

**1** Universidade Federal do Paraná,  
Curitiba, Paraná, Brasil  
<https://orcid.org/0000-0002-6925-7213>

**2** Universidade Federal do Paraná,  
Curitiba, Paraná, Brasil

**3** Procuradoria-Geral do Estado do  
Paraná, Curitiba, Paraná, Brasil  
<https://orcid.org/0000-0002-2023-4934>



# O severance pay no Brasil: uma análise do Caso HRT

THE SEVERANCE PAY IN BRAZIL: AN ANALYSIS OF THE HRT CASE

Gabriel Abreu da Silveira<sup>1</sup> e Vinícius Klein<sup>2,3</sup>

## Resumo

Os *severance packages* (“pacotes de indenização”) são pagamentos concedidos a executivos de alto escalão para mitigar problemas de gestão, como a aversão ao risco. Quando o plano de incentivo estipula a aquisição do controle como hipótese de disparo da indenização, o benefício passa a assumir a forma de um *golden parachute* e serve também como medida defensiva contra aquisições hostis pelo aumento do custo da operação para o adquirente. Compreende-se que a avaliação da atuação do conselho de administração na aprovação do pagamento executivo deve se fundamentar na conveniência do instrumento para o interesse social. Tanto a estrutura de propriedade como o mercado de controle acionário são elementos relevantes para que se possa apurar se o incentivo busca cumprir o fim para o qual está sendo previsto, em especial quando a ameaça de aquisições hostis é utilizada como justificativa para a implementação. Assim, com base no estudo do Caso HRT, analisa-se o *severance pay* a partir das características do mercado de capitais brasileiro. Ainda que não represente toda a complexidade do tema, o caso escolhido retrata uma realidade específica e oferece reflexões importantes para a regulação eficiente do pagamento executivo no Brasil. O presente artigo pretende demonstrar que a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) levou em conta benefícios meramente teóricos do *severance pay* e não incorporou as especificidades do mercado acionário brasileiro na análise, decisão que trouxe prejuízos aos acionistas da HRT Participações em Petróleo S/A.

## Palavras-chave

Pacotes de indenização; remuneração; mercado de controle acionário; entrenchment; Caso HRT.

## Abstract

*Severance packages are granted to senior executives to mitigate management problems, such as risk aversion. When the incentive plan stipulates the acquisition of control as a hypothesis for triggering the indemnity, the benefit takes the form of a golden parachute and works as a defensive measure against hostile acquisitions by increasing the cost of the operation for the acquirer. It is understood that the evaluation of the board of directors performance in the executive pay approval must be based on the convenience of the instrument for social interest, which requires an institutional analysis. Both the ownership structure and the market for corporate control are relevant elements to determine if the incentive seeks to fulfill the purpose for which it is being planned, especially when the threat of hostile acquisitions is used as a justification for implementation. Therefore, based on the HRT Case, the severance pay is analyzed in observance of the Brazilian capital market characteristics. Although it does not represent all the complexity of the issue, the case chosen is a portrait of a specific reality and offers important thoughts for an efficient regulation of executive pay in Brazil. This work intends to demonstrate that Comissão de Valores Mobiliários [CVM] took into account purely theoretical benefits of the severance pay and did not incorporate the brazilian stock market specificities in the analysis, a decision that brought losses to HRT Participações em Petróleo S/A shareholders.*

## Keywords

*Severance packages; compensation; market for corporate control; entrenchment; HRT case.*

## INTRODUÇÃO

Os mecanismos de incentivo aos órgãos de gestão são estipulados com o objetivo principal de alinhar os interesses dos administradores e contribuem para a criação de um ambiente favorável à tomada de decisões. Em geral, buscam equalizar os riscos, conferir estabilidade e reter executivos estratégicos a fim de maximizar a riqueza dos acionistas.

Entretanto, o desvirtuamento dessas técnicas pode contribuir para uma situação que vai de encontro com a governança corporativa.

Previstos como incentivos à atração de executivos estratégicos e medidas defensivas contra tomadas de controle, os *severance packages* (“pacotes de indenização”), muito a depender da forma e do cenário em que o instrumento foi proposto, têm o potencial de admitir uma terceira função. Trata-se da função de entrincheirar a administração, fazendo com que o administrador se mantenha em sua posição de poder em prejuízo dos investidores da empresa.

Há um potencial conflito de interesses que precisa ser observado com objetivo de garantir eficiência da gestão e preservar o interesse dos acionistas, sobretudo quando o mercado no qual a companhia está inserida não apresenta grande histórico de disputas acionárias.

Sendo assim, avaliando a legalidade do instrumento no mercado brasileiro, que é composto predominantemente de companhias que possuem controlador ou bloco de controle definido, este artigo busca verificar a influência da estrutura de propriedade na previsão dos pacotes de indenização. Para isso, realiza-se uma pesquisa bibliográfica para a introdução do mercado de controle acionário, em especial no Brasil, bem como para o aprofundamento da motivação econômica do *severance pay* na composição da remuneração executiva e a sua relação com as medidas de defesa contra a tomada de controle.

Por fim, considerando a falta de desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, propõe-se uma análise exploratória da decisão da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) sobre o *severance package* atribuído aos executivos da HRT Participações em Petróleo S/A, observando as práticas de governança recomendadas. Não se pretende representar toda a complexidade do pagamento executivo no Brasil, mas fornecer um retrato específico que possa contribuir para uma regulação eficiente.

### 1. O MERCADO DE CONTROLE ACIONÁRIO BRASILEIRO

Como regra geral, as companhias de capital aberto mal administradas são bons alvos para aquisições de controle. Quando algum agente do mercado entende que por algum motivo, seja por capacidade empresarial, seja por ganho de sinergia, seja por adequação à realidade econômica, pode geri-la de forma mais eficiente do que a atual gestão, há um cenário favorável a tentativas de tomada de controle com provável destituição dos administradores.

Assim como os clássicos incentivos de alinhamento de interesses entre o principal e o agente, o mercado de controle acionário funciona como um parâmetro objetivo de eficiência da administração que tem a função de proteger os interesses dos acionistas minoritários

(MANNE, 1965, p. 113). De acordo com Michael Jensen e Richard Ruback (1983, p. 6), o mercado de controle é uma espécie de arena em que times alternativos de gestão competem pelos direitos de gerir os recursos corporativos. Age, então, como um regulador da eficiência na gestão empresarial das companhias inseridas na bolsa de valores e incentiva de maneira indireta que os administradores façam um bom trabalho e gerem valor para todos os seus acionistas/investidores.

Compreende-se que se trata de uma tomada hostil de controle quando a companhia adquirente busca assumir a posição do controlador da companhia-alvo sem antes negociar com o conselho de administração. Quanto à expressão “hostil”, Antonio Menezes Cordeiro (1994, p. 767) defende que a oferta da interessada “apenas traduz uma proposta aprazível, ou não teria hipótese de êxito”, indicando que a hostilidade se refere apenas à administração, tendo em vista ser evidente que a nova composição acionária pode de fato ditar seu afastamento.

Embora a companhia adquirente possa buscar o controle da companhia-alvo mediante escalada acionária, isto é, comprando progressivamente ações até possuir o número suficiente à caracterização do controle, o mecanismo usual no Brasil é a Oferta Pública de Aquisição (OPA). A OPA para aquisição de controle, disciplinada pelo art. 257 e seguintes da Lei n. 6.404/1976 (LSA) e pelo art. 32 e seguintes da Instrução CVM n. 361/2002, é considerada OPA voluntária e tem por objetivo servir de canal de comunicação para a proposta direta aos acionistas da companhia-alvo sobre a pretensão do possível adquirente, nos termos por ele definidos no documento.<sup>1</sup>

Ocorre que a OPA só é voluntária por não haver vedação para a aquisição de controle mediante negócios privados. Não decorre disso, porém, a total liberdade para que o adquirente opte pelo instrumento público ou pelo privado para aquisição do controle da companhia-alvo. Nessa linha de raciocínio, o princípio da não surpresa inscrito no art. 12 da Instrução CVM n. 358/2002 estabelece a obrigação de divulgar aquisição de participação acionária relevante, considerados os patamares de 5%, 10%, 15% e assim sucessivamente, de espécie ou classe de ações representativas do capital social. Em última análise, ainda que não seja obrigatória, a normativa acaba privilegiando que a aquisição de controle das companhias abertas se efetive por oferta pública.

De acordo com Eduardo Secchi Munhoz (2013, p. 319), a afirmação de que a OPA para aquisição de controle de companhia se trata de uma “OPA voluntária, por vezes, obscurece a importância para a regulação da aquisição de controle acionário, constituindo, na realidade, a forma típica de aquisição de controle de companhia com capital pulverizado”.

...

