos de ações de tomada de controle hostil, os *takeovers*. Neste artigo encontraremos algumas características importantes da governança corporativa e como se desperta a atenção para a possibilidade do *takeover*. São apresentados ainda, alguns aspectos do caso mais emblemático no Brasil de uma ação deste tipo, que foi a tentativa de tomada de controle da Perdigão pela sua concorrente Sadia em 2006.

Palavras-Chave: Takeover hostil. Mercado de Controle Corporativo. Aquisição Hostil. Governança Corporativa.

**1 – INTRODUÇÃO**

Desde os anos 80, as relações entre o mundo empresarial e a sociedade vêm se modificando de forma acentuada. Cada vez mais cresce a cobrança por responsabilidade empresarial, e por fixação de objetivos organizacionais que extrapolem a simples maximização do lucro. Isso tem levado a uma situação em que as fronteiras do mundo empresarial são constantemente atravessadas por demandas oriundas das partes interessadas no negócio, tais como: proprietários e investidores, gerentes e demais colaboradores, parceiros integrados à cadeia do negócio, governo, comunidade, para citar alguns exemplos. Cada um destes grupos possui interesses distintos e legítimos em relação às empresas. Uma grande questão é a definição dos critérios para tomadas de decisão quando tais interesses forem conflitantes. Ou seja, como classificar estes interesses segundo a sua importância para a competitividade sustentável da empresa e como avaliar os gestores no desempenho de suas funções.

Cresce assim a pressão pela criação de procedimentos e mecanismos de governança corporativa que mitiguem os perigos que administrações com interesses difusos representam para a sociedade e o mercado acionário. Fraudes contábeis, conflitos éticos entre as funções de auditor e consultor, oportunismos por parte da direção, expropriações praticadas por acionistas majoritários, lutas por controle proprietário, têm levado à criação de leis e regulamentos que procuram disciplinar o comportamento do mundo corporativo. Um bom exemplo disso foi a Lei Sarbanes-Oxley, que tem como objetivo estabelecer níveis aceitáveis de governança corporativa por meio de quatro valores básicos:

- *Compliance* – conformidade legal;
- *Accountability* – prestação responsável de contas;
- *Disclousure* – mais transparência;
- *Fairness* – senso de justiça.

Nessa mesma direção, também aponta a Comissão de Valores Mobiliários, quando define a governança corporativa (CVM, 2002, p.2) como:

“O conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas.”

De fato quatro modelos dominantes de governança corporativa podem ser encontrados na literatura, de acordo com Turnbull (1997), apud Staub, Martins e Rodrigues (2002). O primeiro, denominado modelo dos *stakeholders*, define que os elementos de inter-relação da organização são mais relevantes que os próprios acionistas. O segundo, o modelo de representação (*stewardship*), aponta que o corpo diretivo é o representante dos interesses organizacionais. São eles que maximizam os benefícios corporativos e garantem o retorno de investimentos aos acionistas. O modelo político vê o investidor lutando para aumentar o seu direito de voto, no sentido de influenciar as políticas e práticas corporativas predominantes. E, finalmente, no modelo financeiro, a governança corporativa é estabelecida segundo critérios pelos quais os investidores da corporação asseguram o retorno do capital investido.

Hitt, Ireland e Hoskisson (2007, p. 303), mais confortáveis com o modelo dos *stakeholders*, destacam que:

“quatro mecanismos de governança, três internos e um externo, são usados por modernas corporações. Os três mecanismos internos são: (1) concentração de propriedade, representado pelos diferentes tipos de acionistas e seus diferentes motivos para monitorar os gerentes; (2) o conselho de administração; e (3) a forma de compensação dos executivos. Como mecanismo externo, relacionamos o mercado por controle corporativo. Essencialmente, esse mecanismo é formado pelo conjunto de potenciais compradores que, após comprarem empresas subavaliadas, removem de sua direção equipes ineficientes de executivos, com a finalidade de alcançarem retornos acima da média para o investimento realizado.

Dentre os controles existentes, os que se originam pelo mercado de capitais através das aquisições ou *takeovers* hostis, ou ainda mercado por controle corporativo, como salientam Andrade e Rossetti (2006), dá seus primeiros passos no Brasil. A oferta hostil realizada em 2006 pela Sadia em relação a Perdigão pode ser encarada como uma das primeiras tentativas de *takeover* hostil no País.

Wood Júnior, Vasconcelos e Caldas (2004), após analisarem os resultados de uma pesquisa sobre 54 casos de fusões e aquisições, verificaram que a quarta e a quinta razão mais citada para aquisições foram, respectivamente, a influência dos acionistas, parceiros governamentais ou de negócios, e motivos políticos dentro da organização (interesses pessoais de executivos). Na visão dos autores, isso indica que muitos desses movimentos de fusões e aquisições podem ser explicados não apenas por razões práticas e objetivas, mas também por interesses de *stakeholders*.

## 2 – REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 – Controle Proprietário

Segundo Siffert (1998), “a estrutura de propriedade varia entre os países em consequência de vários fatores, como regime político, sistema legal, estrutura do mercado de capitais, experiência histórica de industrialização, condições geográficas e cultura”.

Existem dois modelos clássicos de estruturas de governança: o anglo-saxão, que prevalece nos Estados Unidos e no Reino Unido, e o nipo-germânico, que predomina no

Japão, na Alemanha e na maioria dos países da Europa. Conforme afirmam Freeman e Soete (1997), em países de origem anglo-saxônica, prevalece um sistema financeiro que é orientado para o mercado, onde os fundos de investimento são alocados através de um mercado de capitais desenvolvido (competição perfeita) e pouco influenciado pelo governo. Este sistema é marcado por um grande número de intermediários financeiros especializados e os preços são determinados principalmente por forças de mercado. Neste sistema os relacionamentos entre agentes financiados e financiadores são fracos em virtude de sua natureza anônima, da volatilidade do mercado de ações e pelo fato de que os investimentos em empresas se decidem mais a partir da análise da trajetória da empresa do que em seus próprios empreendimentos.

