

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

Giulia Barreto Freitas

AS POISON PILLS COMO MECANISMO DE DEFESA DE SOCIEDADES
ANÔNIMAS DE CAPITAL ABERTO EM CASO DE OFERTA PÚBLICA DE
AQUISIÇÃO HOSTIL

SÃO PAULO – SP

2022

Giulia Barreto Freitas

Monografia apresentada como requisito básico para a conclusão do Curso de Direito da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo.

Orientadora: Profa. Dra. Alessandra Tridente.

SÃO PAULO – SP

2022

RESUMO

A presente monografia visa o estudo e a análise das cláusulas de *poison pills* como instrumentos de proteção de sociedades anônimas de capital aberto em caso de uma oferta pública de aquisição de controle hostil. Para atingir esse objetivo, serão analisados conceitos intrínsecos ao tema, como o conceito e a evolução das sociedades anônimas, a definição de sociedades anônimas de capital aberto e a noção de poder de controle dentro dessas companhias abertas. De mesmo modo, será estudada as ofertas de aquisição de controle das companhias, mais especificamente as ofertas de aquisição de controle hostil, como forma de construir um raciocínio lógico por trás da utilização e importância das cláusulas de *poison pills* como um mecanismo de defesas dessas companhias.

Palavras-chave: Sociedade Anônima. Companhia Aberta. Poder de Controle. Oferta Pública de Aquisição Hostil. *Poison Pills*.

ABSTRACT

This thesis aims to study and analyze *poison pills* articles as protective mechanisms used by publicly-held companies in the event of a hostile takeover bid. In order to achieve this objective, this study intends to analyze intrinsic concepts to the theme, such as the concept and evolution of corporations, the definition of publicly-held corporations, and the notion of power of control within these publicly-held companies. Furthermore, this thesis will study takeover bids, more specifically hostile takeover bids, as a way to build a logical reasoning behind the use and the importance of the *poison pills* articles as a defense mechanism used by these companies.

Keywords: Corporation. Public-Held Company. Power of Control. Takeover Bid. Poison Pills.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	7
2. AS SOCIEDADES ANÔNIMAS	9
2.1 Origem e Evolução histórica	9
2.2 Conceito	12
2.3 Sociedade Anônima De Capital Fechado e Sociedade Anônima de Capital Aberto	14
3. O PODER DE CONTROLE NAS SOCIEDADES ANÔNIMAS.....	17
3.1 Conceito de Controle.....	17
3.1.1 Controle Interno.....	20
3.1.1.1 <i>Controle Totalitário</i>	21
3.1.1.2 <i>Controle Majoritário</i>	21
3.1.1.3 <i>Controle Minoritário</i>	22
3.1.1.4 <i>Controle Gerencial</i>	22
3.2 Aquisição de Controle nas Companhias Abertas	23
4. A OFERTA PÚBLICA DA AQUISIÇÃO DE AÇÕES	25
4.1 Considerações gerais.....	25
4.2 A Oferta Pública de Aquisição Obrigatória	26
4.2.1 OPA Obrigatória por Fechamento de Capital	26
4.2.2 OPA Obrigatória por Aumento de Participação	27
4.2.3 OPA Obrigatória por Alienação de Controle	28
4.3 A Oferta Pública de Aquisição Voluntária.....	29
4.3.1 OPA de Aquisição de Controle de Companhia Aberta	30
4.3.2 OPA Concorrente	31
4.4 A Oferta Pública de Aquisição Hostil.....	32
5. AS <i>POISON PILLS</i> COMO INSTRUMENTOS DE PROTEÇÃO DAS COMPANHIAS ABERTAS CONTRA A OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO HOSTIL.....	34
5.1 Classificação das <i>Poison Pills</i>	35
5.2 Aplicabilidade da <i>Poison Pills</i> nas Empresas Brasileiras	36
5.2.1 Cláusulas Pétreas ou Pílulas Blindadas	38
6. CONCLUSÃO	41
7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	43

1. INTRODUÇÃO

Na sociedade atual, a conjuntura econômico-financeira é substancialmente centrada em empresas, das mais diversas estruturas societárias. Uma relevante parcela dessas empresas está constituída sob a forma de sociedades anônimas. Esta estrutura proporciona as mais variadas vantagens, mas principalmente, permite a expansão do alcance das empresas para arrecadação de capital.

Em vista da importância dessas sociedades anônimas – as quais serão referidas, muitas vezes, ao longo deste trabalho como companhia – a presente monografia possui como objetivo o estudo das cláusulas de *poison pills* estatutárias como mecanismo de defesa de sociedades anônimas de capital aberto em face de uma oferta pública de aquisição de controle hostil.

Para atingir este objetivo, serão estudadas as sociedades anônimas, desde os primórdios de sua existência, passando pela evolução histórica de seu conceito e da forma como já foram regulamentadas, até sua conceituação atual e os principais diplomas legais que regulamentam essas companhias no Brasil.

Ademais, para que seja possível introduzir propriamente este trabalho, destacamos que as sociedades anônimas são pessoas jurídicas de direito privado que possuem seu capital social dividido em valores mobiliários representativos de um investimento. Estes valores mobiliários são as ações de emissão das companhias e, os indivíduos titulares dessas ações são os acionistas, os quais respondem pelas obrigações sociais da companhia limitadamente ao preço das ações que detém.¹

Ainda, as sociedades anônimas podem ter seu capital aberto ou fechado. Para fins desta monografia, serão explorados ambos os conceitos, porém o foco será maior nas sociedades anônimas de capital aberto, ou companhias abertas, porquanto, tratar-se-á das operações de aquisição realizadas a partir de ofertas públicas de aquisição de ações (OPA), em especial as que visam a aquisição de

¹ COELHO, Fabio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial** – Vol. 2. 16ª ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2012, p. 95.

controle de companhias abertas, prevista nos artigos 257 a 263 da Lei 6.404 de 1976 (LSA).

Dessa forma, a partir do estudo das companhias abertas e das OPAs, serão analisadas as situações em que é realizada uma OPA que não é desejada pelos administradores e acionistas da companhia. Estas OPAs são denominadas de OPAs hostis, uma vez que enfrentam resistência da companhia alvo.

Nesse contexto apresentado pela realização de uma OPA hostil, torna-se de extrema relevância entender quais são os mecanismos de defesa de uma companhia aberta contra uma aquisição de controle hostil. Esta monografia irá focar na espécie de mecanismo de defesa chama de *poison pills*, e sua aplicabilidade no mercado de valores brasileiro.

2. AS SOCIEDADES ANÔNIMAS

2.1 Origem e Evolução histórica

O regime das sociedades anônimas foi sendo construído ao longo do tempo e, segundo Modesto Carvalhosa, a evolução desta disciplina jurídica pode ser dividida em dois grandes períodos. O primeiro período é caracterizado pela evolução legislativa em busca de facilitar a constituição e o funcionamento das companhias. Já o segundo período, o qual indica ter sido iniciado após o advento da liberdade de constituição, teve como intuito reforçar a regulamentação legal das sociedades anônimas, como forma de tentar impedir abusos cometidos pelos administradores e controladores dessas companhias.²

A origem das sociedades anônimas não é certa, uma vez que alguns autores afirmam que essas companhias surgiram em Roma com as *societates publicanorum* ou *societates vectigalium*, as quais eram caracterizadas por terem personalidade jurídica, limitação de responsabilidade e continuidade após a morte de seus sócios.³ Entretanto, outros acreditam que as sociedades anônimas surgiram na Itália renascentista como empresas que desenvolviam atividades econômicas de grande envergadura visando atender um interesse público, como por exemplo, a emissão de títulos, cujo pagamento era garantido pela arrecadação de tributos como forma de garantir a sua liquidação.⁴

Entretanto, conforme a doutrina majoritária, foram com a companhias coloniais, organizadas pelos estados modernos a partir da expansão da política colonizatória nos séculos XVII e XVIII, que as sociedades anônimas ganharam maior importância, e ficou claro o grande interesse estatal nessas companhias. Nesse sentido, a evolução histórica das sociedades anônimas é dividida em períodos de maior intervenção estatal, as vezes interrompidos por períodos com um maior liberalismo, porém sempre o interesse público esteve presente.

Tendo em vista que a intervenção estatal sempre esteve presente na história do instituto das sociedades anônimas, e que as sociedades anônimas nasceram da

² CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Fernando. **Sociedades Anônimas Vol. 3.** 2ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018, p. 50.

³ CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Fernando. **Sociedades Anônimas Vol. 3.** 2ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018, p. 51.

⁴ COELHO, Fábio Ulhôa. **Curso de Direito Comercial Vol. 2:** Direito de Empresa. 16ª. ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2012, p. 87 e 88.

vontade de comerciantes a se aliarem ao estado na exploração de atividades e empreendimentos econômicos e políticos, a doutrina divide essa trajetória em três períodos principais: outorga estatal, autorização administrativa e regulamentação.