1 De acordo com Robert Clark (1986, p. 533-539), as razões mais comuns pelas quais são feitas OPAs são: a expectativa de ganhos resultantes da maior capacidade empresarial, ganhos de sinergia, aspectos concorrenciais, benefícios para a administração e ganhos oriundos do desmantelamento da companhia-alvo subsequente à sua aquisição.

Vale ressaltar que a OPA por alienação do controle, disciplinada pelo art. 254-A e ss. da LSA e pelo art. 29 e ss. da Instrução CVM n. 361/2002, é considerada OPA obrigatória e tem por objetivo igualar o tratamento dos minoritários ao do controlador na operação. De forma diversa da OPA para aquisição do controle, essa forma de oferta pressupõe a existência de um controlador ou bloco de controle e trata-se de instrumento padrão pela aplicação da regra do tratamento igualitário.

Logo, especialmente porque o Direito oportuniza tomadas hostis de controle, o mercado de controle acionário acaba contribuindo para a redução dos custos de agência incorridos pelos acionistas (MUNHOZ, 2013, p. 136).

É importante que seja observado que o mercado de controle acionário não possui a mesma amplitude em todos os lugares. A concentração do capital com poucos acionistas faz com que a companhia adquirente precise negociar com o conselho da companhia-alvo, tendo em vista que a operação necessariamente depende da decisão de venda do controlador. Ou seja, os times alternativos só encontram uma arena para competir pelos recursos corporativos quando o capital está disperso entre vários acionistas (BEBCHUK, 1994, p. 958-959).

No Brasil, por exemplo, o mercado de controle acionário não é desenvolvido o suficiente para gerar grandes disputas entre times de gestão, não existindo muitos *players* dispostos a efetivar ofertas hostis. A regra é que as companhias tenham capital concentrado em um ou em poucos acionistas, o que, por sua vez, desfavorece a criação de um mercado incorporador de companhias ineficientes. Para que exista uma aquisição hostil em cenários cujo controle não é majoritário, o interessado ainda se vê obrigado a despende de valores muito altos.<sup>2</sup>

Prevalece a concentração, de modo que o capital votante detido pelo maior acionista da companhia brasileira é de 44,19% (VIANA JUNIOR e CRISÓSTOMO, 2019). Apesar de um aumento na dispersão do capital nos últimos anos diante do Novo Mercado, a grande maioria das empresas ainda possui controlador definido (Tabela 1) (MARQUES, GUIMARÃES e PEIXOTO, 2015, p. 128).

...

2 Segundo a visão adotada pela LSA, primeiro deveria ser criada a grande empresa, composta de controlador, para depois se pensar em dispersão acionária (LAMY FILHO e BULHÕES PEDREIRA, 1992, p. 195).

TABELA 1 – INFORMAÇÃO SOBRE A ESTRUTURA ACIONÁRIA NO BRASIL ENTRE JUNHO DE 2017 E DEZEMBRO DE 2019

ESTRUTURA ACIONÁRIA NO BRASIL	JUN./2017	DEZ./2017	JUN./2018	DEZ./2018	DEZ./2019
COMPANHIA ABERTA	330	338	337	332	327
COM CONTROLADOR DEFINIDO	271	275	286	280	269
SEM CONTROLADOR DEFINIDO	59	63	51	52	58
POSSUI ACORDO DE ACIONISTAS	126	126	127	125	124
SEM CONTROLADOR DEFINIDO	7	7	5	6	7
COM CONTROLADOR DEFINIDO	119	119	122	117	117
NÃO POSSUI ACORDO DE ACIONISTAS	204	212	210	209	203
SEM CONTROLADOR DEFINIDO	52	56	46	46	51
COM CONTROLADOR DEFINIDO	152	156	164	163	152

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários (2020).

Estudiosos do direito empresarial indicam que a primeira oferta pública foi feita pela Macrossul S/A para aquisição do Sulbancos em 1971, ainda que a operação não tenha se concretizado. Contudo, cabe destacar que o instrumento apenas passou a ser um pouco mais utilizado para aquisições de controle nos anos 2000, quando finalmente houve sua regulamentação (CARVALHOSA, 2003, p. 201). Levantando ofertas voluntárias, João Pedro Barroso do Nascimento (2019, p. 127) destaca alguns casos paradigmáticos com o objetivo de analisar tentativas de aquisições e a aplicação de medidas defensivas: *Sadia vs. Perdigão* (2006), *GVT vs. Vivendi* (2009), *DASA vs. Cromossomo* (2013) e *Eletropaulo vs. Enel* (2018).

O cenário de concentração das ações em poucos acionistas pode gerar efeitos indesejados a mecanismos *anti-takeover*, como seria o *golden parachute*. Dependendo da participação social, o poder exercido pelo bloco controlador passa a ganhar mais espaço em relação ao conselho de administração da companhia, o que, conseqüentemente, tende a acarretar a expropriação da riqueza dos minoritários pela ampliação dos benefícios privados do controle.

Por essa razão, propõe-se analisar os incentivos pela ótica da estrutura de propriedade não só da própria companhia-alvo, mas também do mercado de capitais como um todo.

## 2. O SEVERANCE PAY NA REMUNERAÇÃO EXECUTIVA

A literatura sugere que os gestores são avessos ao risco e podem deixar de implementar projetos arriscados, mas com bons retornos. Pesquisadores adeptos do instrumento de contrato compreendem que o *severance pay* garante a remuneração dos executivos mesmo que o projeto dê errado e contribui para a geração de valor que seria evitada não fosse o incentivo (RAU e XU, 2013).

O *severance pay* é o pagamento de indenização pelo término da relação, usualmente previsto no contrato de trabalho do executivo recém-contratado. Trata-se de um direito adquirido pelo profissional mediante o acionamento de uma hipótese de disparo (ou gatilho), que pode variar conforme a negociação quando da elaboração do contrato. As previsões mais comuns são de morte, incapacidade, pedido de exoneração por bom motivo, demissão quando não abrangida pela cláusula de justa causa, alteração do controle da companhia, além de poder se vincular a um acordo de não competição.

Analisando 375 contratos de trabalho de executivos dos Estados Unidos, Stewart Schwab e Randall Thomas (2006) destacam que dois terços contêm cláusulas que proíbem a competição. Entre as demissões por justa causa, costuma-se prever a má conduta intencional, a má conduta grosseira, a torpeza moral, o fracasso de exercer os deveres e a violação de deveres fiduciários. Entre as condutas que admitem que o executivo se demita e ainda receba o *severance pay*, são comuns a atribuição de deveres inconsistentes com suas posições, a realocação involuntária e a falta de remuneração pela companhia.<sup>3</sup>

Um exemplo de hipótese de disparo de *severance package* foi a violação da política interna de relacionamento com empregados do McDonald's em 2019 pelo CEO Stephen Easterbrook. Ainda que fosse consensual, a demissão aconteceu porque o executivo trocava mensagens sexuais com uma subordinada na empresa. Como não se estipulou essa previsão como justa causa no contrato, a demissão acionou o direito de Easterbrook de receber o equivalente a US\$ 42 milhões em opções e US\$ 700 mil em dinheiro e plano de saúde (THE NEW YORK TIMES, 2020).

Depois de realizado o pagamento, a companhia processou o ex-CEO sob a alegação de que ele teria se relacionado sexualmente com outras três empregadas e concedido um lote lucrativo a uma delas. Sustenta-se que a demissão deve ser revertida em justa causa e a companhia reembolsada, considerando que o contrato possui previsão de demissão regular em qualquer ação “envolvendo desonestidade, fraude, ilegalidade ou torpeza moral” (THE NEW YORK TIMES, 2020, em tradução livre). Cabe agora ao Poder Judiciário definir se Easterbrook terá de devolver o que recebeu da companhia pelo acionamento do *severance pay* celebrado na sua contratação.

...

3 Somente dois dos contratos mencionaram assédio sexual como justa causa, 13 mencionaram incompetência e 18 mencionaram abuso de substâncias (SCHWAB e THOMAS, 2006, p. 233).

Os defensores da concessão dos *severance packages* para os executivos argumentam que o pagamento da indenização objetiva conferir proteção ao executivo contra comportamentos oportunistas do conselho e resolve a incerteza sobre o término da relação contratual. Nesse sentido, sabe-se que contratos explícitos possuem maior probabilidade de cumprimento e de uma duração mais longa em situações em que há incerteza na relação e maior prejuízo esperado para o executivo em caso de descumprimento pela empresa (GILLAN, HARTZELL e PARRINO, 2009).