Siffert (1998) destaca que no modelo anglo-saxão, as participações acionárias são pulverizadas e bolsas de valores desenvolvidas garantem a liquidez dessas participações, diminuindo desta forma o risco dos acionistas. O mercado, através da variação no preço das ações, sinaliza a aprovação ou não das administrações por parte dos investidores, não havendo a necessidade de um monitoramento direto. Este sistema exige um elevado nível de transparência e uma divulgação periódica de informações, impondo, ainda, controles rígidos sobre o uso de informações privilegiadas através de agências de controle, como a Securities and Exchange Commission (SEC) nos Estados Unidos e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) no Brasil. Observamos aqui, a necessidade de um elevado desenvolvimento das boas práticas de governança corporativa.

No modelo nipo-germânico, a propriedade é mais concentrada e muitas participações acionárias são de longo prazo. Nesse sistema em que a liquidez não é priorizada, os acionistas reduzem o seu risco, colhendo as informações necessárias às suas decisões junto às administrações (Mattedi, 2006).

Evidências são apresentadas por La Porta et al. (1999) de que, em 27 países desenvolvidos, se observa uma grande concentração do controle e da propriedade das empresas, seja na mão do Estado, seja na mão de famílias, ao invés do que Berle e Means (1932) propõem com a propriedade difusa. La porta et al. (1998) apontam uma correlação negativa entre concentração de propriedade e qualidade de proteção legal os investidores minoritários em determinado país. Observa-se que em países cuja lei não protege adequadamente os investidores, eles devem ter grandes participações para exercerem o efetivo monitoramento dos gerentes e administradores da companhia. O Brasil pertence à tradição do direito francês, o que segundo La Porta et al. (1998), oferece a menor proteção legal aos investidores, logo, é de se esperar uma alta concentração de capital nas empresas, principalmente no que se refere a capital votante.

Estudos realizados por Siffert (1998) e Lethbridge (1997), reforçam a afirmação de que no Brasil, a propriedade é extremamente concentrada e marcada pelo controle e administração exclusivamente familiar, bem como, pelo controle acionário estático e altamente definido. Lopes (1975) ilustra com bastante ênfase tais traços quando afirma que qualquer grupo acionário familiar e coeso se prende à sua companhia, guardando ciumentamente em suas mãos o seu controle, não como investimento a ser realizado, mas como sua unidade de produção, que deve por isso ser cuidadosamente preservada e protegida contra incursões de grupos estranhos, embora também permitindo a entrada de capitais alheios, contanto que fragmentados entre pequenos investidores em número suficientemente grande, e diversificados em áreas de tal sorte extensas, que se torne impossível, por sua aglutinação, se constituir em perigo para a livre e imperturbada propriedade da sua companhia.

Entretanto, decorrente da consolidação da cultura de respeito ao investidor, alavancada principalmente por meio de esforços de entidades reguladoras como a CVM, bolsas de valores

e demais participantes do mercado de capitais, para a conscientização da importância dos princípios de governança corporativa, começa a ganhar força o movimento de pulverização do controle de companhias brasileiras. Atualmente, importantes companhias abertas têm seu capital pulverizado (*free-float* ou quantidade de ações negociadas em bolsa de valores, superior a 50%). Integram a lista: Embraer, fabricante de aviões, American Banknote, do setor gráfico, BrasilAgro, de mercado imobiliário agrícola, Dasa, de diagnósticos clínicos, Datasul, de informática, Eternit, de material construção, Gafisa, de desenvolvimento imobiliário, Lojas Renner, de varejo, Lupatech, de produtos mecânicos, Perdigão, indústria de alimentos, Rossi Residencial, do setor imobiliário e construção, Submarino, de varejo on-line, e a Totvs, de softwares. A Eternit e a Renner, no entanto, são as únicas com o capital quase 100% pulverizado, ou seja, quase todas as ações estão no mercado.

Vale citar que com capital pulverizado e base acionária dispersa no mercado de capitais, e sem a presença de controlador definido, fenômeno comum no mercado americano, o efetivo controle está nas mãos dos administradores, apartando-se a propriedade acionária do controle. Com mais da metade de suas ações no mercado, tem-se uma situação que permite a troca do controle acionário sem a concordância da administração eleita (ou de quem a elegeu), caracterizando as já denominadas tomadas de controle hostis ou *takeovers* hostis. Esta tomada hostil do controle não significa, por si só, algo positivo ou negativo para a companhia.

Este novo cenário traz à tona preocupações com os *takeovers* hostis que, em alguns casos, podem não atender aos melhores interesses da sociedade e dos acionistas. Surge assim a preocupação com a adoção de mecanismos de defesa contra *takeovers* hostis, que podem assumir as mais diversas configurações. As estratégias de defesa podem ser planejadas tanto em antecipação a uma potencial tentativa de aquisição, como em resposta a uma oferta de aquisição já anunciada. Empresas estrangeiras com capital pulverizado têm se antecipado em adotar preventivamente um arsenal de mecanismos de defesa que desestimulem tentativas de aquisição.