As sociedades anônimas constituíam-se, no início, por um ato de outorga do poder estatal, sendo assim um ato legislativo, por meio do qual os soberanos concediam o monopólio sobre o comércio de determinadas zonas ou colônias. Foi nesse período que surgiu a noção de sociedade como pessoa jurídica como forma de explicar essa nova forma societária, a qual possuía obrigações e direitos distintos de seus sócios, pois até este período, não havia um regime jurídico de sociedade que proporcionava aos investidores a limitação de suas eventuais perdas.⁵

Nas companhias, a contribuição do Estado era em forma de privilégios jurídicos e direitos de monopólio. Além disso, estes empreendimentos exerciam atividades próprias do Estado, como no caso das companhias colonizadoras com a conquista e colonização de novos territórios. Porém, da mesma forma que o Estado tinha o poder de permitir a constituição das companhias, ele também tinha o poder de dissolver a sociedade.

Nesse sentido, ao investidor contribuinte era garantido um comprovante de participação na companhia que, caso necessário, assegurava seu direito de ação contra a companhia em relação aos lucros e capital investido. Foi dessa garantia dada ao investidor que se originou o termo "ação" para se referir à parcela correspondente do investidor no capital social da companhia.

A primeira regulamentação a respeito da outorga estatal surgiu em 1720 na Inglaterra com a edição do *Bubble Act*, desenvolvido em razão da falência da "Companhia dos Mares do Sul". Este ato permitia que o Estado restringisse a criação das companhias, assim como tivesse o poder de nulas as companhias que, em seu entendimento, tivessem atividades especulativas e que pudessem causar danos à economia popular. Essas séries de restrições levaram com que as companhias desenvolvessem as *partnerships*, instituto que influencia o Direito inglês até os dias atuais.

⁵ COELHO, Fábio Ulhôa. **Curso de Direito Comercial Vol. 2:** Direito de Empresa. 16ª. ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2012, p. 89.

No Brasil, a constituição de sociedades anônimas por meio de outorga estatal foi concretizado no século XVII, e tornou-se mais marcante após a chegada na Família Real em território brasileiro, que na época era uma colônia de Portugal, com a criação do Banco do Brasil e da Companhia de Seguros Boa-Fé.

Com a evolução do capitalismo, a outorga estatal deixou ser a garantia de monopólio, por meio de um ato legislativo e transformou-se em um instrumento de controle da captação pública de recursos. Dessa forma, a outorga estatal agora era um ato administrativo de autorização para constituição das companhias e obtenção de recursos dos investidores.

Nesse sentido, o Código Comercial francês, promulgado em 1807, foi o primeiro diploma legal a recepcionar as sociedades anônimas e extinguir o sistema de outorga, instaurando a exigência de autorização administrativa.⁶ Ademais, esse diploma considera a companhia um negócio jurídico de Direito Privado, considerando a sociedade anônima como uma organização social, sujeita a regras gerais aplicáveis ao Direito Privado, mas submetidas à autorização governamental. Segundo Modesto Carvalhosa e Fernando Kuyven, a origem da moderna sociedade anônima encontra-se no Código Francês de 1807, que determinou o elemento essencial que não estava presente nas companhias coloniais: a limitação de responsabilidade dos acionistas.⁷

O Código Francês influenciou a legislação da maioria dos países europeus, que passaram a adotar a autorização administrativa ao invés da outorga estatal. No Brasil, o regime de autorização administrativa foi adotado a partir do decreto imperial de 1849, e incorporado pelo Código Comercial em 1850.

Em 1862 na Inglaterra, por meio do *Companies Act*, foi instituída a livre constituição de sociedades. Em seguida, em 1867, para manter a competitividade com a Inglaterra, a França também liberalizou a constituição das companhias. A partir daí os países europeus foram se adaptando e adotando o sistema de liberdade regulamentada, no qual dependia-se somente de um registro do ato constitutivo da sociedade anônima.

⁶ PEREIRA, Alexandre Demetrius. **Direito Comercial – Sociedade por Ações**. 3ªed. São Paulo: Revista do Tribunais, 2013, p. 49.

⁷ CARVALHOSA, Modesto. KUYVEN, Fernando. **Sociedades Anônimas Vol. 3**. 2ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018, p. 55.

Nesse sentido, vemos que a evolução da sociedade anônima se deu pela mudança dos seus sistemas de formação, iniciando-se com a outorga estatal, evoluindo para a autorização administrativa e, por fim, atingindo a liberdade regulamentada, que ainda vigora.

2.2 Conceito

O Conceito de sociedade anônima já foi e ainda é bastante explorado pela doutrina. Nas palavras de Fábio Ulhôa Coelho:

A sociedade anônima, também referida pela expressão “companhia”, é a sociedade empresária com capital social dividido em ações, espécie de valor mobiliário, na qual os sócios, chamados acionistas, respondem pelas obrigações sociais até o limite do preço de emissão das ações que possuem.⁸

Tendo em vista a definição acima e, ainda, os ensinamentos de Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões de Pedreira, a sociedade anônima é uma pessoa jurídica de direito privado cujo capital social, seja ele aberto ou fechado, é dividido em ações. As ações são títulos negociáveis, inclusive no mercado de valores mobiliários, que podem representar uma alternativa de investimento para o público em geral. Os detentores dessas ações são denominados de “acionistas” e possuem responsabilidade limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas.

9

Nesse sentido, segundo Tullio Ascarelli, existem dois princípios que podemos considerar como fundamentais ao instituto da sociedade anônima uma vez que deles decorre grande parte da legislação que regula a sociedade anônima, são eles: o princípio da responsabilidade limitada e o princípio da divisão do capital em ações.¹⁰

O princípio da responsabilidade limitada pode ser resumido pela afirmação de que o acionista, embora ilimitadamente responsável perante a companhia, não é responsável pelas dívidas sociais pelas quais responde a companhia. Isso porque,

⁸ COELHO, Fábio Ulhôa. **Curso de Direito Comercial Vol. 2: Direito de Empresa**. 16ª. ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2012, p. 93.

⁹ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das Companhias**, 2ª ed. Rio de Janeiro, Editora Forense, 2017, p. 21.

¹⁰ ASCARELLI, Tullio. **Problemas das Sociedades Anônimas e o Direito Comparado**. São Paulo: Editora Saraiva, 1969, apud. SCINISIO, Alaôr Eduardo. **As Maiorias Acionárias e o Abuso do Direito**. Rio de Janeiro: Editora Forense. 1998, p. 319.

companhia e acionista constituem pessoas jurídicas distintas; ou seja, nem o acionista pode obrigar a sociedade, nem a sociedade pode obrigar o acionista. De forma mais ilustrativa, é possível demonstrar a sua separação da seguinte forma: nome e sede da companhia diferem do nome e domicílio do acionista; o patrimônio do acionista é separado do patrimônio da sociedade, as dívidas da sociedade não são as do acionista e assim por diante. A responsabilidade limitada coaduna-se, portanto, com a personalidade jurídica da sociedade e com a rigorosa distinção entre o patrimônio do acionista e o da sociedade.

O segundo princípio, isto é, o princípio da divisão do capital em ações, decorre da irrelevância da pessoa do acionista no que respeita à identificação da sociedade, haja vista a maior importância atribuída à contribuição do sócio e não às suas qualidades pessoais. Nesse sentido, as ações da sociedade anônima são necessariamente transferíveis, isto é, é livre a negociação de ações, não obstante a imposição às transferências pelo Estatuto Social, conforme prevê o art. 36 da Lei 6404/76. No entanto, a transferência de ações, mesmo se restringida pelo Estatuto Social, nunca poderá ser impedida, tendo em vista que, para a companhia, não importam as qualidades pessoais dos sócios, apenas sua contribuição patrimonial.

Passando à uma análise das disposições legais brasileiras que tratam deste Instituto, podemos notar os aspectos sobre as sociedades anônimas citados acima no artigo 1º da Lei nº 6404/76, a Lei das Sociedades Anônimas, dispõe que “ A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas.”¹¹

Adicionalmente, e de forma a concluir a análise da conceituação das sociedades anônimas, destaca-se as redações trazidas pelo artigo 2º, §1º da Lei das Sociedades Anônimas e pelo artigo 982 do Código Civil:

Art. 2º Pode ser objeto da companhia qualquer empresa de fim lucrativo, não contrário à lei, à ordem pública e aos bons costumes. § 1º Qualquer que seja o objeto, a companhia é mercantil e se rege pelas leis e usos do comércio.¹²

¹¹ BRASIL. **Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/lis/l6404consol.htm>. Acesso em: 13 out. 2022.