Jing Zhao (2013) verificou que companhias-adquirentes cujos executivos possuíam contratos obtiveram maiores retornos, pagaram prêmios menores pelos seus alvos, tiveram melhor desempenho operacional depois da aquisição e entraram em negócios mais arriscados. O autor constatou que contratos de CEOs com termos definitivos, duração mais longa, incentivos de longo prazo e provisões de aquisição de ações e opções mais aceleradas no *severance package* foram associados com maior criação de valor ao adquirente. Para ele, as disposições estão relacionadas à tomada de risco e proteção do capital humano executivo contra eventuais oportunismos pós-contratuais, podendo ser mais efetivas com o refinamento das definições de justa causa e bom motivo.

Brian Cadman, John Campbell e Sandy Klasa (2016) observaram que as empresas com cláusulas de *severance pay* declararam que sua importância residia na redução da aversão ao risco pela estabilidade do vínculo, com contribuições na atração e na retenção de executivos conhecidos. Com efeito, os autores encontraram evidências da eficiência na contratação em virtude da correlação positiva entre a indenização e as *proxies* do risco de demissão e custos de demissão do CEO. Também se observou que as quantias recebidas nas indenizações são maiores se o executivo for externo à companhia, estiver longe da sua aposentadoria ou tiver assinado um acordo de não competição.

Cadman, Campbell e Klasa (2016) destacam que 73,7% das empresas da amostra possuíam contratos que previam o *severance pay*, que consistiam em pagamentos baseados em dinheiro, ações restritas e opções. A indenização média acordada foi de US\$ 9,1 milhões, o equivalente a 4,1 vezes a compensação anual do CEO em dinheiro e a 1,5 vez a remuneração total.

De acordo com o modelo empírico elaborado por Gustavo Manso (2011), um contrato de remuneração executiva ideal para motivar a inovação na empresa deve combinar opções com longos períodos de aquisição, reprecificação das opções, *severance pay* e entrincheiramento. A ideia do autor é trazer tolerância para falhas que ocorram cedo, conferir segurança no emprego e ao mesmo tempo recompensar o sucesso de longo prazo da atividade produtiva.

Andres Almazan e Javier Suarez (2003) constatam que a estrutura de governança ideal pode variar no cenário de possível substituição do CEO, porém, em todo caso, seria proveitosa a inclusão do *severance pay*. Em conselhos fortes, funcionaria como um empecilho aos próprios acionistas para substituírem o executivo quando um modestamente superior fica disponível, o que, por sua vez, pode ser importante para que o profissional continue usufruindo dos

recursos do controle em detrimento do pagamento por desempenho. Em conselhos fracos, contribuiria com as negociações e também pouparia remunerações por desempenho.

Roman Inderst e Holger Mueller (2010) entendem que o *severance pay* pode ser útil a depender da situação. Ainda que considerem que a indenização faz com que a demissão seja uma escolha atrativa para CEOs ruins, por acabar recompensando o fracasso e prejudicando o esforço, pode ser uma segunda solução para resolver o problema do entrincheiramento na gestão.

Para eles, um conselho que busque substituir um executivo que obteve informações particulares a respeito do valor da empresa sob a sua liderança deve tornar a continuação custosa pela vinculação do pagamento do profissional a um “incentivo íngreme” que apenas fosse atrativo em caso de alto desempenho. Havendo persistência na situação, no entanto, dever-se-iam analisar os custos de indenizar o executivo e compará-los aos custos de a companhia continuar com a gestão entrincheirada pelo profissional ruim (INDERST e MUELLER, 2010).

Entretanto, o *severance pay* também é objeto de críticas. De acordo com Lucian Arye Bebchuk e Jesse Fried (2004, p. 133), o benefício forneceria pouso suave em casos de fracasso total dos executivos. A indenização pelo término do contrato seria uma forma de descorrelacionar pagamento de desempenho, uma vez que a remuneração é recebida desde que o profissional não esteja claramente agindo em má-fé ou sendo deliberadamente negligente. Eles explicam que as ações que costumam desencadear a demissão por justa causa e liberar a companhia do pagamento são definidas de forma bastante restrita, como no cometimento de crime, fraude, prevaricação, negligência grosseira, torpeza moral e, em alguns casos, recusa intencional de seguir orientações do conselho.

Embora adeptos do instrumento defendam que a indenização incentiva a tomada de risco pelo executivo pela estabilidade do vínculo nos casos em que projetos não sejam bem-sucedidos, Bebchuk e Fried (2004) entendem que essa garantia é racionalmente pouco persuasiva. Considerando que o *severance pay* equivaleria a três anos ou mais de remuneração executiva anual, o CEO em muitos casos não ganharia muito menos por ser demitido.

Vale frisar, inclusive, que existe evidência de que 40% dos CEOs das empresas do Standard & Poor's 500 (S&P 500) recebem pagamentos *ex-post* em excesso ao que foi estipulado no contrato do *severance pay*. O pagamento discricionário é de US\$ 8 milhões, o que é equivalente a 242% da remuneração média anual (GOLDMAN e HUANG, 2014).

Nesse sentido, o assunto foi tratado no *The New York Times* com o título “vamos parar de recompensar nossos CEOs fracassados”. A publicação teve como foco Léo Apotheker, ex-presidente da Hewlett-Packard, que teria recebido mais de US\$ 13 milhões em indenização após ser demitido com 11 meses de mandato. Concluiu-se à época que seria difícil culpar o executivo por receber o que a empresa concedeu na contratação, mas que os acionistas deveriam questionar o motivo de o conselho ter aprovado um acordo em que se mostrava mais vantajoso que o profissional falhasse do que fosse bem-sucedido (STEWART, 2011).

Além disso, haveria ainda evidência de que o *severance pay* faz com que os executivos reduzam investimentos, impeçam a inovação e diminuam o risco da companhia em várias dimensões. Em outras palavras, a indenização pelo término do contrato dos executivos provocaria em verdade uma vida calma em vez de promover um ambiente de tomada de decisões (MUSCARELLA e ZHAO, 2015).

Sattar Mansi, John Wald e Andrew Zhang (2016, p. 426) sustentam que a indenização no término do contrato faz com que os CEOs aumentem o risco da companhia ao passo que também diminuem esforços na função. Assim, empresas com esses contratos possuem um custo da dívida cerca de 10% mais alto e também maior probabilidade de substituição dos executivos.

Dessa maneira, existem comprovações sobre a eficiência do *severance pay* na tomada de riscos por executivos avessos, porém a remuneração é vista com cautela tanto pela mídia quanto por alguns pesquisadores diante da possibilidade de se recompensar o baixo desempenho. Mostra-se importante que os valores atribuídos no contrato sejam suficientes para o incentivo sem que se torne vantajoso o fracasso do profissional para acionamento do direito.

Como vem sendo cobrado, também é prudente que se refinem as definições de demissão por justa causa e bom motivo, sobretudo porque o contrato é celebrado com o objetivo de auxiliar na tomada de decisões. Essa medida contribuiria para que se evitem situações como a vivenciada pelo McDonald's, em que o ex-CEO foi beneficiado com um pacote milionário em dinheiro e ações, apesar de efetivamente ter dado causa à demissão por violar uma política interna.

### 3. A HIPÓTESE DO GOLDEN PARACHUTE

Em relação à definição das cláusulas, vale acrescentar que o contrato de trabalho do executivo pode trazer como hipótese de disparo da indenização a alteração do controle da empresa. Nesse caso, trata-se de um *golden parachute*, que visa tanto garantir um escape bem remunerado aos gestores que tendem a perder seus cargos como também tornar desinteressante a operação pelo aumento do montante a ser pago pela companhia-adquirente. A indenização funcionaria como uma medida contra a tomada de controle, não impossibilitando a aquisição hostil, mas fazendo com que as alterações tendam a ser negociadas com o conselho de administração da companhia-alvo.

Os *golden parachutes* são pesquisados à parte. Similarmente, diverge-se sobre os benefícios da indenização no contexto das companhias-alvo diante da possibilidade de os executivos facilitarem a tomada de controle e da dúvida acerca de seus efeitos na riqueza dos acionistas. Nas companhias-adquirentes, os estudos buscam analisar se a previsão de indenização em alterações de controle incita a prática da construção de impérios pouco vantajosos pela despreocupação dos executivos em relação à queda das ações.

No contexto das companhias-adquirentes, a literatura sugere que gestores realizam grandes ganhos pessoais com o *empire-building* e que as empresas que possuem fluxo de caixa abundante

e poucas oportunidades de investimento são mais propensas a empreender aquisições destruidoras de valor do que a devolver o excesso de caixa para os acionistas (JENSEN, 1986). Haveria evidência de que os executivos consideram tanto os benefícios pessoais como as consequências em relação ao valor de mercado na realização de investimentos, o que leva à conclusão de que os agentes que não possuem os incentivos e as restrições suficientes pagam em excesso por alvos com altos benefícios privados (MORCK, SHLEIFER e VISHNY, 1990).