## 2.2 – O Mercado por Controle Corporativo – *Takeovers* ou Aquisições Hostis

O mercado por controle corporativo ou *takeover* hostil tornou-se mais conhecido nos anos 80, quando investidores começaram a adquirir, através do mercado de controle corporativo, companhias com o objetivo de vendê-las parte a parte. Foi uma estratégia utilizada para adquirir companhias com um baixo valor de mercado percebido pelos investidores e vender, separadamente, suas unidades de negócio ou ativos ainda existentes. Mais recentemente, o mercado americano foi testemunha de uma nova categoria de mercado por controle corporativo, o chamado *takeover* estratégico. O objetivo destas aquisições é o de maximizar o retorno para os acionistas, não pela venda dos ativos existentes ou unidades de negócio, mas sim, emagrecendo-a, vendendo unidades de negócio e descontinuando produtos não lucrativos, revitalizando programas de marketing e utilizando táticas que, supostamente, melhorariam a gestão da companhia sob o controle do adquirente.

O processo de *takeover* hostil ocorre quando uma companhia ou investidor com interesse em adquirir outra companhia faz uma oferta, não solicitada pela companhia alvo, de uma parte ou de todas as ações em circulação a um preço declarado. Ocorre o sucesso no *takeover* quando o adquirente obtém mais de 50% das ações com direito a voto, assumindo assim o controle efetivo da companhia. (ANDRADE e ROSSETTI, 2006)

O termo *takeover* hostil refere-se ainda a situação na qual uma companhia tenta adquirir outra companhia sem a aprovação do Conselho de Administração ou da Diretoria da companhia alvo. Normalmente ocorre apenas com companhias abertas negociadas em bolsa de valores, e requer que o adquirente compre as ações que lhe darão o controle de fontes distintas da Diretoria. O efeito colateral direto deste controle para o adquirente é que ele passa

a ter representação majoritária no Conselho de Administração e com isso pode substituir a diretoria Executiva que, *a priori*, não tem apresentado resultados compatíveis com o potencial do setor.

De acordo com Hitt, Ireland e Hoskisson (2001, 319), o mercado por controle corporativo é um mecanismo externo de governança que se torna ativo quando os mecanismos internos de governança fracassam. Tal mercado é visto, freqüentemente, como “uma corte de última instância”. Para Becht, Bolton e Röell (2002) este mecanismo pode ser considerado como “uma das mais radicais e espetaculares forças de controle”, pois disciplina e substitui administradores ineficazes ou que estejam contrariando os interesses dos acionistas.

Tabela 1 – Número de *takeovers* por países e regiões, nos anos 90.

Anos	Efetivamente praticados					
	Austrália	Canadá	Estados Unidos	União Européia	Outros Países	Total
1990	69	193	834	597	188	1.881
1991	107	269	790	817	363	2.346
1992	46	194	746	824	296	2.106
1993	100	215	789	803	456	2.363
1994	124	224	1.015	816	614	2.793
1995	162	296	1.106	806	753	3.123
1996	142	277	1.115	676	745	2.955
1997	107	258	1.150	574	726	2.815
1998	103	231	1.203	653	893	3.083
1999	100	289	1.236	801	1.180	3.606
Anunciados e contestados						
1990	2	-	12	24	5	43
1991	8	1	7	34	2	52
1992	10	2	7	20	4	43
1993	10	1	11	15	5	42
1994	8	11	33	11	4	67
1995	18	19	59	22	7	125
1996	22	8	45	20	11	106
1997	12	17	27	23	5	84
1998	12	14	19	14	5	64
1999	15	6	19	42	6	88

**Fonte:** TFSD – Thomson Financial Services Data. In: BECHT, M.; BOLTON, P.; RÖELL, A. Corporate governance and control. National Bureau of Economics Research. *NBER Working Paper Series*, nº 9371. Cambridge, MA, Dec. 2002.

O *takeover* hostil somente tem lugar com relação a companhias abertas com substancial grau de pulverização de seu capital, por meio de ações livremente negociadas em bolsa, dado que o conceito de aquisição hostil requer, ou ainda, pressupõe a possibilidade do ofertante atravessar o Conselho de Administração da companhia alvo, ou seja, agir independentemente de sua influência, e poder adquirir as ações por outros meios. Em outras palavras, a estratégia de *takeover* hostil somente é considerada viável para casos de companhias alvo cujas ações de capital possuam grande liquidez no mercado.

Há que se refletir também que, sejam amigáveis ou hostis, os processos de aquisição percorrem quatro fases: intenção (determinação do motivo) da aquisição, *due diligence*, negociação propriamente dita e integração. Em relação à integração, talvez a fase mais importante para o êxito da aquisição, ela envolve, freqüentemente, o encontro de ambientes culturais diferentes (adquirente e adquirido), e, por isso mesmo, implica em menor ou maior grau, em 3 tipos de aculturação: a assimilação (da cultura dominada pela cultura dominante), a mescla (entre as duas culturas, resultando em uma terceira cultura) e a pluralidade (convivência de duas culturas). Em particular, a assimilação envolve grandes mudanças em procedimentos, sistemas e imposição de novos valores à empresa adquirida. Às dificuldades inerentes a cada fase, são sobrepostos na quarta fase, principalmente, os problemas decorrentes da presença de hostilidade na aquisição (TANURE e CANÇADO, 2005).

Considerando a ameaça declarada de mudanças radicais nas empresas através do *takeover* hostil, como é o caso da assimilação acima descrita, muitos gestores começariam a agir com cautela e prudência na relação com os acionistas e demais *stakeholders*, e com competência na geração de riqueza para os proprietários, pois a possibilidade de *takeover* estaria presente para a realização dos ajustes de mercado. Este mecanismo agiria como uma força invisível e ameaçadora contra a ineficiência e desleixo de alguns administradores.