¹² BRASIL. **Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Diário

De igual modo o artigo 982 da referida lei preceitua em seu parágrafo único que “Independentemente de seu objeto, considera-se empresária a sociedade por ações; e simples, a cooperativa.”¹³

Em vista desses artigos e do exposto acima, é possível afirmar que as sociedades anônimas são sociedades empresárias de responsabilidade limitada quanto a seus acionistas, cujo capital é dividido em ações. E em conjunto com o contexto histórico apresentado, é importante destacar como característica peculiar das sociedades anônimas a sua natureza mercantil, independente da atividade exercida por ela. Por fim, conclui-se que a sociedade anônima é, e sempre foi, um instrumento fundamental da economia capitalista, utilizada com forma de captação de recursos populares e para criação de grandes empreendimentos comerciais desde o colonialismo europeu.

2.3 Sociedade Anônima De Capital Fechado e Sociedade Anônima de Capital Aberto

As sociedades anônimas podem ser classificadas em dois tipos: sociedades anônimas de capital fechado e sociedades anônimas de capital aberto, conforme já mencionado acima. Esta classificação depreende-se do artigo 4º, caput, da Lei das Sociedades Anônimas, o qual prevê que “Para os efeitos desta lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários.”¹⁴

Com relação às sociedades anônimas de capital fechado, ou companhias fechadas, ressalta-se o que são revestidas de caráter contratual, o que permite que sejam regidas primordialmente por normas derivadas da autonomia da vontade, como forma de disciplinar os interesses dos seus sócios. Já nas sociedades anônimas de capital aberto, ou companhias abertas, como a intenção é ter suas ações negociadas no mercado, a companhia aberta deve ser registrada e ter seus

Oficial da União, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/lis/lis/l6404consol.htm>. Acesso em: 14 set. 2022.

¹³ BRASIL. **Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002**. Institui o Código Civil. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, 11 jan. 2002. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406compilada.htm>. Acesso em: 14 set. 2022.

¹⁴ BRASIL. **Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/lis/lis/l6404consol.htm>. Acesso em: 14 set. 2022.

valores mobiliários registrados perante a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), órgão que possui a função de resguardar a lisura da negociação no mercado, tornando este processo confiável e atrativo aos investidores. O registro inicial de companhia aberta é disciplinado pela Instrução CVM n. 480, de 7 de dezembro de 2009.¹⁵

Nesse sentido, as companhias fechadas somente podem emitir ações para subscrição particular, ou seja, as ações emitidas apenas têm valor de negociação privada, enquanto as companhias abertas, além de ações com valor de negociação privada, também podem ter, e geralmente têm, o valor de mercado. As companhias fechadas, a ocasião em que pretendam alargar o universo de pessoas às quais apresentará a ação como opção atraente, terá de abrir o seu capital, solicitando os registros hábeis junto à CVM.¹⁶

Ainda em relação às companhias abertas, a Instrução da CVM nº 480 prevê a divisão das companhias abertas quanto ao seu registro em duas categorias: a Categoria A e a Categoria B. A Categoria A autoriza a negociação de quaisquer valores mobiliários, enquanto a categoria B excepciona as ações e os títulos conversíveis em ações. Quanto a categoria B, leciona Marlon Tomazette:

A Categoria B autoriza a negociação de valores mobiliários nos mercados regulamentados, exceto de: (i) ações e certificados de depósito de ações; ou (ii) valores mobiliários que confirmam ao titular o direito de adquirir os valores mobiliários mencionados no item (i), em consequência da sua conversão ou do exercício dos direitos que lhes são inerentes, desde que emitidos pela própria companhia emissora dos valores mobiliários referidos no item (i) ou por uma sociedade pertencente ao grupo da referida companhia emissora.¹⁷

Em síntese, a diferença a companhia aberta é aquela cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários. A companhia fechada, ao invés disso, é a que não conta com essa admissão.¹⁸ Desse modo, a companhia aberta possui relações com todo mercado investidor, e deve obediência

¹⁵ TOMAZETTI, Marlon. **Curso de direito empresarial: Teoria geral e direito societário – Vol. 1.** 1ª ed. São Paulo: Editora Bookseller, 2022, p.182.

¹⁶ COELHO, Fabio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial – Vol. 2.** 16ª ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2018, Capítulo 19, p. 123 e 197.

¹⁷ TOMAZETTI, Marlon. **Curso de direito empresarial: Teoria geral e direito societário – Vol. 1.** 1ª ed. São Paulo: Editora Bookseller, 2022, p.182.

¹⁸ BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário.** 19ª ed. São Paulo: Editora Atlas, 2022, p.170.

a normas específicas que visam á sua proteção, enquanto na companhia fechada a relação é restrita aos acionistas.¹⁹

¹⁹ TOMAZETTI, Marlon. **Curso de direito empresarial: Teoria geral e ireito societário** – Vol. 1. 1ª ed. São Paulo: Editora Bookseller, 2022, p.182.

3. O PODER DE CONTROLE NAS SOCIEDADES ANÔNIMAS

O poder de controle das companhias já foi, e ainda é, objeto de estudo de diversos doutrinadores de direito societário. Nesse sentido, este capítulo tratará de conceitos intrínsecos à essa temática como “controle majoritário” e “acionista controlador”, bem como a análise da previsão legal de tais institutos, de forma a propiciar a devida introdução.

O principal aspecto deste tema que será estudado neste capítulo é alienação de controle, uma vez que esse conceito e seus desdobramentos são essenciais para o estudo das ofertas públicas de aquisição (OPA).

3.1 Conceito de Controle

Primeiramente, conforme abordado no capítulo anterior, existe uma característica fundamental das companhias que é chave para a discussão sobre o poder de controle: a divisão do seu capital social em ações. Esta característica está prevista no artigo 1º da Lei das Sociedades Anônimas²⁰, e cada ação concede ao seu proprietário, de modo geral, e conforme previsto no art. 110 desse diploma legal, o direito de um voto.²¹

O direito de voto, no entanto, não é previsto na Lei das Sociedades Anônimas como direito essencial do acionista, podendo, inclusive, não existir para os acionistas detentores das chamadas ações preferenciais, em consonância com o artigo 111²² da lei. Dessa forma, as ações ordinárias são as ações que proporcionam ao seu detentor o direito ao voto.

²⁰ Art. 1º A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas. BRASIL. **Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 17 dez. 1976. BRASIL. **Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/lis/l6404consol.htm>. Acesso em: 20 set. 2022.

²¹ Art. 110. A cada ação ordinária corresponde 1 (um) voto nas deliberações da assembleia-geral. BRASIL. **Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/lis/l6404consol.htm>. Acesso em: 20 set. 2022.

²² Art. 111. O estatuto poderá deixar de conferir às ações preferenciais algum ou alguns dos direitos reconhecidos às ações ordinárias, inclusive o de voto, ou conferi-lo com restrições, observado o disposto no artigo 109. BRASIL. **Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/lis/l6404consol.htm>. Acesso em: 20 set. 2022.

A distinção acima se faz importante, uma vez que colabora para a exploração de um ponto principal que será discutido no presente capítulo, e pode ser discutido e analisado diversas maneiras, isto é: a noção de que a quantidade de ações de posse de um acionista não necessariamente determina se este será detentor do controle da companhia ou não.

No sentido das afirmações acima, verifica-se que a definição do conceito de poder de controle ultrapassa o mero conceito de posse das companhias e, como pontuado acima, é um assunto de diversas discussões doutrinárias. Porém, identifica-se que o debate sobre o instituto teve seu desenvolvimento baseado nos estudos realizados por Adolf Berle e Gardiner Means²³, que, após análise da estrutura de diversas companhias norte-americanas, verificaram que o capital social dessas companhias era bastante diluído e que o poder decisório era exercido pelos administradores.

A partir dessa conclusão dos autores, surgiu uma tese fundamental para o conceito de poder de controle, a qual determina que há uma dissociação entre a propriedade do capital acionário e o exercício do poder de controle no âmbito da companhia. Nesse sentido, descatam:

O controle é um produto característico do sistema de sociedade anônima. (...) Como a direção de uma sociedade anônima é exercida por um conselho de diretores, podemos dizer, para simplificar, que o controle está nas mãos do indivíduo ou grupo de que tem o poder efetivo de selecionar o conselho de diretores (ou sua maioria), seja mobilizando o direito legal de escolhê-los – “controlando” a maioria dos votos de forma direta ou através de algum mecanismo legal -, seja exercendo pressão que influencia sua escolha. (...) Mas, na maioria dos casos, se se consegue determinar efetivamente quem tem o poder de selecionar os diretores, localiza-se o grupo de indivíduos que, por uma questão prática, pode ser considerado “o controle.”²⁴

Nessa linha, também doutrinou Orlando Gomes²⁵ ao diferenciar, de forma clara e precisa, o controlador do proprietário, sendo que, de acordo com os ensinamentos do autor em comento, o proprietário é aquele que tem o direito de dispor dos bens próprios e o controlador, por sua vez, é aquele que tem o direito de dispor sobre os bens alheios.