Ocorre que Mark Mitchell e Kenneth Lehn (1990) descobriram que empresas que fazem sucessivas aquisições e que não geram valor têm maior probabilidade de virarem alvo de eventual tomada de controle, indicando que o mercado de controle acionário pode desencorajar o *empire-building*. Assim, por outro lado, companhias com cláusulas *anti-takeover* aumentam os custos da aquisição hostil e reduzem os incentivos a potenciais adquirentes de lançarem uma oferta, o que afasta a incidência do mercado em firmas com investimentos ruins (BEBCHUK, COATES e SUBRAMANIAN, 2002).

Nesse sentido, Ronald Masulis, Cong Wang e Fei Xie (2007) observaram que adquirentes com mais provisões *anti-takeover* experienciaram retornos das ações no período de anúncio significativamente menores se comparados a adquirentes com menos dessas provisões. As evidências reforçam a hipótese de que executivos são protegidos por essas medidas e ficam menos sujeitos ao poder disciplinar do mercado de controle acionário, tornando-os mais propensos a aquisições com o intuito de *empire-building* que destruam o *shareholder value*.

Também já se verificou que cláusulas *anti-takeover* estão relacionadas a uma queda de investimentos em pesquisa e desenvolvimento, o que possivelmente se explica pelo maior entrincheiramento dos executivos e pela exclusão dos efeitos do mercado de controle acionário. Em vez de mitigar, o argumento é de que os *shark repellents* exacerbam a miopia dos administradores (MEULBROEK, 1990).

Diferentemente, Marianne Bertrand e Sendhil Mullainathan (2003) avaliam que o enfraquecimento das aquisições por meio da introdução de cláusulas *anti-takeover* reduz a destruição e a criação de novas plantas. A manutenção do tamanho das empresas revelaria que a preferência dos executivos está mais relacionada a ter uma vida calma e sem desavenças com os empregados do que a proporcionar práticas de *empire-building*. Segundo os autores, existe correlação positiva entre a adoção das medidas contra as tomadas de controle e o aumento do salário dos empregados que trabalham na empresa.

No contexto das companhias-alvo, a literatura fornece fundamentos de que os contratos que preveem *golden parachutes* ajudam a reduzir os conflitos entre os acionistas e os gestores na ocorrência de uma aquisição e tornam mais prováveis os ganhos produtivos na transação. É dizer que, uma vez que os acionistas requerem que os executivos realizem uma negociação que tende a implicar grandes custos para eles mesmos e suas famílias, o pagamento de indenizações na alteração do controle contribui para a diminuição do conflito de agência. Uma solução geralmente apropriada para que o benefício não se volte ao entrincheiramento seria relacionar o pagamento ao prêmio recebido pelos acionistas (JENSEN, 1988, p. 40).

Com efeito, Jay Hartzell, Eli Ofek e David Yermack (2004) observam que os *golden parachutes* contratados pelo CEO de uma companhia-alvo são positivamente relacionados ao excesso de remuneração anterior e negativamente relacionados à probabilidade de o executivo vir a trabalhar na companhia-adquirente depois de concluída a transação. Por regressão, no entanto, observou-se que acionistas de companhias-alvo recebem prêmios menores quando a negociação envolve um tratamento extraordinário do executivo, bem como que CEOs de companhias-alvo experienciam altas taxas de rotatividade.

Existe, inclusive, evidência de que *golden parachutes* são significativamente mais prevalentes em companhias que encaram uma ameaça de tomada de controle. O benefício é mais provável quando a ameaça é maior, quando a firma é pequena, quando o CEO possui uma participação baixa e quando o profissional foi admitido por um menor período (AGRAWAL e KNOEBER, 1998, p. 228).

Lucian Arye Bebchuk, Alma Cohen e Charles Wang (2014) documentaram que a previsão dos *golden parachutes* está associada a maior probabilidade de aquisições e maiores prêmios à companhia-alvo, o que, em parte, seria resultado do pacote de indenização nos incentivos dos executivos. Entretanto, também observaram que empresas que adotam a medida experienciam retornos negativos anormais das ações antes, durante e depois da implantação, o que resulta em um efeito geral negativo na riqueza dos acionistas. Isso pode se dar porque as indenizações enfraquecem a força do mercado de controle acionário e aumentam a negligência e/ou porque fazem com que os executivos queiram aderir a algumas aquisições não geradoras de valor.

Assim, as pesquisas indicam que o *severance pay* com gatilho na alteração de controle torna mais provável a ocorrência de negociações de venda, que tendem a gerar prêmios vantajosos. Todavia, a indenização torna-se um mecanismo *anti-takeover* e os efeitos indiretos da cláusula geram preocupações sobre a postura do executivo diante da proteção, podendo trazer prejuízos pelo aumento da ineficiência na tomada de decisões.

#### 4. A REGULAÇÃO DOS SEVERANCE PACKAGES

Nos Estados Unidos, partindo da premissa de que os executivos estão a serviço do interesse dos acionistas, a *business judgment rule* é a fundamentação utilizada para a validação de *golden parachutes* quando questionados judicialmente por beneficiarem apenas os administradores (GAUGHAN, 2015, p. 489). A forma de aprovação revela-se mais importante do que a própria eficiência para conclusão sobre a aplicabilidade do instrumento de contrato, razão pela qual se zela pela ausência de conflitos de interesses do conselho que aprova a remuneração.

Com o *Dodd-Frank Act*, vigora a regra do *say on pay*, em que o acionista deve proferir voto de aconselhamento pelo menos uma vez a cada três anos e dispor sobre as compensações dos executivos de alto nível. Decorrente disso, pela regra do *say on golden parachutes*, os acionistas são convidados a manifestar suas opiniões sobre compensações vinculadas a fusões, aquisições, consolidações, propostas de venda ou disposição de ativos.

Em que pese haja discordância quanto à eficiência em virtude da forma como são aplicados na experiência estadunidense, fato é que mecanismos que promovem a transparência buscam contribuir com a tomada de decisão informada e com a mitigação dos conflitos de interesses.<sup>4</sup>

No Brasil, o órgão competente para aprovação da remuneração, benefícios e verbas de representação dos administradores é a assembleia geral de acionistas, nos termos do art. 152 da LSA. Além disso, a transparência também é garantida pela Instrução Normativa CVM n. 480/2009, item 13 do formulário de referência, em que se exige comunicação e justificativa de todas as formas de remuneração, inclusive daquelas vinculadas à ocorrência de eventos societários, como a alteração do controle.

Como a matéria ainda está em fase inicial no país, não existem muitas fontes para balizar a aplicabilidade dos *severance packages* no nosso ordenamento, seja na forma de *golden parachutes*, seja apenas como benefícios vinculados a outras hipóteses de disparo. Embora já exista doutrina que reputa o instrumento como ilegal por se tratar de compensações injustificadas em caso de exoneração do cargo (LOBO, 2009, p. 2034-2035), acredita-se que tal conclusão é precipitada e não leva em consideração que a medida defensiva pode convergir com o interesse dos acionistas na atração de executivos reconhecidos no mercado.

Assim como João Pedro Barroso do Nascimento (2019, p. 253), compreende-se que nem todas as formas de *golden parachutes* serão inválidas ou ilícitas, o que depende diretamente do conteúdo da avença. Os parâmetros de harmonização da medida estão estabelecidos principalmente pelos critérios de existência, validade e eficácia dos negócios jurídicos, além da função social do contrato e boa-fé objetiva, previstos no parágrafo único do art. 2.035 do Código Civil, e do interesse social, positivado no art. 115, § 1º, da LSA.

De todo modo, entende-se que a análise do *golden parachute* deve envolver a análise tanto da estrutura acionária da companhia-alvo quanto do mercado em que ela atua para que se possa verificar se a medida defensiva é realmente cabível ou apenas visa ao entrincheiramento. Com efeito, a concentração do capital aumenta o risco de expropriação dos minoritários pelo pagamento excessivo de remunerações, benefícios autoconcedidos e resistência a ações vantajosas para os outros acionistas que possuem menor participação no capital social.

Nesse sentido, há evidência de que o valor das companhias melhora com a participação até o ponto em que a gestão se torna entrincheirada e passa a se aproveitar de benefícios privados do controle (CLAESSENS *et al.*, 2002, p. 2743). Segundo um estudo com 237 companhias brasileiras não financeiras no período de 2001 a 2010, concluiu-se que se, por um lado, o valor de mercado corrigido das ações do maior acionista captou o efeito-incentivo, por outro

...

4 Critica-se o aspecto não vinculante do *say on golden parachute*, tendo em vista que, dada a alteração do controle, os conselheiros não são penalizados por decisões opostas às opiniões manifestadas pelos acionistas (CHOI, LUND e SCHONLAU, 2020).

lado, a excessiva concentração do direito de voto capturou o efeito-entrenchamento na gestão (CAIXE e KRAUTER, 2013, p. 142).