### 2.3 – Táticas de defesa contra *takeovers* hostis

Entretanto, a toda ação corresponde uma reação, e o caso dos *takeovers* hostis, não poderia ser diferente. O poder do *takeover* hostil, como força externa de controle, pode ser enfraquecido quando enfrentado através das **táticas de defesa contra aquisições hostis**, comumente conhecidas como *poison pills* e *shark repellent* ou pílulas de veneno e repelente de tubarões, respectivamente. Existe um grande número de táticas de defesa que se colocam a serviço dos administradores e gestores das companhias possivelmente alvos. Normalmente estas táticas servem muito mais aos interesses dos gestores (na defesa de suas posições) do que dos acionistas, gerando inclusive custos adicionais para a companhia passível de ser alvo de uma aquisição hostil. A seguir são listadas algumas das táticas de defesa mais conhecidas:

- *Golden Parachute* - É uma tática bastante popular entre as companhias norte-americanas, está baseada na celebração de contratos com seus principais executivos atribuindo a faculdade de tais executivos rescindirem seus contratos e receberem multas rescisórias excessivamente altas em caso de mudança de controle. A adoção desse mecanismo pode criar o incentivo perverso para que os administradores prossigam com a aquisição mesmo quando ela não for no melhor interesse dos acionistas, tendo como objetivo receber as multas rescisórias (especialmente se tais executivos estiverem em estágio próximo à aposentadoria). Uma variação desse mecanismo é o “*tin parachute*”, que abrange um grupo muito maior de empregados, com valores individuais reduzidos.
- *Back-End Plan* - Esta tática de defesa permite com que certos acionistas (diferentes do ofertante da aquisição hostil) possam trocar suas ações existentes por um pacote de ações, com características especiais e necessárias ao controle,

forçando, desta forma, a companhia adquirente a comprar dos acionistas estas ações a um preço estabelecido pela administração da companhia alvo.

- *Crown Jewel* - A *Crown Jewel* ou jóia da coroa refere-se a uma unidade de negócio lucrativa ou valiosa dentro da companhia. A defesa é uma estratégia contra *takeover* hostil na qual a companhia alvo vende todos os ativos valiosos a uma empresa parceira, geralmente com a intenção de readquiri-los no futuro quando o receio da aquisição hostil estiver afastado. A companhia alvo pode ainda realizar um *spin off* de todos estes ativos para uma nova companhia independente. A consequência direta é que a companhia alvo perde atratividade para a companhia adquirente.
- *Goodbye Kiss e Greenmail* – O *goodbye kiss* é uma estratégia de recompra das ações da empresa alvo que estão de posse da empresa adquirente, com um prêmio substancial, desmotivando, desta forma, a estratégia de *takeover* através do lucro imediato que a empresa adquirente pode auferir. O *greenmail*, a semelhança do *goodbye kiss*, consiste na recompra com prêmio, pela companhia-alvo, das ações detidas por determinados acionistas (não necessariamente da companhia adquirente) de forma a eliminar a ameaça *takeover* hostil. Essa prática é bastante criticada por representar o uso indevido de recursos da companhia. O *greenmail* é proibido por lei em alguns Estados norte-americanos, desestimulado por meio da legislação tributária ou então simplesmente vedado por disposição estatutária.
- *Staggered Board of Directors* - Nessa estrutura, divide-se o Conselho de Administração em até três classes com mandados diferenciados, de forma que os acionistas somente possam substituir um terço dos conselheiros em cada assembléia anual. Dessa maneira, caso algum ofertante venha adquirir ações que lhe assegure o direito de eleger a maioria dos administradores, ele deverá aguardar duas assembléias anuais para assumir a gestão da companhia. Também são adotados dispositivos que atribuem ao Conselho de Administração competência exclusiva para indicar conselheiros substitutos, alterar a composição ou número de membros do conselho ou a extinção das classes diferenciadas, para que os acionistas não possam simplesmente alterar o estatuto social e eliminar tal mecanismo de defesa.
- *People pill* – É uma estratégia que consiste na demissão em bloco dos principais executivos e gerentes da companhia alvo em caso de *takeover* hostil. Deixando desta forma a companhia alvo sem as lideranças essenciais a sua continuidade. Esta tática não possui efeito quando o motivo do *takeover* é a má gestão.
- *Safe Harbor* – Consiste na estratégia em que a empresa alvo adquire negócios com problemas, tornando o preço de sua própria aquisição maior, inviabilizando desta forma o *takeover* hostil, por torná-lo não atrativo economicamente.
- *White Knight* – Ocorre nos casos onde o *takeover* é inevitável. A empresa alvo negocia um *takeover* amigável com uma empresa parceira, através de uma compra substancial das ações da empresa alvo. Desta forma, a empresa adquirente que iniciou o *takeover* hostil acaba desistindo de sua estratégia de controle.

- *Share Purchase Rights Plan* ou *Flip-In* – Opções de compra de ações com desconto.

Estes mecanismos podem ou não ser entendidos como éticos ou legais dependendo do sistema legal e cultural do país em que a companhia alvo se encontra. Schafstein (1988), após uma análise destes mecanismos, sugeriu que eles também podem contrariar os interesses dos acionistas e devem desta forma ser removidos. As conclusões deste trabalho forneceram relevantes justificativas para intervenções regulatórias que admitam, em casos especiais, o emprego de alguns destes mecanismos protetores. Hessel (2006) pondera, entretanto, que há evidências contraditórias sobre os benefícios de muitas das aquisições hostis ocorridas no mundo: “episódios mais recentes vêm mostrando que a ausência de *poison pills* pode, sim, ser perigosa. Isto porque, na prática, nem sempre as tomadas hostis de controle têm como alvo companhias com ações desvalorizadas, maus gestores e desempenhos ruim. Na Europa, algumas iniciativas de aquisição hostil têm sido desencadeadas por estratégias de consolidação de grupos empresariais e de setores. A disparada de ofertas hostis no mercado europeu – que só no primeiro trimestre de 2006 havia mais da metade do valor verificado em 2005 – levou a uma reversão no comportamento dos órgãos reguladores, que agora caminham no sentido proposto pela diretoria da Comunidade Européia e já passam a permitir a adoção das *poison pills*”.