²³ BERLE, Adolf Augustus; MEANS, Gardiner Coit. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada**. 3ª. ed. São Paulo: Nova Cultural, 1988, p.85

²⁴ BERLE, Adolf Augustus; MEANS, Gardiner Coit. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada**. 3ª. ed. São Paulo: Nova Cultural, 1988, p.85.

²⁵ GOMES, Orlando. **Em tema de sociedades anônimas**. São Paulo: Revistas dos Tribunais, 1997.

Por sua vez, Modesto Carvalhosa entende que o poder de controle nas sociedades anônimas se apresenta no poder de dirigir as atividades e negócios sociais das companhias. Logo, é controlador aquele que exerce o poder internamente mediante o prevaecimento dos votos, ou externamente por meio de outros fatores extrassocietários. Ainda, Carvalhosa estabelece como o poder de controle reflete sobre os demais acionistas:

Em relação aos demais acionistas, o controle apresenta-se como o poder permanente de decidir por outrem, produzindo efeitos na esfera patrimonial destes, decorrentes dos resultados da gestão societária. No aspecto patrimonial, portanto, o exercício do poder de controle produz, quanto aos minoritários, efeitos indiretos, incidindo sobre o patrimônio acionário deles. Produz, obviamente, efeitos diretos sobre o patrimônio da Companhia.²⁶

Fabio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, em sua obra “O poder de controle na sociedade anônima,”²⁷ entendem que o poder de controle nas sociedades anônimas consiste no poder de dominação do controlador na sociedade, e aproxima o poder de controle à noção de soberania. Segundo os autores, o controle é a imposição de um poder de fato, por meio do qual uma pessoa ou um grupo de pessoas tem dominam todas as esferas decisórias da sociedade, podendo, portanto, de marcar a atividade econômica na sociedade com sua própria vontade capaz, portanto, delinear a atividade econômica exercida na sociedade com sua própria vontade, conforme indicado:

Ora, quando se fala em controle no sentido de dominação, na sociedade anônima, alude-se a um poder que transcende as prerrogativas legais da própria assembléia. Daí porque uma certa doutrina o aproxima, com razão, da noção de soberania. A comparação é feliz, pois dela se podem extrair, segundo pensamos, úteis conclusões para a definição do poder de controle nas sociedades privadas, desde que estabeleçam, preliminarmente, algumas precisões e distinções fundamentais nessa matéria, obscurecida por séculos de controvérsia ideológica.²⁸

Tendo em vista as definições apresentadas, temos que o poder de controle é uma situação de fato que decorre da formação, ou dissolução, de um bloco de ações

²⁶ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**: arts. 75 a 157. 5ª. ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2011, v.2, p. 588.

²⁷ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. ed. 6. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2017, p. 40-41.

²⁸ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. ed. 6. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2017, p. 12.

detidas por um acionista ou conjunto de acionistas que, em razão disso, tem assegurado a seu poder de decisão sobre as atividades da sociedade. Nas sociedades anônimas, a definição do poder de comando sempre é realizada em função da assembleia-geral, a qual constitui a última instância societária.²⁹

Ademais, é importante destacar que o controle pode ser diferenciado em duas espécies: o controle interno (*ab intus*) e o controle externo (*ab extra*). No controle interno o titular do controle atua por meio de mecanismos de poder próprios da estrutura societária da companhia. Por sua vez, no controle externo a pessoa, ou grupo de pessoas, titulares do controle não fazem parte de quaisquer órgãos da companhia, ou seja, o controle é exercido por influência de terceiro não acionista.

Este estudo não irá aprofundar o conceito de controle externo, tendo em vista que as OPAs ocorrem no âmbito de alienação de controle de poder interno.

3.1.1 Controle Interno

O conceito de controle interno, de extrema relevância para o estudo das OPAs, é aquele que existe “toda vez que esse poder estiver em mãos de titulares de direitos próprios de acionista, ou de administradores, pessoas físicas ou jurídicas, isoladamente ou em conjunto, de modo direto ou indireto”.³⁰

Originalmente, o conceito de controle interno foi explorado por Berle e Means³¹ e dividido em 5 (cinco) vertentes com fulcro na ideia de separação entre propriedade e controle. No entanto, para fins deste trabalho, será utilizada a divisão elaborada por Comparato, porquanto adaptada ao direito brasileiro.

Nesse ponto de vista, o conceito de controle interno foi dividido em 4 (quatro) modalidades: controle totalitário, controle majoritário, controle minoritário e controle gerencial.

²⁹ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. ed. 6. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2017, p. 17.

³⁰ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. ed. 6. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2017, p. 74.

³¹ BERLE, Adolf Augustus; MEANS, Gardiner Coit. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada**. 3ª. ed. São Paulo: Nova Cultural, 1988, p. 6.

3.1.1.1 Controle Totalitário

O controle totalitário, conforme Fabio Ulhoa Coelho³², sob a ótica das lições de Comparato, caracteriza-se pela concentração da quase totalidade das ações com direito a voto na propriedade de um único acionista ou um bloco majoritário composto por um grupo de acionistas. No contexto jurídico e econômico brasileiro, um exemplo de companhia com controle totalitário são as subsidiárias integrais, as quais encontram-se sob o controle totalitário da matriz.

3.1.1.2 Controle Majoritário

Por sua vez, o controle majoritário corresponde ao controle exercido por um acionista ou grupo de acionistas titular de mais da metade das ações com direito de voto.³³ Segundo Comparato, em todas as legislações societárias, nas quais a fórmula acionária foi desenvolvida para permitir a constituição de um vasto corpo acionário, estabeleceu-se o princípio majoritário de controle. Isso porque, a sociedade existe no interesse dos sócios, porquanto deve prevalecer a vontade da maioria, julgando cada qual segundo seu próprio interesse. Tal princípio está refletido no artigo 116 da Lei das Sociedades Anônimas, conforme abaixo:

Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

- a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e
- b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.³⁴

Nesse sentido, Comparato entende ser “usual que dois ou mais acionistas, ou grupo de acionistas, componham a maioria, associando interesses temporária ou permanentemente convergentes”.³⁵ Ainda, é importante ressaltar que o controle

³² COELHO, Fabio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial – Vol. 2.** 16ª ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2012, p. 348.

³³ COELHO, Fabio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial – Vol. 2.** 16ª ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2012, p. 348.

³⁴ BRASIL. **Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976.** Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. Acesso em: 21 set. 2022.

³⁵ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima.** ed. 6. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2017, p. 91.

majoritário pode se operar de diversas formas, porém é comumente formalizado e regulado por meio de um acordo de acionistas.

Há, contudo, certas exceções previstas na Lei das Sociedades Anônimas, ou até mesmo dispostas no estatuto social da companhia que determinam um quórum maior para deliberações de determinadas matérias, assim como outras exceções, dispostas na Lei das Sociedades Anônimas, nas quais é permitido o controle minoritário.

3.1.1.3 Controle Minoritário

Entende-se que é configurado o controle minoritário na hipótese em que inexistam um acionista ou grupo controlador que seja detentor de mais de 50% dos votos da companhia. Nessa situação, é necessário que haja uma grande dispersão acionária, existindo uma quantidade significativa de acionistas que não possuem interesse em exercer a gestão da companhia, e conseqüentemente, o controle da companhia é exercido por um acionista ou grupo de acionistas minoritários que se organizam para comparecer às assembleias e exercer o controle.³⁶ A respeito desse controle, leciona Fabio Ulhoa Coelho:

No (...) controle minoritário, o acionista controlador possui menos da metade das ações com direito a voto. Seu poder, portanto, não é estável, como nos casos anteriores, e, dependendo da articulação a que chegam os minoritários, ele fica exposto, na assembleia geral, até mesmo à possibilidade de perda da posição de mando. Nesse caso, a sessão do órgão é o local da disputa do próprio controle da companhia; nela, os blocos de acionistas se organizam, medem forças e lutam pela supremacia na condução dos negócios sociais. A celebração do ritual da lei é, então, indispensável à garantia dos direitos dos acionistas.³⁷

3.1.1.4 Controle Gerencial

Por fim, as companhias regidas pelo poder de controle gerencial possuem uma dispersão de ações tão grande que o controle da companhia é exercido pelos próprios administradores.³⁸ Nessas companhias, o controle é chamado, no linguajar

³⁶ TOMAZETTI, Marlon. **Curso de direito empresarial: Teoria geral e direito societário** – Vol. 1. 1ª ed. São Paulo: Editora Bookseller, 2022, p. 215.

³⁷ COELHO, Fabio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial – Vol. 2.** 16ª ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2012, p. 257.