Veja-se que os efeitos das medidas defensivas à tomada de controle no âmbito das companhias com capital concentrado são alvo de críticas pela doutrina, especialmente em função do entrenchamento. Pensada de modo específico para o sistema de capital disperso, a técnica objetiva a proteção da empresa contra tentativa de tomada hostil de controle que se dê em prejuízo dos seus acionistas. Como adiantado, no sistema de capital concentrado, sobretudo quando o controle da companhia é majoritário, presume-se que a aquisição seja negociada com o conselho de administração da companhia-alvo.

Sobre a *poison pill* à brasileira (ou OPA estatutária), isto é, a cláusula do estatuto social que impõe a realização de uma OPA a quem adquirir um percentual específico de participação, há quem acuse a técnica de ser usada como instrumento para a manutenção do controle quando inserida em um contexto de concentração acionária. Para Modesto Carvalhosa (2009, p. 22), a disposição tem se mostrado um “mecanismo jurídico utilizado com o intuito de entrenchar o grupo controlador e os administradores por ele indicados na companhia”, motivo pelo qual parte da doutrina sustenta sua ilegalidade.<sup>5</sup>

Igualmente, a previsão de *golden parachutes* merece ser observada com mais cuidado no nosso país. Se o estabelecimento de uma indenização tem por objetivo reter executivos estratégicos na atividade econômica e ainda servir como desincentivo a possíveis adquirentes, a concentração do capital faz com que se considere a possibilidade de que a atuação dos controladores se dê em detrimento do melhor interesse da companhia. Do mesmo modo, a celebração do contrato de indenização por companhia inserida em mercado de controle acionário pouco desenvolvido deve ao menos gerar dúvidas sobre a possível extração de benefícios privados por parte de seus administradores.

Entretanto, além da análise institucional, cabe novamente salientar que qualquer conclusão sobre a legalidade ou conveniência dos acordos de indenização deve necessariamente se aprofundar no caso concreto para verificação das hipóteses de disparo definidas, forma de aprovação pelos órgãos internos e cumprimento de deveres por parte dos administradores. Caso haja alguma invalidade de forma ou matéria, torna-se imprescindível que o Estado intervenha para proteção dos minoritários.

Conforme dispõe o art. 4º, IV, “b”, da Lei n. 6.385/1976, a CVM deve exercer suas atribuições para proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores contra atos ilegais

...

5 “A ilegalidade de tal cláusula de *poison pill* decorre do fato de ela inviabilizar operações que potencialmente atenderiam ao interesse da companhia, como, por exemplo, a aquisição de seu controle ou de uma participação relevante por um novo investidor, tendo como único efeito perpetuar no poder os administradores ou principais acionistas da companhia” (EIZIRIK, 2015, p. 602).

de administradores e controladores das companhias abertas. Assim, cabe reforçar o papel da autarquia de proteger os interesses dos minoritários quando do julgamento de possíveis irregularidades cometidas por aqueles que detêm mais poderes na companhia.

Para a análise do problema, utiliza-se o exemplo do *severance package* previsto pela HRT Participações em Petróleo S/A em 2013 e julgado pela CVM em 2018.

## 5. O GOLDEN PARACHUTE DA HRT

Em 22 de janeiro de 2013, o conselho de administração da HRT aprovou um pacote de indenizações que contemplava 28 executivos de alto escalão de dentro da companhia, divididos em dois grupos denominados no documento como “*staff management*” e “*senior management*”. A indenização do primeiro grupo, composto de 22 profissionais, correspondia à remuneração total anual de cada beneficiado, contando o bônus. Já o segundo grupo, composto de seis profissionais, teria sua remuneração multiplicada por 2, exceto o diretor-presidente, que teria sua remuneração multiplicada por 3 para cálculo da indenização.<sup>6</sup>

Todas as opções em ações dos beneficiados se tornariam imediatamente maduras e a empresa ainda manteria, por 12 meses, todos os benefícios recebidos pelo executivo, como seguro de vida, saúde e odontológico.

Com exceção do segundo item, que somente era aplicável ao grupo mais favorecido pelo pacote, isto é, ao *senior management*, as hipóteses de disparo ou gatilhos eram idênticas a ambos:

Na hipótese de ocorrência de um dos eventos listados abaixo (“Eventos”), o Administrador fará jus ao recebimento de uma indenização (“Indenização”), calculada na forma da Cláusula Segunda. Na hipótese de ocorrência de Justa Causa, a Relação Profissional terminará e o Administrador não fará jus ao recebimento da indenização:

- (i) Aquisição de controle direto ou indireto, seja ela original ou derivada, ou qualquer outra forma de reestruturação societária que resulte na participação, por um acionista ou grupo de acionistas, equivalente a 20% (vinte por cento) ou mais do capital social da Companhia;
- (ii) Rejeição, pela maioria dos acionistas presentes a qualquer Assembleia durante os anos de 2013 e 2014, da proposta de Composição do Conselho de Administração sugerida pela administração da Companhia, excluindo Joe Ash, Thomas Ebborn, Peter O’Brien, and C.L.P.;<sup>7</sup>

•••

<sup>6</sup> Marcio de Rocha Mello acumulava à época os cargos de diretor-presidente e presidente do conselho de administração. De acordo com o regulamento do Novo Mercado, a companhia deveria promover a separação dos cargos até 2014.

<sup>7</sup> A redação do item foi resultado da deliberação do conselho, em que, de um lado, a maioria dos membros sugeria que deveriam ser os acionistas a decidirem pelo acionamento do gatilho em caso de mudança de controle

(iii) Término da relação mantida entre o Administrador e a Companhia (“Relação Profissional”), por iniciativa da Companhia sem justa causa ou Justificativa. Para os fins do presente Contrato, Justificativa será definido como qualquer mudança adversa no cargo do executivo e/ou em sua remuneração, incluindo, sem limitação, (a) mudança na denominação do cargo, funções ou responsabilidades, ou qualquer falha em sua reeleição ao respectivo cargo exercido e (b) uma redução no salário-base do executivo, salvo se tal redução for consistente com a política de remuneração da Diretoria da Companhia definida pelo Conselho de Administração.

(iv) Um Evento será presumido como ocorrido caso a maioria dos conselheiros aprove uma deliberação no Conselho de Administração constatando a ocorrência de um Evento em razão de mudanças na participação acionária dos acionistas, negociações entre a Companhia e os acionistas, mudanças no Conselho de Administração ou administração da Companhia, que possam ser consideradas uma mudança de controle no melhor interesse da Companhia. (CVM, 2018, p. 3)

Com a eleição de três novos conselheiros na assembleia geral ordinária de 29 de abril de 2013, disparou-se o gatilho, três diretores renunciaram e a empresa indenizou os executivos em mais de R\$ 20 milhões.

Em justificativa dada à CVM, a companhia afirmou que, diante do risco de tomada de controle e dos movimentos de interferência de determinados acionistas relevantes na administração, o *severance package* viria no sentido de estimular e ainda conferir estabilidade a determinados executivos-chave para que pudessem desempenhar suas funções na HRT. Sobre o alinhamento aos interesses sociais, alegou-se que o instrumento era necessário para a retenção de profissionais que eram essenciais e a garantia da continuidade de projetos.

Entretanto, a Superintendência de Relações com Empresas considerou que houve um desequilíbrio entre os direitos e as obrigações assumidos pelos executivos e pela companhia na celebração do pacote. Para a acusação, o desequilíbrio revelava-se especialmente pela disposição que permitia que a simples rejeição da proposta da administração para composição do conselho disparasse o direito do recebimento das indenizações, ainda que o término da relação não ocorresse por iniciativa da empresa. Além disso, a proposta da administração para a

...

da companhia e, de outro, Marcio Mello e Wagner Peres demonstravam insatisfação com o clima de instabilidade da companhia e o desejo de deixar a empresa caso o cenário não mudasse. Desse modo, ajustou-se que a alteração de qualquer um dos membros originais do conselho de administração, com exceção de Joseph Ash, Thomas Ebbert, Peter O’Brien e Charles Putz, eleitos no final de 2012, daria ensejo ao acionamento do gatilho do *senior management*. O gatilho do *staff management* só seria acionado em caso de demissão ou alteração de suas funções.

assembleia de 29 de abril de 2013 limitava-se a informar aos acionistas a existência do acordo e o valor máximo de indenização, o que teria prejudicado a avaliação criteriosa e ponderada do instrumento na decisão.

Na instauração do Processo Administrativo Sancionador CVM n. RJ2013/11703 (CVM, 2018), a acusação entendeu que os conselheiros de administração que aprovaram o pacote nas reuniões do órgão societário teriam violado seus respectivos deveres fiduciários, em especial o dever de exercer suas atribuições no interesse da companhia, conforme o art. 154 da LSA.