Tabela 2 – Principais defesas contra *takeovers* hostis nos Estados Unidos

Tática de defesa	% observado em relação aos <i>takeovers</i> praticados e contestados em 1999
Pára-quedas de ouro	64,9
Exigência de notificação prévia	61,4
Limitações ao direito de convocação de assembléia especial	36,7
Definição de preço justo	24,8
Exigência de supermaioria para aprovação	15,3
Dupla classe de ações	11,5
Votação confidencial	10,2
Medidas para evitar negociação de grandes blocos de ações	4,1
Direito de voto diferenciado	1,6

**Fonte:** ROSEBAUM, Virgínia. Corporate takeover defenses. Washington: Investor Responsibility Research center, 2000.

Entre as inúmeras formas de proteção contra um *takeover* hostil, o *share purchase rights plan (flip-in)* se tornou a *poison pill* mais popular entre as empresas norte-americanas: 260 das 500 empresas que integram o índice Standard & Poor's 500 adotam tal mecanismo. Segundo Simplício (2007), basicamente, este mecanismo envolve a emissão de bônus de subscrição que acompanham as ações ordinárias e garantem aos acionistas (exceto o ofertante) o direito de adquirir ações a um preço substancialmente inferior ao seu valor de mercado, caso qualquer adquirente acumule ações em um determinado percentual (tipicamente de 10% a 20%). Como consequência, tal adquirente sofre uma diluição econômica que torna a aquisição inviável, a menos que o conselho de administração concorde com os termos da oferta de compra e resgate o *share purchase rights*. O mecanismo obriga



potenciais adquirentes a negociar com o conselho de administração antes de se dirigirem aos acionistas, com o intuito de melhorar o preço e as condições ofertadas.

No Brasil, a interpretação conjunta dos artigos 122 e 75 da Lei 6.404/76 torna claro que a instituição de *poison pill* como o *share purchase rights* somente pode ser instituído, e retirado, pelos próprios acionistas. De fato, o artigo 122 estabelece que compete privativamente à assembléia geral reformar o estatuto social, ao passo que o artigo 75 preceitua que a emissão de bônus de subscrição pode se dar dentro do limite de aumento de capital autorizado no estatuto. Ou seja, ainda que se outorgue ao Conselho de Administração o poder de emitir bônus de subscrição, a criação do capital autorizado depende de aprovação em assembléia de acionistas. Nesse sentido, o mecanismo acaba por assumir outra característica, que é a de se atribuir um prêmio a ser pago pelas ações a serem adquiridas por meio de uma oferta hostil.

Cabe ressaltar, tal mecanismo não é capaz de impedir a implementação do *takeover* hostil, mas ao menos garante o pagamento de um melhor preço por ação aos acionistas da companhia. Ao mesmo tempo, cria-se uma situação em que o adquirente-ofertante venha a ser obrigado, caso não queira pagar o preço, a negociar com os acionistas da companhia a remoção da *poison pill*, os quais, nem sempre estão necessariamente habilitados para saber avaliar se a oferta é interessante, justa e/ou adequada para a sociedade e os próprios acionistas. Tal obrigação, em tese, caberia aos administradores da companhia, os quais, diante do dever de lealdade, têm a obrigação de manter os acionistas informados sobre a companhia, para que melhor possam exercer seu direito de voto. Não há, no entanto, nenhuma legislação ou regulamentação instituindo as obrigações da administração da companhia no sentido de informar e orientar seus acionistas sobre o melhor caminho a adotar diante de uma oferta hostil.

#### 2.4 – O Conselho de Administração

Silveira et al. (2003), afirma: “o Conselho de Administração é um dos principais mecanismos de alinhamento de interesses entre acionistas e gestores no sistema de governança corporativa de uma determinada companhia. Além do Conselho de Administração, mecanismos internos como o sistema de remuneração de gestores e a posse de ações por parte dos executivos, e mecanismos externos como a obrigatoriedade da divulgação de informações periódicas sobre a companhia, a presença de um mercado de aquisição hostil e a existência de um mercado de trabalho competitivo também são elementos importantes para a redução dos custos de agência resultantes de tomadas de decisão não maximizadoras da riqueza dos acionistas por parte dos executivos”.

Uma das principais vantagens em atribuir ao Conselho de Administração o poder de recusar uma oferta de *takeover* é o fato de que os conselheiros em geral têm melhores condições de avaliar a proposta. Em primeiro lugar, eles têm acesso ao conjunto completo de informações sobre a companhia (inclusive informações confidenciais) para melhor definir o valor intrínseco das ações, ao passo que os acionistas somente têm acesso às informações disponíveis ao público em geral. Além disso, os administradores agem (ou deveriam agir) no exclusivo interesse da companhia, enquanto os acionistas podem ter interesses imediatistas e buscar valor no curto prazo (Silveira et. al, 2003).

Isto obrigaria a companhia adquirente a negociar com os conselheiros da companhia alvo para que eles removam a *poison pill* (tática de defesa contra aquisições hostis) quando chegarem a um entendimento sobre preço e condições adequados. No entanto, percebemos aqui um nítido conflito de interesses. Os administradores podem decidir manter a *poison pill* mesmo quando a oferta for vantajosa para os acionistas, com o intuito de se perpetuarem em seus cargos e não serem substituídos pela nova administração do adquirente. Da mesma

forma, os diretores podem negociar o recebimento de benefícios pessoais, tais como *stock option plans* ou multas compensatórias pela rescisão dos seus contratos de trabalho (os chamados *golden parachutes*), como condição para que eles aprove a transação. Ou ainda, os administradores podem tentar conciliar os interesses de outros *stakeholders*, tais como credores, fornecedores, parceiros comerciais e empregados.