³⁸ COELHO, Fabio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial – Vol. 2.** 16ª ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2012, p. 352.

do mercado de capitais brasileiro, de “controle pulverizado”, e apresenta um risco maior para os acionistas, uma vez que existem grandes chances do administrador negligenciar o interesse dos acionistas para privilegiar os seus próprios.³⁹

3.2 Aquisição de Controle nas Companhias Abertas

Conforme exposto acima, o poder de controle nas companhias pode se manifestar de diferentes formas, já classificadas anteriormente. Esta definição e classificação do poder nas companhias se faz mister para entender o interesse por trás da aquisição de controle de uma companhia e como é possível fazê-lo.

Nesse sentido, faz-se necessário entender os conceitos de aquisição e de alienação de controle nas companhias. Primeiramente, alienação foi definida na Lei das Sociedades Anônimas em seu artigo 254-A, §1º, da seguinte forma:

Art. 254-A

(...)

§1º Entende-se como alienação de controle a transferência, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade.⁴⁰

Entretanto, segundo Paulo Eduardo Penna, este dispositivo foi elaborado apenas elencando exemplos de transação que podem propiciar a alienação de controle, mas não é possível extrair um conceito geral aplicável a todas as alienações de controle a partir deste artigo.⁴¹ Nesse sentido, a ideia de alienação de controle apresentada pelo autor é:

Em síntese, haverá a alienação de controle quando o controlador transfere para um terceiro ações do bloco de controle em quantidade suficiente para

³⁹ COELHO, Fabio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial – Vol. 2.** 16ª ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2012, p. 408.

⁴⁰ BRASIL. **Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976.** Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 26 set. 2022.

⁴¹ PENNA, Paulo Eduardo. **Alienação de Controle de Companhia Aberta.** São Paulo: Editora Quartier Latim, 2012, p. 94.

que, de um lado, ocasionem a perda do poder de controle do alienante e, de outro, propiciem ao adquirente os meios para controlar a companhia.⁴²

Quanto à aquisição, conforme lecionam Lamy Filho e Bulhões Pedreira, esta pode ser originária ou derivada. A aquisição pode ser originária quando “quando resulta da formação, no patrimônio do acionista controlador, de bloco de controle que não existia – como universalidade – no patrimônio de outra pessoa”⁴³. Um exemplo de aquisição originária é a formação de grupo controlador mediante acordo de acionistas. Já a aquisição derivada acontece quando ocorre a transferência do poder de controle por pessoa que o detenha. Para tal, é necessário que exista um bloco de controle no patrimônio de uma pessoa, ou grupo de pessoas, e fato jurídico que consista na transmissão da propriedade do conjunto de ações.⁴⁴

São diversas as formas em que um interessado possa adquirir ações ou assegurar seu poder de controle, com a concordância da companhia ou não. Para fins deste trabalho, iremos tratar apenas da aquisição por meio de Oferta Pública de Ações e suas modalidades no Capítulo 4, abaixo.

⁴² PENNA, Paulo Eduardo. **Alienação de Controle de Companhia Aberta**. São Paulo: Editora Quartier Latim, 2012, p.97

⁴³ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das Companhias**, 2ª ed. Rio de Janeiro, Editora Forense, 2017, p. 601.

⁴⁴ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das Companhias**, 2ª ed. Rio de Janeiro, Editora Forense, 2017, p. 602.

4. A OFERTA PÚBLICA DA AQUISIÇÃO DE AÇÕES

Acima, foi apresentado um panorama de questões centrais - a origem da sociedade anônima, a natureza jurídica das companhias, bem como as noções de poder de controle e de aquisição de companhias abertas - por meio das quais foi possível chegar à forma de aquisição de companhia aberta que pode ensejar uma defesa por parte destas companhias, e, portanto, é mister para este estudo: a oferta pública de aquisição de ações.

A oferta pública de aquisição de ações pode ser obrigatória ou voluntária, conforme será demonstrado abaixo, cada uma tendo variadas modalidades.

4.1 Considerações gerais

Antes de adentrarmos as modalidades em que possam ser empregadas as ofertas públicas de ação, é essencial que sejam feitas algumas considerações gerais sobre esta forma de aquisição de ações. De acordo com Norma Jonssen Parente, a OPA, “em qualquer de suas modalidades, é a proposta oferecida fora da bolsa de valores a um número indeterminado de acionistas para a celebração de um negócio jurídico, qual seja, a compra de ações de determinada espécie ou classe.”⁴⁵

José Estevan de Almeida Prado afirma que, de acordo com a doutrina pacificada, as OPAs são caracterizadas como contratos de adesão, e conseqüentemente, um negócio jurídico de direito privado, em que o interessado faz sua proposta e anuncia suas condições e os destinatários concordam, aceitam ou recusam a oferta.⁴⁶ Entretanto, ao realizar a proposta, o ofertante está vinculado a ela não podendo revoga-la ou alterá-la unilateralmente, apenas em decorrência de sua vontade, enquanto que os aceitantes apenas estarão vinculados à proposta se expressarem concordância com seus termos.⁴⁷

Quanto à legislação referente às OPAs, a matéria é tratada na Lei das Sociedades Anônimas – artigo 4º, §4º, artigo 4º, §6º, artigo 254-A e artigo 257 – na Instrução CVM n. 358/02, que trata da divulgação de informação e fatos relevantes,

⁴⁵ PARENTE, Jonssen Norma. **Mercado de Capitais**. 2ª ed., São Paulo, Editora: Revista dos Tribunais, 2018, p. 505.

⁴⁶ PRADO, José Estevan de Almeida. **Fechamento do Capital Social**. Editora: Migalhas, 2010, p. 91.

⁴⁷ PRADO, José Estevan de Almeida. **Fechamento do Capital Social**. Editora: Migalhas, 2010, p. 92.

e na instrução CVM n. 361/02, a qual traz as modalidades de OPA e suas principais regras. Tendo em vista que a Instrução CVM 361/02 é o diploma mais extensivo sobre a temática, este será o mais explorado neste capítulo.

Assim, realizar-se-á no restante deste capítulo uma breve descrição sobre as modalidades de OPA existentes dentro do ordenamento jurídico brasileiro.

4.2 A Oferta Pública de Aquisição Obrigatória

A oferta pública de aquisição obrigatória é caracterizada pela obrigatoriedade por força de lei. Segundo Norma Jonssen Parente, nas ofertas públicas de aquisição obrigatórias “(...) o ofertante é obrigado, por força de lei, a proceder à oferta pública como requisito suspensivo, resolutivo ou p, resolutivo ou prejudicial para concretização de determinada operação.”⁴⁸. Nesse sentido, não se trata de uma faculdade do particular, mas sim, uma condição à realização do negócio.

Dentro dessa classificação, a Lei das Sociedades Anônimas prevê três modalidades de OPA obrigatória com destinação e objeto distinto entre si, sendo elas: (i) OPA de cancelamento de registro de companhia aberta, ou OPA de “fechamento de capital” (art. 4º, §4º da LSA e art. 2º, inciso I, da Instrução CVM n. 361/02); (ii) OPA obrigatória por aumento de participação acionária (art. 4º, §6º da LSA e art. 2º, inciso II, da Instrução CVM n. 361/02); e (iii) OPA por alienação de controle (art. 254-A da LSA e art. 2º, inciso III, da Instrução CVM n. 361/02).⁴⁹

4.2.1 OPA Obrigatória por Fechamento de Capital

OPA obrigatória por fechamento de capital, prevista no §4º do art. 4º da LSA e no art. 2º, inciso I da Instrução CVM n. 361/02, ou de cancelamento de registro, deve ter como ofertante a própria companhia emissora, o acionista controlador, ou sociedade que o controla, e deverá ter como objeto todas as ações de emissão da companhia que esta pretende que seja cancelado o registro.⁵⁰

⁴⁸ PARENTE, Jonssen Norma. **Mercado de Capitais**. 2ª ed., São Paulo, Editora: Revista dos Tribunais, 2018, p. 506.

⁴⁹ PARENTE, Jonssen Norma. **Mercado de Capitais**. 2ª ed. São Paulo, Editora: Revista dos Tribunais, 2018, p. 506.

⁵⁰ CARVALHOSA, Modesto. KUYVEN, Fernando. **Sociedades Anônimas Vol. 3**. 2ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018, p. 158.