O diretor relator Gustavo Tavares Borba proferiu voto fundamentado na *business judgment rule* em que dispôs que analisaria tão somente se o comportamento do administrador ao longo do processo decisório demonstrasse que ele atuou de maneira informada, refletida e desinteressada, mesmo que, no momento seguinte, viesse a se verificar que a decisão não havia sido a mais benéfica para a empresa. Fazendo o recorte para o julgamento, estabeleceu que a discussão se limitaria à regra que conferia a possibilidade de o administrador se retirar voluntariamente com direito a indenização, aplicável ao *senior management*.

Nesse sentido, analisou a troca de *e-mails* e deliberações à época para a tomada de decisão sobre o pacote e destacou a preocupação dos conselheiros independentes com a hipótese de acionamento referente à alteração de qualquer membro do conselho de administração. Também foi objeto de deliberação a forma que o pacote deveria ser aprovado na assembleia geral, tendo os conselheiros solicitado a elaboração de um parecer jurídico que comprovasse a posição do presidente de que não se fazia necessário divulgar as condições do acordo aos acionistas da empresa.

Ainda que tenha entendido que a decisão do conselho de administração havia sido tomada de maneira informada e refletida, o relator concluiu que o processo de discussão e elaboração do acordo teria sofrido influência de interesses alheios aos da companhia. Marcio Rocha Mello e Wagner Elias Peres, membros beneficiados pelo documento, teriam utilizado da sua influência na administração para fazer prevalecer as condições que melhor atendiam aos seus interesses, chegando, inclusive, a ameaçar de se retirarem da empresa levando consigo um corpo de técnicos. Segundo o relator Gustavo Tavares Borba, o presidente “enxergava a companhia como um ‘feudo’ seu”, citando uma de suas manifestações em reunião do órgão societário: “Eu não quero ser um executivo de uma empresa [em que] qualquer um vem aqui e muda meu conselho antes do mandato” (CVM, 2018, p. 22).

Para o relator, os deveres fiduciários dos conselheiros beneficiados não deveriam ser analisados sob a perspectiva da informação e reflexão, uma vez que o interesse na decisão impõe um padrão de diligência mais elevado na aprovação e exige-se a demonstração de que a decisão foi equitativa e razoável considerando os interesses da companhia. Embora não houvesse impedimento formal para o voto, compreendeu-se que os conselheiros atraíram forte carga de responsabilidade para si por terem assumido o dever de rejeitar qualquer condição dúbia que pudesse ser prejudicial à HRT na deliberação.

Desse modo, não teria sido equilibrada e razoável a hipótese de disparo segundo a qual a mera alteração de um único membro do conselho autorizaria o pagamento da indenização, ainda que o administrador decidisse se retirar por vontade própria do cargo de direção. Verificou, por fim, que a questão da alteração do controle da empresa teria ficado em segundo plano nas argumentações quando da aprovação do *severance package* no conselho.

Em resumo, o diretor relator concluiu que (i) dois conselheiros beneficiados diretamente pelo acordo que teriam utilizado sua influência para a aprovação seriam multados em R\$ 450 mil, (ii) um conselheiro beneficiado diretamente pelo acordo sem ter influenciado a deliberação seria multado em R\$ 150 mil e (iii) os outros conselheiros de administração seriam absolvidos, tendo em vista que a decisão teria sido tomada sob ameaça à integridade da companhia e a inclusão de alguns dos membros independentes na chapa de reeleição não seria suficiente para presumir que a independência teria sido perdida.

O diretor Gustavo Machado Gonzalez apresentou divergência sobre a adoção de padrões de revisão para a análise da conduta de membros interessados e desinteressados do conselho, visto que o relator teria utilizado o teste da *entire fairness* para os conselheiros com interesse na aprovação do acordo de indenização e a *business judgment rule* para os demais. Entende ainda que a regra da decisão negocial seria aplicada somente na apuração de violações do dever de diligência (art. 153 da LSA) e não de desvio de poder (art. 154 da LSA), o que impediria uma análise puramente procedimental. Para ele, no entanto, o exame de mérito não envolveria uma avaliação invasiva como aquela utilizada para verificação da conduta dos membros interessados, mas o exame sobre a existência de elementos que indiquem o desvio de poder.

Na sua interpretação, não seriam ilógicos os gatilhos fixados pelos membros do conselho de administração da HRT e a negociação por parte dos interessados não caracterizaria desvio de poder apenas por terem o feito de forma dura para prevalecimento do seu interesse pessoal. Não deixando de reconhecer a gravidade das omissões no material enviado para a assembleia, o diretor explicou que esse fato isolado não leva a concluir pela infração ao art. 154 da LSA, motivo pelo qual votou pela absolvição de todos os acusados.

Depois da divergência, o relator diretor Gustavo Tavares Borba alterou o voto proferido anteriormente para absolver o conselheiro beneficiado que não teria utilizado sua influência para aprovação do plano. Na decisão, foi reafirmada a posição pela possibilidade de apuração da conduta de cada membro de forma específica para análise da responsabilidade. Com base na ética, o relator explicou que existem limites na postura que se pode adotar nas deliberações do conselho e ressaltou que “‘mesa de negociação’ não é e nem deve ser um vale-tudo em que o administrador poderia utilizar de estratégias rasteiras e condutas de moralidade duvidosa para fazer prevalecer sua posição” (CVM, 2018, p. 16).

O diretor Henrique Balduino Machado Moreira seguiu o voto do relator e destacou a violação do dever de conduta diante da ameaça à integridade dos negócios da companhia como estratégia de negociação.

Entendendo que inexistiam nos autos elementos que autorizariam identificar a orientação diversa ao do interesse da companhia, sobretudo pela composição de maioria independente no conselho, o diretor-presidente Marcelo Barbosa votou pela absolvição de todos os acusados. Assim como na divergência anterior, o diretor também reprovou a conduta dos conselheiros diante do dever de transparência das hipóteses de acionamento, porém concluiu que a irregularidade não figurou no termo de acusação e por isso não seria cabível o exame.

Por fim, o diretor Pablo Renteria acompanhou o voto do presidente, o que culminou na decisão de absolvição de todos os acusados.

Sendo assim, a CVM absolveu o conselho de administração da HRT por ter aprovado um *severance package* que previa o disparo de uma indenização a alguns de seus próprios membros caso os acionistas não seguissem integralmente sua proposta de chapa para o próximo mandato. Entre os motivos que teriam justificado a medida do ponto de vista do interesse social, a companhia citou o risco de tomada de controle hostil em função da queda de 80% da cotação das ações desde a *Initial Public Offering* (IPO) pelo insucesso de suas campanhas exploratórias.

O benefício foi proposto em forma de *golden parachute*, visto que o gatilho relacionado à substituição de qualquer conselheiro no próximo mandato estava supostamente embasado na interpretação de que a alteração no controle estaria configurada pela simples saída de um membro, ainda que o art. 116, “a”, da LSA disponha que o controlador tem o poder de eleger a maioria dos administradores da sociedade e não todos eles.

Embora não tenha sido objeto de ponderação pelo relator, depreende-se do formulário de referência arquivado em 28 de janeiro de 2013 que a companhia tinha um acionista com participação social entre 10% e 15% e dois acionistas com participação social entre 5% e 10%. Quase 75% do capital estava distribuído entre os demais acionistas, razão pela qual a administração justificou a medida defensiva pela instabilidade gerada em razão do controle indefinido.

Todavia, em verdade, cabe observar que a HRT provavelmente possuía uma estrutura acionária com controle minoritário em que poucos acionistas tinham poder de controle sobre diversas decisões, especialmente aquelas que não demandam aprovação da maioria do capital social. É possível extrair essa informação do processo a partir da própria contradição da administração em sua justificativa de que a empresa estaria exposta a riscos em função de “movimentos de interferência de determinados acionistas relevantes” (CVM, 2018, p. 4).

Ademais, também se questiona sobre a suposta “proposta hostil” de tomada de controle que a companhia teria recebido no final de 2012, já que os próprios administradores informaram que houve a criação de um comitê para avaliá-la e que o conselho de administração teria rejeitado a operação. Vale dizer, a hostilidade dessa forma de aquisição decorre justamente da inexistência de uma proposta e da utilização de oferta pública como meio de comunicação direta com os acionistas, o que não parece ter sido o que aconteceu.

Dito isso, entende-se que a decisão da CVM deixou de contribuir para a proteção do direito dos acionistas no caso concreto. Em que pese se tenha aplicado a *business judgment rule*,

a análise da atuação informada, refletida e desinteressada dos administradores necessariamente demandaria a apuração da conveniência da medida naquele momento. Era imprescindível que se partisse da justificativa do benefício para verificar se o instrumento se prestava a tal fim, averiguando os fatos narrados e a iminência do risco.