Silveira et al. (2003), destaca que no contexto norte-americano, ao decidir sobre a remoção da *poison pill* para permitir um *takeover* hostil, o Conselho de Administração deve observar seu dever de fidúcia e lealdade, colocando os interesses da companhia e dos acionistas à frente de seus próprios interesses. A Suprema Corte de Delaware reconheceu que o Conselho de Administração não pode arbitrariamente se recusar a remover a *poison pill* e rejeitar uma oferta de aquisição hostil sem motivo justificado. Em geral, este Conselho pode manter a *poison pill* e recusar a proposta de aquisição, desde que tenha agido em boa-fé, de forma plenamente informada e desinteressada e: (i) tenha motivos suficientes para acreditar na existência de uma ameaça à companhia ou aos acionistas, tal como valor inadequado, existência de negócio mais atrativo, ignorância dos acionistas com relação ao valor intrínseco da ação ou perigo grave à continuidade da empresa (quando, por exemplo, o ofertante pretende desmembrá-la, retirá-la de operação e vender seus ativos); e (ii) a resposta da administração seja razoável à ameaça percebida (*reasonable to the threat posed*), não podendo ser coercitiva ou preclusiva, ou seja, não pode tornar a realização de oferta de aquisição “matematicamente impossível” ou “realisticamente inalcançável” por meio de uma disputa de votos (*proxy fight*).

### 3 – METODOLOGIA

A pesquisa teve como objetivo explicar a tentativa de aquisição hostil (*takeover*) da empresa Perdigão pela empresa Sadia em 2006, apresentando razões para sua ocorrência e analisando os motivos que culminaram no fracasso da tentativa. De acordo com Vergara (2004, 45), “a investigação explicativa tem como principal objetivo tornar algo inteligível, justificar-lhe os motivos. Visa, portanto, esclarecer quais fatores contribuem, de alguma forma, para a ocorrência de determinado fenômeno”.

A pesquisa também é bibliográfica, de acordo com a autora acima referenciada, porque os dados da pesquisa foram coletados em livros, periódicos, revistas especializadas, páginas de internet, matérias jornalísticas, disponibilizados ao público em geral. É importante frisar que por se tratarem de duas empresas de capital aberto, a CVM, através da Lei 6.404/76, obriga as mesmas a tornarem público qualquer fato relevante para o mercado.

### 4 – O CASO SADIA X PERDIGÃO

O Brasil começa a dar os primeiros passos em uma nova etapa do mercado de Fusões e Aquisições (M&A), inaugurada pela Sadia, em sua recente tentativa (16 de julho de 2006) de aquisição da Perdigão. Em linhas gerais, configura-se uma aquisição hostil (ou tentativa) quando uma companhia lança oferta na tentativa de adquirir uma outra companhia independentemente do fato da administração da companhia alvo ter interesse ou não.

Os mecanismos de defesa, previstos nos estatutos sociais das empresas, ainda não foram submetidos à apreciação pelo Poder Judiciário ou por tribunais arbitrais. Em outras palavras, ainda não foram “testados”. A oferta da Sadia para aquisição da Perdigão, em 2006, representou a primeira oferta hostil pelo controle de uma empresa no Brasil, e poderia ter se constituído em um importante precedente para a elucidação de uma série de questões (inclusive sobre a validade de algumas das medidas defensivas), caso tivesse sido concluída.

Fala-se que ainda engatinhamos nessa nova etapa pelo fato de o Brasil não possuir um mercado de capitais desenvolvido como se verifica no exterior. De fato, o exemplo que mais se assemelha ao americano, é o das Lojas Renner, cujo maior acionista possui 5,6% das ações, o que indica um elevado grau de pulverização de suas ações. A regra, no entanto, é a da concentração de ações, seja em um acionista, seja em bloco, como no caso da própria Perdigão, que possui um bloco de controle detentor de mais de 51% das ações da companhia, bloco este que inclui a Previ (fundo de pensão dos funcionários do Banco do Brasil), detentora de 15% do total de ações da Perdigão.

Entre Lojas Renner, Embraer, Perdigão e Submarino, companhias brasileiras com controle pulverizado, a fabricante de aviões é a mais protegida contra ofertas hostis, como a que a Sadia fez pela Perdigão em 16 de junho de 2006. No caso da Perdigão, o preço ofertado de R\$ 3,72 bilhões superava em cerca de 20% o valor de mercado da empresa na sexta-feira (14/07/2006) anterior a oferta. Exatamente por causa do preço, os acionistas da Perdigão disseram que rejeitariam a oferta da concorrente. Essa diferença de valores se deve às cláusulas de proteção previstas nos estatutos sociais das companhias. Na Perdigão, o acionista que fizer uma oferta pública de aquisição de ações (OPA) deve pagar, no mínimo, um prêmio de 35% acima da média da cotação dos 30 dias anteriores ao negócio. Esse ágio, como já observamos, é um dos instrumentos de *poison pill*. Na Embraer, o preço por ação numa OPA deve ser de, no mínimo, 50% acima do pico de cotação da ação da companhia nos 12 meses anteriores à oferta, o que faz subir o preço mínimo. Se o estatuto de Perdigão fosse rígido como o da Embraer, a Sadia deveria ter oferecido R\$ 48,50 por ação da concorrente, ante os R\$ 27,88 ofertados. No total, o valor pago para assumir a Perdigão teria de subir de R\$ 3,72 bilhões para R\$ 6,49 bilhões. A ocorrência da primeira oferta hostil no Brasil deve fazer os acionistas de companhias de controle pulverizado, ou aquelas que estão planejando ter um controle difuso, redobrar a atenção em relação as táticas de defesa que querem impor a uma compra da companhia.