A obrigatoriedade de uma OPA para o cancelamento de registro de uma companhia aberta decorre da intenção de proteger o acionista minoritário, uma vez que, caso os títulos da companhia não sejam mais negociados no mercado da bolsa de valores haverá a perda de sua liquidez e da proteção da CVM sobre o investidor. Nesse sentido, ao ser garantido ao acionista minoritário a oportunidade de desfazer-se de duas ações, é conferido ao acionista uma alternativa para que não seja prejudicado pelo fechamento do capital e suas consequências negativas quanto à proteção do investidor.⁵¹

Nesse cenário, são necessários alguns procedimentos a serem realizados pelos acionistas, pela companhia e pelo ofertante. Quanto aos acionistas, aqueles que forem titulares de mãos de dois terços das ações em circulação devem aceitar a realização da OPA obrigatório para fechamento do capital ou concordar expressamente com o efetivo cancelamento do registro. Ainda, para que seja realizado o cancelamento do registro perante à CVM, é necessário que (i) a companhia ou o ofertante tenha adquirido/resgatado as debêntures em circulação; ou (ii) que companhia tenha depositado o valor remanescente do resgate das debêntures, caso não tenha sido possível o resgate integral, em banco comercial à disposição dos debenturistas; ou (iii) a negociação dos debêntures em mercado secundário, caso a totalidade dos debenturistas tenha concordado com o cancelamento do registro.⁵²

4.2.2 OPA Obrigatória por Aumento de Participação

A OPA por aumento de participação, prevista no art. 4º, §6º da LSA e no art. 2º, inciso II, da Instrução CVM n. 361/02, também conhecida no mercado pela expressão “fechamento branco”⁵³, deve ser obrigatoriamente realizada quando o acionista controlador adquirir, por algum outro meio, mais de um terço do total de ações de cada espécie ou classe que estejam em circulação no mercado, ou quando detentor de mais de 50% do capital social das ações de cada espécie ou classe de

⁵¹ PARENTE, Jonssen Norma. **Mercado de Capitais**. 2ª ed., São Paulo, Editora: Revista dos Tribunais, 2018, p. 507.

⁵² CARVALHOSA, Modesto. KUYVEN, Fernando. **Sociedades Anônimas Vol. 3**. 2ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018, p. 159.

⁵³ CARVALHOSA, Modesto. KUYVEN, Fernando. **Sociedades Anônimas Vol. 3**. 2ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018, p. 165.

emissão, adquirir mais de 10% das ações de determinada espécie ou classe, em período inferior a 12 meses.

Assim como a OPA de fechamento de capital, a OPA de aumento de participação visa proteger o acionista minoritário contra os efeitos da causados pela aquisição do acionista controlador, como a perda de liquidez de suas ações, uma vez que, quando o controlador adquire ações da companhia objeto, reduzindo o número de ações efetivamente negociadas no mercado, existe um cancelamento de registro não oficial.⁵⁴

Ainda, prevê o art. 28 da Instrução CVM n. 361/02 que, o acionista controlador poderá solicitar à CVM uma autorização para não realizar a OPA por conta do aumento de participação desde que se comprometa a alienar os ativos em excesso dentro de três meses, prazo este que pode ser prorrogado por igual período, caso seja verificado que a alienação do bloco afetará significativamente a cotação das ações no mercado.⁵⁵

4.2.3 OPA Obrigatória por Alienação de Controle

A OPA por alienação de controle de companhia aberta, prevista no art. 254-A da LSA e art. 2º, inciso III, da Instrução CVM n. 361/02, deve ser realizada pelo adquirente sempre que houver alienação, direta ou indireta, do controle da companhia, para a compra das ações dos minoritários votantes. Ao contrário das demais modalidades de OPA obrigatória, a OPA por aquisição de controle constitui condição suspensiva ou resolutiva da eficácia da alienação de controle, isto é, a operação de alienação de controle somente terá eficácia após a realização da OPA.⁵⁶

As ações que serão objeto da OPA por alienação de controle são apenas as ações com direito de voto, nos termos do artigo 254-A, conforme verifica-se abaixo:

Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obligue a fazer oferta pública de aquisição das ações

⁵⁴ PENNA, Paulo Eduardo. **Alienação de Controle de Companhia Aberta**. São Paulo, Editora Quartier Latin, 2012, p. 177.

⁵⁵ PARENTE, Jonssen Norma. **Mercado de Capitais**. 2ª ed., São Paulo, Editora: Revista dos Tribunais, 2018, p. 513.

⁵⁶ PARENTE, Jonssen Norma. **Mercado de Capitais**. 2ª ed., São Paulo, Editora: Revista dos Tribunais, 2018, p. 514.

com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle.

No intuito de complementar este artigo quanto às ações que podem ser objeto da OPA, a Instrução CVM n. 361/02 incluiu em seu artigo 29⁵⁷ redação que determina que apenas ações de emissão da companhia com direito de voto pleno e permanente poderão ser objeto, ou seja, apenas ações ordinárias e/ou preferenciais que sem restrições ao direito de voto.

Ainda, aos acionistas minoritários proprietários das ações objeto da OPA de alienação de controle, a LSA, no artigo 254-A, confere o direito de *tag along* a esses acionistas, que consiste na possibilidade de o acionista minoritário alienar suas ações ao novo controlador pelo preço mínimo equivalente à 80% do valor pago por ação com direito de voto integrante do bloco de controle.

Contudo, de acordo com o §4º do art. 254-A da LSA,⁵⁸ o adquirente do controle pode oferecer aos minoritários o pagamento de um prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle, como opção para aqueles que desejem permanecer na companhia. Tal dispositivo visa assegurar a liquidez das ações no mercado, e trata-se de mera faculdade e não desobriga o adquirente a continuar com a OPA.

4.3 A Oferta Pública de Aquisição Voluntária

As ofertas públicas de aquisição voluntária constituem tema fulcral para este trabalho, uma vez que a oferta pública de aquisição hostil se enquadra nesta classificação.

As OPAs voluntárias são ofertas formuladas pelo proponente a seu exclusivo critério, objetivando determinada finalidade. Segundo a Instrução CVM n. 361/02, em seu artigo 2º, inciso IV, a OPA voluntária “visa à aquisição de ações de emissão de

⁵⁷ Art. 29. A OPA por alienação de controle de companhia aberta será obrigatória, na forma do art. 254-A da Lei 6.404/76, sempre que houver alienação, de forma direta ou indireta, do controle de companhia aberta, e terá por objeto todas as ações de emissão da companhia às quais seja atribuído o pleno e permanente direito de voto, por disposição legal ou estatutária.

⁵⁸ Art. 254-A (...) § 4 O adquirente do controle acionário de companhia aberta poderá oferecer aos acionistas minoritários a opção de permanecer na companhia, mediante o pagamento de um prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle.

companhia aberta, que não deva realizar-se segundo os procedimentos específicos estabelecidos nesta Instrução para qualquer OPA obrigatória referida nos incisos anteriores”. Nesse sentido, OPA voluntária é qualquer OPA que não são obrigatórias por lei.

A LSA, assim como a Instrução CVM n. 361/02, prevê duas modalidades de OPA voluntária, sendo elas: (i) OPA para aquisição de controle de companhia aberta (art. 257 da LSA e art. 2º, V, da Instrução CVM n. 361/02); e (ii) OPA concorrente (art. 262 da LSA e art. 2º, VI, da Instrução CVM n. 361/02).⁵⁹

4.3.1 OPA de Aquisição de Controle de Companhia Aberta

A OPA para aquisição de controle de companhia aberta é o meio pelo qual o preponente faz uma oferta para a compra das ações com direito a voto de uma companhia em número suficiente para assegurar o controle desta companhia⁶⁰. De acordo com Eduardo Secchi Munhoz⁶¹ a OPA de aquisição de controle é negócio societário típico e é adequada às companhias com dispersão acionária, isto é, quando a maioria das ações com direito a voto da companhia encontram-se em circulação, dispersa no mercado.

O instituto teve origem nas práticas de mercado da Grã-Bretanha e dos Estados Unidos, e eram muito utilizadas por constituírem um meio rápido e eficaz de integrar empresas em grupamentos societários sob o controle de uma sociedade dominante. No Brasil, as OPAs do artigo 257 da LSA não são frequentemente utilizadas, uma vez que são raras as companhias abertas controladas por detentor de ações representativas de menos de 50% do capital votante.⁶²

Nesse sentido, para que seja qualificada OPA para aquisição de controle, as ações adquiridas não precisam ter sido propriedade do acionista controlador, mas para que a aquisição de o controle da companhia ao adquirente, é necessário que

⁵⁹ PARENTE, Jonssen Norma. **Mercado de Capitais**. 2ª ed., São Paulo, Editora: Revista dos Tribunais, 2018, p. 506.

⁶⁰ PENNA, Paulo Eduardo. **Alienação de Controle de Companhia Aberta**. São Paulo, Editora Quartier Latin, 2012, p. 180.

⁶¹ MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de Controle na Sociedade Anônima**, São Paulo: Editora Saraiva, 2013, p. 313.

⁶² LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das Companhias**, 2ª ed. Rio de Janeiro, Editora Forense, 2017, p. 1482.

as ações adquiridas formam um bloco de controle capaz de assegurar o exercício do poder de controle.