Como mencionado anteriormente, o mercado de controle acionário brasileiro não se encontra em estágio de desenvolvimento capaz de demandar urgência na aprovação de medidas defensivas contra tentativas de aquisição que venham em prejuízo da companhia e dos seus sócios. Ainda que a HRT possuísse boa parte do capital disperso e pudesse estar exposta a adquirentes, até então não se verificaram movimentações de mercado suficientes para desconsiderar a conveniência do instrumento no aspecto institucional.

Nesse ponto, é importante lembrar que o mercado de controle acionário contribuiria com o estímulo à eficiência, de modo que companhias descontadas na bolsa e com ativos relevantes poderiam ter sua administração substituída por outra com maior aptidão a melhorar seu desempenho.

Não obstante a legalidade da tentativa de tomada de controle, há fortes indicativos de que a administração procurava um meio de se entrincheirar no poder ou de encontrar uma saída remunerada. Pela análise do estatuto, constata-se que já existia previsão de outra medida defensiva para evitar aquisições hostis contrárias ao interesse social. O art. 44 previa uma *poison pill* à brasileira, dispondo que aquele que adquirisse quantidade igual ou superior a 20% do capital social deveria realizar uma oferta pública para aquisição da totalidade de ações da companhia por preço não inferior a 115% do valor econômico.<sup>8</sup>

Além disso, o § 4º do dispositivo estipulava que a OPA poderia ser dispensada mediante voto favorável da assembleia geral.<sup>9</sup> Então, o estatuto social da HRT promovia a proteção contra

...

8 “44. Qualquer pessoa ou grupo de pessoas representando interesse comum, que adquira ou se torne titular de ações de emissão da Companhia, em quantidade igual ou superior a 20% (vinte por cento) do total de ações de emissão da Companhia deverá, no prazo máximo de 60 (sessenta) dias a contar da data de aquisição ou do evento que resultou na titularidade de ações em quantidade igual ou superior a 20% (vinte por cento) do total de ações de emissão da Companhia, realizar ou solicitar o registro de, conforme o caso, uma oferta pública de aquisição (‘OPA’) da totalidade das ações de emissão da Companhia, observando-se o disposto na regulamentação aplicável da CVM, o Regulamento do Novo Mercado, outros regulamentos da BM&FBOVESPA e os termos deste artigo. [...] Parágrafo 2º – O preço de aquisição na OPA de cada ação de emissão da Companhia não poderá ser inferior a 115% (cento e quinze por cento) do seu Valor Econômico, definido em laudo de avaliação elaborado de acordo com o disposto e seguindo os procedimentos previstos no artigo 48 deste estatuto” (PETRORIO S.A., *s. d.*).

9 “Parágrafo 4º – A realização da OPA mencionada no *caput* deste artigo poderá ser dispensada mediante voto favorável de acionistas reunidos em assembleia geral especialmente convocada para este fim, observadas as seguintes regras: (i) a referida assembleia geral será instalada, em primeira convocação, com a presença de acionistas representando mais da metade do capital, e em segunda convocação com acionistas que represen-

aquisições hostis e ao mesmo tempo deixava a decisão de dispensa aos acionistas, cabendo ao conselho apenas a emissão de parecer não vinculante.

Portanto, seja pelo aspecto institucional, seja pelas condições específicas, compreende-se que houve desvio de poder.

Além de haver inúmeras inconsistências do ponto de vista da governança, como votação em conflito de interesses, falta de transparência na documentação enviada à assembleia de acionistas e acumulação de cargos de diretor-presidente e presidente do conselho, os membros beneficiados pelo plano não exerceram suas atribuições no sentido do interesse social. Ao contrário, existem provas de que a tomada de decisão dos conselheiros independentes foi afetada pela ameaça à integridade da companhia.<sup>10</sup>

Assim, demonstra-se como o conflito de agência reproduzido na remuneração dos administradores pode suscitar decisões que manejem os recursos corporativos para fins diversos do social. Por isso, os pacotes de indenização merecem maior atenção e os acionistas maior proteção, tendo em vista que o crescimento do mercado de capitais também depende de justa regulação para garantia da legalidade na atuação empresarial.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os *severance packages* são instrumentos de incentivo que visam alinhar os interesses dos administradores e acionistas. São pacotes de indenização usualmente celebrados com executivos do alto escalão da companhia a fim de mitigar problemas de gestão, como a aversão ao risco.

O benefício é firmado como um acordo na empresa, e admite criatividade na elaboração das hipóteses de disparo. Um exemplo comum é a vinculação da indenização à alteração do controle, que garante aos administradores estabilidade na realização dos projetos. Nessa forma, o pacote costuma ser nomeado como *golden parachute* e também constitui uma medida defensiva à tomada de controle nos sistemas de capital disperso.

...

tem mais de 30% (trinta por cento) do capital da Companhia; (ii) a dispensa de realização da OPA será considerada aprovada com o voto da maioria simples dos acionistas presentes, seja em primeira ou segunda convocação; (iii) não serão computadas as ações detidas pelo Acionista Adquirente para fins de determinação do quórum de instalação, conforme item 'i' acima, ou do quórum de deliberação, conforme item 'ii' acima; e (iv) O Acionista Adquirente está proibido de votar na assembleia" (PETRORIO S.A., *s. d.*).

<sup>10</sup> Nesse sentido, o *Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa* do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) dispõe que, "se o conselheiro identificar pressões indevidas ou sentir-se constrangido e não for possível manter sua autonomia, ele deve, no limite, renunciar ao cargo, sem prejuízo a eventual formulação de denúncia à assembleia geral e/ou ao órgão regulador" (IBGC, 2015, p. 44).

Ainda que exista evidência sobre o aumento do risco da empresa decorrente do estímulo à tomada de decisão, a legalidade da contratação depende do processo de aprovação e do interesse social. No Brasil, a competência de aprovação é da assembleia geral e aos administradores cabe o cumprimento dos seus deveres fiduciários na formulação da proposta. Tanto a escolha da forma de remuneração como os valores despendidos pela companhia devem ser justificados aos acionistas, com total transparência das deliberações.

Ocorre que predomina no país o sistema de capital concentrado, de modo que a alteração do controle é objeto de uma decisão de venda. Como não existe nesse cenário um mercado de controle acionário desenvolvido a ponto de pressupor a ameaça de tomada de controle hostil, as medidas defensivas aumentam o risco de entrenchement da gestão. Dessa maneira, caso o benefício dos executivos seja justificado como uma medida defensiva, argumenta-se que a estrutura acionária da companhia e o mercado no qual a companhia está inserida devem auxiliar na verificação do interesse social.

Analisando o *severance package* da HRT, concluiu-se que a justificativa dos administradores para aprovação do benefício não se sustenta. Ainda que o controle fosse minoritário, não houve movimentações do mercado suficientes para indicar a ameaça de aquisição hostil. Igualmente, a existência de outra medida defensiva no estatuto social mostrou-se importante para constatar que o instrumento não era conveniente aos fins sociais.

Entende-se que a decisão da CVM deixou de contribuir para a proteção dos acionistas da companhia, uma vez que não se atentou aos aspectos institucionais relevantes à avaliação da conveniência do instrumento.

## REFERÊNCIAS

AGRAWAL, Anup; KNOEBER, Charles. Managerial Compensation and the Threat of Takeover. *Journal of Financial Economics*, [s. l.], v. 47, p. 219-239, 1998.

ALMAZAN, Andres; SUAREZ, Javier. Entrenchment and Severance Pay in Optimal Governance Structures. *The Journal of Finance*, [s. l.], v. 58, n. 2, p. 519-547, abr. 2003.

BEBCHUK, Lucian Arye. Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control. *The Quarterly Journal of Economics*, [s. l.], v. 109, n. 4, p. 957-993, nov. 1994.

BEBCHUK, Lucian Arye; COATES, John; SUBRAMANIAN, Guhan. The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence & Policy. *Stanford Law Review*, [s. l.], v. 54, n. 5, p. 887-951, 2002.

BEBCHUK, Lucian Arye; COHEN, Alma; WANG, Charles. Golden Parachutes and the Wealth of Shareholders. *Journal of Corporate Finance*, [s. l.], n. 25, p. 140-154, abr. 2014.

BEBCHUK, Lucian Arye; FRIED, Jesse. *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*. Cambridge: Harvard University Press, 2004.

BERTRAND, Marianne; MULLAINATHAN, Sendhil. Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Preferences. *Journal of Political Economy*, [s. l.], v. 111, n. 5, p. 1043-1075, out. 2003.

CADMAN, Brian; CAMPBELL, John; KLASA, Sandy. Are Ex Ante CEO Severance Pay Contracts Consistent with Efficient Contracting? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, [s. l.], v. 51, n. 3, p. 737-769, jun. 2016.