Ainda é cedo para uma resposta definitiva, até porque a transação não foi concluída. A Sadia desistiu da compra depois que mais de 50% dos acionistas da Perdigão recusaram por duas vezes as propostas. A segunda, ampliava de R\$ 27,88 para R\$ 29,00 o valor pago por ação.

A tendência que surge mais forte é de empresas com capital pulverizado em bolsa. E são justamente elas as mais suscetíveis de serem alvo de ofertas e conseqüentemente, *takeovers* hostis. Essas companhias compõem o Novo Mercado, segmento especial da bolsa, composto por 90 empresas (dez. 2007), com capital formado apenas por ações ordinárias – com direito a voto – e que adotam mais práticas de governança corporativa que as exigidas em legislação. Uma das condições para ingressar no segmento é ter pelo menos 25% do capital em ações no mercado (*free-float*). Mas para uma companhia interessada em comprar sua concorrente, só vale a pena fazer uma oferta hostil se o *free-float* for superior a 50%, como no caso da Perdigão, que era, a época, de 52,50%. Os acionistas de empresas listadas no Novo Mercado também têm garantidas as mesmas condições obtidas pela direção quando o controle da companhia é vendido (*tag along*).

Para a Perdigão, o efeito da proposta da Sadia foi positivo, servindo como uma espécie de vitrine. Investidores externos olharam para a brasileira com mais interesse e o seu valor de mercado teve uma valorização de 20%, saindo dos R\$ 2,890 bilhões para R\$ 3,481 bilhões. Na semana anterior à oferta, entre 10 e 14 de julho, a cotação média das ações PRGA3 foi de R\$ 21,58. Na segunda-feira (17/07/2006), após a oferta, o preço do papel estava em R\$ 26,68. Nos EUA, acredita-se que esse tipo de valorização é decorrente dos mecanismos de *poison pill*, que podem ter conseqüências positivas ou negativas para os acionistas – eles podem ver sua rentabilidade crescer com a valorização dos papéis, como ocorreu com a Perdigão, ou não

ter seus interesses atendidos porque as estratégias de *poison pill* também podem proteger administradores ineficientes e por isso são vistas com desconfiança pelos defensores das boas práticas de governança corporativa.

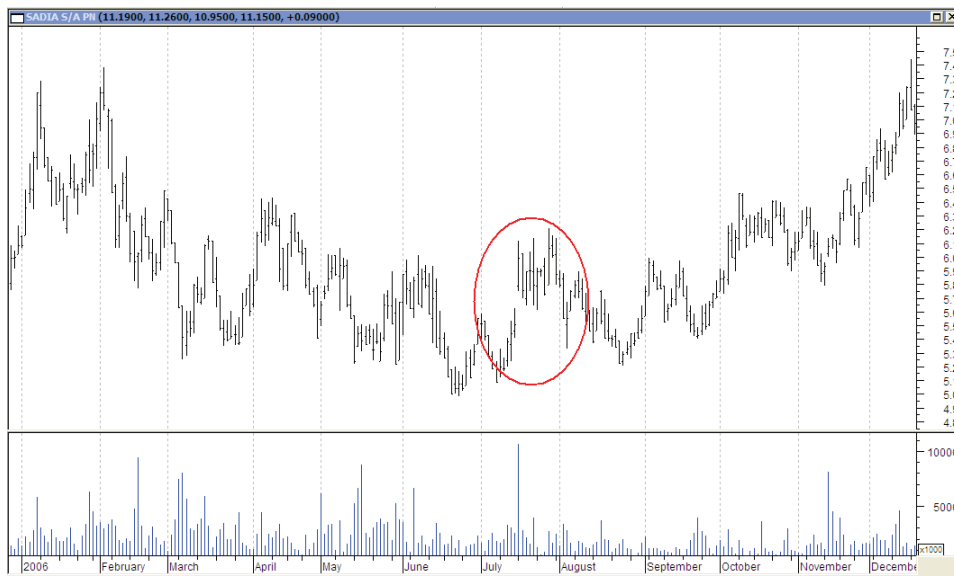
Os advogados da Perdigão acreditavam que a Sadia teria que fazer duas ofertas, uma pelo controle e uma seguinte, de prêmio aos minoritários, como prevê a Lei das S.A. em seu artigo 261. Os advogados da Sadia, entretanto, estruturaram uma operação que oferecia R\$ 27,88 por ação até 100% das ações, ou seja, a oferta era para todos, já que na teoria, todos são minoritários. A empresa fez uma nova oferta de R\$ 29,00 (apenas 4% superior a primeira oferta) – e aqui outro ponto da legislação já em vigor foi questionado. A Lei das S.A. exige que a segunda oferta seja pelo menos 5% maior do que a primeira. Avalia-se que o aparato legal existente no Brasil é suficiente para disciplinar as ofertas, mesmo as hostis, já que todas têm lastro no mesmo instrumento – a Instrução da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) nº 361, de 2002. Em relação à lei atual, pelos casos que se apresentaram até o momento, consideram-se os artigos 254-A e 257 – respectivamente sobre a extensão da oferta aos minoritários e sobre a oferta para tomada de controle – suficientes para regular estes tipos de operações.

Figura 1 – Cotação das ações da Perdigão após o anúncio da oferta hostil da Sadia.



Fonte: Cotações fornecidas pela Bovespa. Elaboração própria.

Figura 2 – Cotação das ações da Sadia após o anúncio da oferta hostil para aquisição da Perdigão.