A OPA para aquisição de controle, conforme informado acima, é negócio societário típico e, portanto, está sujeita à legislação societária (arts. 257 a 263 da LSA e art. 32 da Instrução CVM n. 361/02) e é complementada pelas normas gerais da oferta ao público, disciplinada pelo artigo 429 do Código Civil.

Ainda, a respeito do objeto da OPA, leciona Eduardo Secchi Munhoz:

O Objeto do negócio aquisição do poder de controle tampouco é o controle como poder de fato, previsto nos arts. 116 e 243, §2º, da Lei das S.A. O objeto da aquisição são as ações, qualificadas pelo resultado de, no patrimônio do adquirente, formarem um bloco capaz de assegurar o controle, como poder de fato. O bem integrante do patrimônio do adquirente para qualificar negócio não é, portanto, o fato poder de controle, mas o bloco de ações de controle, ou seja, o conjunto de ações suficiente para conferir ao seu titular o exercício do poder de controle (de fato).⁶³

Verifica-se, portanto, que a OPA para aquisição de controle de companhia aberta tem natureza originária, uma vez que para que seja adquirido o controle, não é necessário que as ações adquiridas sejam de titularidade do acionista controlador ou do bloco de controle da companhia.

Ademais, segundo artigo 257 da LSA, a OPA de aquisição de controle de companhia aberta só poderá ser feita com participação de instituição financeira. Esta instituição financeira será parte intermediária e sua função é garantir o cumprimento das obrigações assumidas pelo ofertante. Dessa forma, trata-se de uma coobrigação, e a instituição financeira subscreve o instrumento da oferta em conjunto com o ofertante.⁶⁴

Por fim, importante esclarecer que a OPA para aquisição de controle de é um instituto complexo e sujeito à diversas condições e procedimentos, e este tópico apenas pretende passar uma visão geral sobre o tema.

4.3.2 OPA Concorrente

⁶³ MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de Controle na Sociedade Anônima**, São Paulo: Editora Saraiva, 2013, p. 316.

⁶⁴ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das Companhias**, 2ª ed. Rio de Janeiro, Editora Forense, 2017, p. 1485.

A OPA concorrente, prevista no art. 262 da LSA, é oferta formulada por terceiro, que não o ofertante, que vise a aquisição de ações abrangidas por OPA já apresentada para registro perante a CVM, ou já publicada por edital. Nesse sentido, o proponente de oferta concorrente tem como objetivo frustrar a oferta lançada previamente, sendo a oferta anterior obrigatória ou voluntária.^{65]}

Por mais que a OPA concorrente seja uma oferta voluntária, o preço não é protegido pelos critérios de livre determinação. A Instrução CVM n. 361/02 determina em seu art. 13, §3º, que a oferta concorrente deverá ter preço concorrente mínimo 5% superior à oferta principal. Ademais, este mesmo artigo, em seu §5º, com a intenção de garantir a isonomia entre os ofertantes, determina que o ofertante da proposta inicial poderá reformular os termos e condições de sua oferta.

Por fim, o artigo 262, §1º, da LSA determina que a publicação de oferta concorrente tornará nula a aceitação da proposta inicial. O intuito deste artigo é conceder aos acionistas da companhia alvo a liberdade de escolher qual proposta será mais vantajosa.⁶⁶

4.4 A Oferta Pública de Aquisição Hostil

As OPAs para aquisição de controle podem ser amigáveis ou hostis. Tratamos da OPA para aquisição de controle amigável no item 4.3.1 acima, e agora neste tópico, passaremos a estudar a OPA para aquisição de controle hostil (*hostile takeovers*).

O ordenamento jurídico brasileiro não possui regulamentação específica para as OPAs de aquisição de controle hostil, de forma que são utilizadas as disposições existentes para as OPAs de aquisição de controle amigáveis presentes na LSA e na Instrução CVM n. 361/02.

São consideradas hostis as OPAs que enfrentam resistência ou repúdio da administração e de seus controladores. De acordo com Modesto Carvalhosa, na prática, o caráter hostil da oferta geralmente está relacionado ao seu preço, isto é,

⁶⁵ PARENTE, Jonssen Norma. **Mercado de Capitais**. 2ª ed., São Paulo, Editora: Revista dos Tribunais, 2018, p. 539.

⁶⁶ PARENTE, Jonssen Norma. **Mercado de Capitais**. 2ª ed., São Paulo, Editora: Revista dos Tribunais, 2018, p. 539.

quando este estiver abaixo do preço de mercado ou não for condizente com a futura rentabilidade da companhia.⁶⁷

Nesse sentido, é a administração da companhia que irá determinar se a oferta é caracterizada como hostil ou não, uma vez que além de serem os representantes da companhia, por conta de suas funções, são os que tem a maior condição de apreciar o valor da companhia, e a futura posição da companhia após a oferta. Entretanto, segundo Alberto Venancio Filho, nem sempre a rejeição dos administradores decorrem desta ser prejudicial para a companhia, mas está calcada na apenas no receio dos administradores de virem a ser substituídos no comando da companhia e perderem seus cargos e poderes.⁶⁸

Dessa forma, o receio de uma oferta hostil constitui incentivo para que os administradores e controladores minoritários tenham como prioridade maximizar o valor das ações da companhia, como forma de desestimular tentativas de tomada de controle. Porém, existem mecanismos de defesa das companhias que ajudam a prevenir e evitar o acontecimento de OPA hostil, e este trabalho pretende estudar no próximo capítulo os instrumentos de defesa chamados de *poison pills*, e como elas funcionam.

⁶⁷ CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Fernando. **Sociedades Anônimas Vol. 3**. 2ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018, p.50.

⁶⁸ VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. **Lei das S.A. em seus 40 anos**. Editora Forense, 2017, p.296.

5. AS *POISON PILLS* COMO INSTRUMENTOS DE PROTEÇÃO DAS COMPANHIAS ABERTAS CONTRA A OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO HOSTIL

As *poison pills* são uma espécie de instrumento de defesa das companhias, principalmente daquelas sem um acionista controlador, que visam evitar uma OPA para aquisição de controle hostil e torná-la muito onerosa para o adquirente. Este mecanismo é criado com o intuito de preservar a dispersão acionária e/ou tornar as condições da OPA mais vantajosas para a companhia.⁶⁹

As versões brasileiras das *poison pills* (conhecidas também por *Brazilian pills*) são bastante diversificadas, podendo ser utilizadas por companhias que possuem um acionista controlador definido, as quais são voltadas, neste caso, a evitar a concentração de liquidez por um único acionista, ou utilizadas em companhias para prevenir uma aquisição hostil propriamente dita. Conforme já exposto anteriormente ao longo deste trabalho, este capítulo estudará esta última.

Este instrumento é baseado em dois princípios básicos: (i) atuar como um veículo capaz de tornar mais devagar o “ataque” da OPA hostil, permitindo que os administradores e acionistas de uma companhia tenham mais tempo para analisar a proposta de aquisição ou para criarem alguma alternativa; e (ii) atuar como instrumento capaz de bloquear aquisições.⁷⁰

Nesse sentido, as *poison pills* atuam de forma que, caso o adquirente ou acionista atinja determinado percentual de ações votantes estabelecido no estatuto social da companhia, ficará obrigado a adquirir as demais ações votantes⁷¹. Sobre as *poison pills* no Brasil, define Marcella Blok:

A poison pill é, assim, uma cláusula estatutária, podendo ser alterada mediante deliberação em Assembleia, estabelecendo que a aquisição de determinado percentual de ações de emissão da companhia no mercado

⁶⁹ CARVALHOSA, Modesto. KUYVEN, Fernando. **Sociedades Anônimas Vol. 3.** 2ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018, p. 698.

⁷⁰ BLOK, Marcella. **Poison Pills: panorama atual.** In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Malheiros Editores, 2011, p. 125.

⁷¹ TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. **Poison Pill: Modismo ou Solução.** In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos de. **Direito societário: Desafios Atuais,** São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 159.

gera, para o comprador, o dever de realizar OPA para todos os demais acionistas.⁷²

Assim, as companhias abertas brasileiras adotam as *poison pills* estatutárias como uma cláusula estabelecendo que a aquisição de determinado percentual de ações de emissão da companhia no mercado (este percentual pode variar dependendo da dispersão do capital da companhia, i.e. 15%, 20%, 25%...) gera, para o adquirente, o dever de realizar OPA dirigida a todos os demais acionistas.⁷³

5.1 Classificação das *Poison Pills*

As *poison pills* estatutárias que são mais frequentemente encontradas nas companhias abertas brasileiras são classificadas, segundo Modesto Carvallhosa, em dois tipos: tipo “A” e tipo “B”.⁷⁴

O tipo “A” da *poison pill* é acionado quando alguém adquirir, em Bolsa ou no mercado de balcão, determinado percentual acionário do capital votante da companhia, previsto previamente no estatuto social da companhia. Este percentual, na prática, varia entre 10% e 35% e se adquirido por meio de compras no mercado de ações, o estatuto prevê que é necessária a realização de uma OPA para aquisição da totalidade das ações da companhia que estejam em circulação no mercado.⁷⁵

Quanto ao tipo “B” da *poison pill*, esta visa limitar a aquisição de novas ações por acionista que já adquiriu no mercado determinado percentual de ações minoritárias. Neste cenário, o acionista deverá comunicar sua intenção de aquisição (i) ao diretor de relações com investidores da companhia e (ii) ao diretor de leilões da BM&FBovespa. Esta comunicação resultará na realização de um leilão das ações, por meio do qual, tanto o acionista que pretende adquirir novas ações, quanto terceiros e outros acionistas poderão participar.⁷⁶

⁷² BLOK, Marcella. **Poison Pills: panorama atual**. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Malheiros Editores, 2011, p. 145.