CAIXE, Daniel Ferreira; KRAUTER, Elizabeth. A influência da estrutura de propriedade e controle sobre o valor de mercado corporativo no Brasil. *Revista de Contabilidade e Finanças*, São Paulo, Universidade de São Paulo, v. 24, n. 62, p. 142-153, maio/ago. 2013.

CARVALHOSA, Modesto. As *poison pills* estatutárias na prática brasileira – Alguns aspectos de sua legalidade. In: CASTRO, Rodrigo Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (coords.). *Direito societário: desafios atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 19-29.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 2. ed. São Paulo: Saraiva: 2003. v. 4. t. II.

CHOI, Albert; LUND, Andrew; SCHONLAU, Robert J. Golden Parachutes and the Limits of Shareholder Voting. *Vanderbilt Law Review*, [s. l.], v. 73, n. 1, p. 223-266, 2020.

CLAESSENS, Stijn *et al.* Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. *The Journal of Finance*, [s. l.], v. 57, n. 6, p. 2741-2771, dez. 2002.

CLARK, Robert Charles. *Corporate Law*. Boston: Little, Brown and Company, 1986.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Boletim de Mercado n. 84*. 29 out. 2020. Disponível em: [http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/boletimmercado/anexos/BoletimdeMercado\\_84\\_102020.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/boletimmercado/anexos/BoletimdeMercado_84_102020.pdf). Acesso em: 30 out. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Processo Administrativo Sancionador n. RJ2013/11703*. Relatório do diretor Gustavo Tavares Borba. Data da sessão de julgamento: 31.07.2018. Disponível em:

[https://conteudo.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2018/20180731\\_PAS\\_RJ201311703.html](https://conteudo.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2018/20180731_PAS_RJ201311703.html).  
Acesso em: 11 jul. 2022.

CORDEIRO, Antonio Menezes. Da tomada de sociedades (*takeover*): efectivação, valoração e técnicas de defesa. *Revista da Ordem dos Advogados*, Lisboa, ano 54, v. 3, p. 761-777, dez. 1994.

EIZIRIK, Nelson Laks. *Direito societário: estudos e pareceres*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

GAUGHAN, Patrick. *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*. 6. ed. Nova Jersey: John Wiley & Sons, 2015.

GILLAN, Stuart; HARTZELL, Jay; PARRINO, Robert. Explicit Versus Implicit Contracts: Evidence from CEO Employment Agreements. *The Journal of Finance*, [s. l.], v. 64, n. 4, p. 1629-1655, ago. 2009.

GOLDMAN, Eitan Moshe; HUANG, Peggy Peiju. Contractual vs. Actual Separation Pay Following CEO Turnover. *Management Science*, [s. l.], v. 61, n. 5, p. 931-1193, set. 2014.

HARTZELL, Jay; OFEK, Eli; YERMACK, David. What's in It for Me? CEOs Whose Firms are Acquired. *The Review of Financial Studies*, [s. l.], v. 17, n. 1, p. 37-61, jan. 2004.

INDERST, Roman; MUELLER, Holger. CEO Replacement under Private Information. *The Review of Financial Studies*, [s. l.], v. 23, n. 8, p. 2935-2969, 2010.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 5. ed. São Paulo: IBGC, 2015.

JENSEN, Michael. Takeovers: Their Causes and Consequences. *The Journal of Economic Perspectives*, [s. l.], v. 2, n. 1, p. 21-48, 1988.

JENSEN, Michael. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, [s. l.], v. 76, n. 2, p. 323-329, maio 1986.

JENSEN, Michael; MECKLING, William. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, [s. l.], v. 3, n. 4, p. 305-360, out. 1976.

JENSEN, Michael; RUBACK, Richard. The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence. *Journal of Financial Economics*, [s. l.], v. 11, n. 1-4, p. 5-50, abr. 1983.

LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992.

LOBO, Carlos Augusto da Silveira. Sociedades coligadas, controladoras e controladas. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coords.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 2. p. 2031-2044.

MANNE, Henry. Mergers and the Market for Corporate Control. *The Journal of Political Economy*, [s. l.], v. 73, n. 2, p. 110-120, abr. 1965.

MANSI, Sattar; WALD, John; ZHANG, Andrew. Severance Agreements and the Cost of Debt. *Journal of Corporate Finance*, [s. l.], v. 41, p. 426-444, dez. 2016.

MANSO, Gustavo. Motivating Innovation. *The Journal of Finance*, [s. l.], v. 66, n. 5, p. 1823-1860, out. 2011.

MARQUES, Thiago de Ávila; GUIMARÃES, Thayse Machado; PEIXOTO, Fernanda Maciel. A concentração acionária no Brasil: análise dos impactos no desempenho, valor e risco das empresas. *Revista de Administração Mackenzie*, São Paulo, v. 16, n. 4, p. 100-133, jul./ago. 2015.

MASULIS, Ronald; WANG, Cong; XIE, Fei. Corporate Governance and Acquirer Returns. *Journal of Finance*, [s. l.], v. 62, n. 4, p. 1851-1889, ago. 2007.

MEULBROEK, Lisa *et al.* Shark Repellents and Managerial Myopia: An Empirical Test. *Journal of Political Economy*, [s. l.], v. 98, n. 5, p. 1108-1117, out. 1990.

MITCHELL, Mark; LEHN, Kenneth. Do Bad Bidders Become Good Targets? *Journal of Political Economy*, [s. l.], v. 98, n. 2, p. 372-398, abr. 1990.

MORCK, Randall; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions? *The Journal of Finance*, [s. l.], v. 45, n. 1, p. 31-48, mar. 1990.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013.

MUSCARELLA, Christopher; ZHAO, Jing. Promoting the Quiet Life or Risk-Taking? CEO Severance Contracts and Managerial Decision-Making, jun. 2015. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1787221>. Acesso em: 12 mar. 2020.

NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas defensivas à tomada de controle de companhias*. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

PETRORIO S.A. *Estatuto Social da HRT Participações em Petróleo S.A.* [S. l.], [s. d.].

RAU, Raghavendra; XU, Jin. How Do Ex Ante Severance Pay Contracts Fit into Optimal Executive Incentive Schemes? *Journal of Accounting Research*, [s. l.], v. 51, n. 3, p. 631-671, jun. 2013.

SCHWAB, Stewart; THOMAS, Randall. An Empirical Analysis of CEO Employment Contracts: What Do Top Executives Bargain For? *Washington and Lee Review*, [s. l.], v. 63, n. 1, p. 231-270, 2006.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, [s. l.], v. 52, n. 2, p. 737-783, jun. 1997.

STEWART, James. Let's Stop Rewarding our Failed CEOs. *The New York Times*, 1º out. 2011. Disponível em: <https://www.nytimes.com/2011/10/01/business/lets-stop-rewarding-failed-ceos-common-sense.html>. Acesso em: 17 out. 2022.

THE NEW YORK TIMES. On McDonald's and Morality. 11 ago. 2020. Disponível em: <https://www.nytimes.com/2020/08/11/business/dealbook/mcdonalds-ceo-severance.html>. Acesso em: 25 out. 2020.

VIANA JUNIOR, Dante Baiardo Cavalcante; CRISÓSTOMO, Vicente Lima. Implicações da concentração de controle acionário sobre o *disclosure* socioambiental: evidências empíricas no Brasil. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, São Paulo, v. 21, n. 4, p. 906-927, out./dez. 2019.

ZHAO, Jing. Entrenchment or Incentive? CEO Employment Contracts and Acquisition Decisions. *Journal of Corporate Finance*, [s. l.], v. 22, p. 124-152, set. 2013.

**COMO CITAR ESTE ARTIGO:**

SILVEIRA, Gabriel Abreu da; KLEIN, Vinícius. O *severance pay* no Brasil: uma análise do Caso HRT. *Revista Direito GV*, São Paulo, v. 18, n. 3, set./dez. 2022, e2236. <https://doi.org/10.1590/2317-6172202236>

*Gabriel Abreu da Silveira*

MESTRE EM ECONOMIA PELA UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ (UFPR). ESPECIALISTA EM DIREITO EMPRESARIAL PELA ACADEMIA BRASILEIRA DE DIREITO CONSTITUCIONAL (ABDCONST).  
ADVOGADO.

*silveira.abreu@gmail.com*

*Vinicius Klein*

DOUTOR EM DIREITO CIVIL PELA UNIVERSIDADE DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO (UERJ). DOUTOR EM DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E MESTRE EM DIREITO DAS RELAÇÕES SOCIAIS PELA UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ (UFPR). PROFESSOR ADJUNTO DE DIREITO E ECONOMIA NA GRADUAÇÃO E NO MESTRADO PROFISSIONAL EM ECONOMIA NA UFPR. PROCURADOR DO ESTADO DO PARANÁ.

*viniciusklein78@yahoo.com.br*