Fonte: Cotações fornecidas pela Bovespa. Elaboração própria.

## 5 – CONSIDERAÇÕES FINAIS

O mundo corporativo vem passando, nos últimos anos, por transformações substanciais no que tange a governança das companhias. Hoje governança corporativa, fusões, aquisições (hostis ou não), sinergias, coligações, direitos dos acionistas minoritários, entre outros, fazem parte do dia-a-dia das finanças corporativas e são temas que merecem especial atenção quando tratamos dos *takeovers* hostis.

A pulverização do controle das companhias tem sido uma tendência observada no decorrer dos últimos anos. Só para termos uma idéia do que isto representa no Brasil, em jul. 2006 quando ocorreu a oferta hostil da Sadia para tentativa de aquisição da Perdigão, apenas 33 empresas faziam parte do Novo Mercado da Bovespa, hoje, dez. 2007, são 90 empresas. Esta pulverização crescente faz com que ações de *takeover* tornem-se cada vez mais comum no Brasil, como são ao redor do mundo, onde as condições de tomada hostil de controle são mais propícias. É bom frisar que o *takeover* pode ser bom como forma de controle externo de administrações não eficientes, mas também, sua ameaça, pode tornar canibalizantes, as ações de defesa para companhias supostamente alvos.

O caso Sadia x Perdigão, abre uma nova fase do mercado acionário brasileiro, mostrando ao acionista minoritário, e até mesmo ao grupo controlador, que ações deste tipo, antes improváveis no Brasil, podem e irão ocorrer com mais frequência, acompanhando a pulverização de controle em curso no país.

Infelizmente ainda não tivemos um caso recente e expressivo no Brasil de *takeover* hostil, para, de certa forma, testar o nosso arsenal jurídico, os organismos de controle e fiscalização, as bolsas de valores e os próprios investidores.

No entanto, a alta no preço das ações apresentada pelas duas companhias, Sadia e Perdigão, demonstra, a princípio, que o investidor brasileiro encara o *takeover*, não como uma ação destrutiva como ocorria comumente na década de 80, onde empresas eram compradas para serem retaliadas, mas com bons olhos, em tempos onde a sinergia e racionalização de custos e recursos das companhias estão em foco.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, João Paschoal. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências.** São Paulo: Atlas, 2006. ISBN 85-224-4438-2.
- BECHT, Marco; BOLTON, Patrick; RÖELL, Alisa. **Corporate governance and control.** NBER Working Paper Series, Cambridge, MA: National Bureau of Economics Research, nº 9371, 2002.
- BERLE, A.; MEANS, G. **The modern corporation and private property.** New York: MacMillan, 1932.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Recomendações da CVM sobre governança corporativa.** Rio de Janeiro, RJ, jun. 2002.
- FREEMAN, C.; SOETE, L. **The economics of industrial innovation.** Cambridge: The MIT PRESS, 1997.
- HITT, M.; IRELAND R. D.; HOSKISSON R. E. **Strategic management: competitiveness and globalization (concepts and cases).** Mason: Thomson Higher Education, 7th edition, 2007.
- HESSEL, Camila Guimarães. **Aquisição hostil: vitamina ou veneno?** São Paulo, revista Capital Aberto, Ano 3, nº 31, março, 2006.
- LETHBRIDGE, Eric. **Tendências da Empresa Familiar no Mundo,** in Revista do BNDES, Rio de Janeiro, Jun. 1997.
- LA PORTA, R. et al. **Law and finance.** Journal of Political Economy, v. 106, 1998.
- LA PORTA, R. et al. **Corporate ownership around the world.** Journal of Finance, v. 54, 1999.
- LOPES, Mauro Brandão. **O Direito de Preferência do Acionista e a Evolução da Sociedade Anônima no Brasil,** in Revista de Direito Mercantil, nº 19, 1975.
- MATTEDI, Leonardo giuberti. **Como a governança corporativa pode ajudar no fortalecimento do mercado de capitais brasileiro.** Dissertação Mestrado em Administração, IBMEC, 2006.
- SAITO RICHARD. **Share Repurchase Rules and Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from Brazil.** ENANPAD 2001.
- SCHAFSTEIN, David. **The disciplinary role of takeovers.** Review of Economics Studies, nº 55, 1988.
- SIFFERT FILHO, Nelson. **Governança Corporativa: Padrões Internacionais e evidências Empíricas no Brasil nos Anos 90,** in Revista do BNDES, Rio de Janeiro, jun. 1998.
- SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. A. & FAMÁ, R. **Estrutura de Governança e Desempenho Financeiro nas Companhias Abertas Brasileiras: Um Estudo Empírico.** Caderno de Pesquisas em Administração, vol. 10, no 1. São Paulo: FEA/Usp, 2003.
- SIMPLÍCIO, WENDELL KARIELLI GUEDES. **Mecanismos de defesa contra ofertas hostis precisam passar por testes no Brasil.** São Paulo: Espaço Jurídico BOVESPA, ago. 2007.
- STAUB, Irineu Dario; MARTINS, Henrique Cordeiro; RODRIGUES, Suzana Braga. **Governança corporativa e criação de valor para o acionista: da teoria à prática, os impactos organizacionais e financeiros.** Economia & gestão. Belo Horizonte, MG, jan/jun. 2002.

TANURE B.& CANÇADO V. L. **Fusões e Aquisições: aprendendo com a experiência brasileira.** *RAE*, v. 45, n. 2, abr-jun 2005.

WOOD JÚNIOR T.; VASCONCELOS F.C.; CALDAS M.P. **Fusões e Aquisições no Brasil.** *RAE Executivo*, v. 2, n. 4, nov 2003 - jan 2004.