⁷³ CARVALHOSA, Modesto. **As Poison Pills Estatutárias na Prática Brasileira: alguns aspectos de sua legalidade**. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos de. **Direito Societário: Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 25.

⁷⁴ CARVALHOSA, Modesto. KUYVEN, Fernando. **Sociedades Anônimas Vol. 3**. 2ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018, p. 565.

⁷⁵ CARVALHOSA, Modesto. KUYVEN, Fernando. **Sociedades Anônimas Vol. 3**. 2ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018, p. 565.

⁷⁶ CARVALHOSA, Modesto. KUYVEN, Fernando. **Sociedades Anônimas Vol. 3**. 2ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018, p. 565.

Érica Gorga realizou estudo que demonstrou que o uso das *poison pills* “A” e “B” nas companhias brasileiras é comum⁷⁷. No estudo, realizado no ano de 2008, esclareceu-se que das 84 companhias sem acionista controlador analisadas, aproximadamente 56% delas incluem cláusulas de *poison pills* “A” ou “B”, ou com elementos dos dois tipos nos estatutos. Ainda, este estudo mostra que a maioria das companhias adotam (i) somente o tipo “A” ou (ii) uma mescla do tipo “A” com o tipo “B”, e raramente uma companhia adota somente o tipo “B”.⁷⁸

5.2 Aplicabilidade da *Poison Pills* nas Empresas Brasileiras

Conforme mencionado alhures, as *poison pills* nas companhias abertas têm sido utilizadas para tornar desinteressante a aquisição da participação acionária relevante. Este mecanismo pode ser utilizado de formas diferentes, as quais serão expostas neste tópico.

As cláusulas de *poison pills*, conforme utilizadas no mercado brasileiro, tipicamente possuem os seguintes elementos: (i) consequência de suspensão de direitos como acionista para o acionista ou terceiro adquirente que descumprir a disposição que obriga a realização da OPA; e (ii) previsão no estatuto de um preço substancialmente alto para a OPA.

A previsão do preço de aquisição das ações na OPA, muitas vezes, inviabiliza a concretização da operação. O objetivo desta disposição é desestimular a tomada de controle da companhia, assegurando, por meio desta cláusula, um número ideal de ações em circulação no mercado, assim como a liquidez das ações dos atuais acionistas.

A título de ilustração, serão demonstradas algumas cláusulas de *poison pill* em estatutos sociais de companhias abertas e de capital pulverizado no Brasil, e algumas variações que podem ser utilizadas.

A empresa Natura Cosméticos S.A. inseriu uma cláusula de *poison pill* em seu estatuto, a qual determina que qualquer acionista, ou pessoa que venha a se tornar acionista, que quantidade igual ou superior a 25% do total de ações de emissão da

⁷⁷ GORGA, Érica. Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries. **Northwestern Journal of International Law and Business**. Cornell Law Faculty Publications, 2009.

companhia, este terá 60 dias, a contar da aquisição, para realizar ou solicitar pedido de registro de oferta pública por todas as ações da companhia.⁷⁹

O estatuto social da Embraer prevê, assim como o a *poison pill* do estatuto social da Natura Cosméticos S.A, que qualquer acionista ou grupo de acionista que venha a adquirir, ou se torne titular de 35% ou mais do total de ações da companhia deverá, no prazo máximo de 15 dias contados da data da aquisição ou evento que resultou na titularidade das ações, submeter pedido para realização de uma oferta pública de ações para aquisição da totalidade das ações de emissão da companhia.⁸⁰ Ademais, neste estatuto fica clara a intenção de tornar a OPA onerosa por meio do valor das ações, conforme verifica-se a seguir:

Artigo 56. PARÁGRAFO 4º - O preço de aquisição na oferta pública de cada ação de emissão da Companhia não poderá ser inferior ao resultado obtido de acordo com a aplicação da seguinte fórmula:

Preço OPA = Valor da Ação + Prêmio onde:

PREÇO OPA” corresponde ao preço de aquisição de cada ação de emissão da Companhia na oferta pública de ações prevista neste artigo.

VALOR DA AÇÃO” corresponde ao maior valor entre: (i) cotação unitária mais alta atingida pelas ações de emissão da Companhia durante o período de 12 meses anterior à realização da OPA dentre os valores registrados em qualquer bolsa de valores na qual as referidas ações forem negociadas; (ii) o preço mais alto pago pelo Acionista Adquirente, durante o período de 36 meses anterior à realização da OPA, por uma ação ou lote de ações de emissão da Companhia; (iii) o valor equivalente a 14,5 vezes o EBITDA Consolidado Médio da Companhia (conforme definido abaixo) deduzido do endividamento consolidado líquido da Companhia, dividido pelo número

⁷⁹ Estatuto social da Natura Cosméticos. Artigo 31 - Qualquer Acionista Relevante, que adquira ou se torne titular de ações de emissão da Companhia, em quantidade igual ou superior a 25% (vinte e cinco 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 25% (vinte e cinco por cento) do total de ações de emissão da Companhia, realizar ou solicitar o registro de, conforme o caso, uma oferta pública para aquisição da totalidade das ações de emissão da Companhia (“OPA”), observando-se o disposto na regulamentação aplicável da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, os regulamentos da B3 e os termos deste artigo. Disponível em: <<http://siteempresas.bovespa.com.br/DWL/FormDetalheDownload.asp?site=C&prot=711338>>. Aces-so em: 17 out. 2022.

⁸⁰ Estatuto social da Embraer. Artigo 56 - Qualquer acionista ou Grupo de Acionistas que venha a adquirir ou se torne titular, por qualquer motivo, de: (i) 35% ou mais do total de ações de emissão da Companhia; ou (ii) outros direitos, inclusive usufruto e fideicomisso, sobre as ações de emissão da Companhia que representem mais de 35% do seu capital (“Acionista Adquirente”), deverá, no prazo máximo de 15 dias a contar da data de aquisição ou do evento que resultou na titularidade de ações ou direitos em quantidade superior ao limite estipulado, submeter à União, na qualidade de titular da ação ordinária de classe especial, por intermédio do Ministério da Economia, pedido para a realização de uma oferta pública de ações para aquisição da totalidade das ações de emissão da Companhia, observando-se o disposto na regulamentação aplicável, os regulamentos da B3 e os termos deste artigo. Disponível em: <<https://ri.embraer.com.br/governanca/estatuto-social/>>. Acesso em: 17 out. 2022.

total de ações de sua emissão; e (iv) o valor equivalente a 0,6 vezes o valor dos pedidos firmes em carteira (Backlog) da Companhia, conforme a última informação por esta publicada, deduzido do endividamento consolidado líquido da Companhia, dividido pelo número total de ações de emissão da Companhia.

PRÊMIO” corresponde a 50% do Valor da Ação. 36

EBITDA CONSOLIDADO DA COMPANHIA” é o lucro operacional consolidado da Companhia antes das despesas financeiras líquidas, imposto de renda e contribuição social, depreciação, exaustão e amortização, conforme obtido com base nas demonstrações financeiras consolidadas, relativas ao exercício social completo mais recente da Companhia já auditadas e publicadas.

EBITDA CONSOLIDADO MÉDIO DA COMPANHIA” é a média aritmética dos EBITDAs Consolidados da Companhia relativos aos 2 exercícios sociais completos mais recentes.⁸¹

Em vista dos exemplos utilizados, verifica-se o regime rigoroso dado à alienação e aquisição de ações de companhias abertas no mercado brasileiro. No tocante a isto, faz-se mister abordar uma discussão bastante atual do direito societário brasileiro: a possibilidade de se inserir as *poison pills* como “cláusulas pétreas” ou “pílulas blindadas” dos estatutos sociais das companhias e possíveis consequências para seu descumprimento.

5.2.1 Cláusulas Pétreas ou Pílulas Blindadas

A possibilidade de atribuir às *poison pills* o caráter de “cláusulas pétreas” dos estatutos sociais das companhias abertas é assunto bastante controverso na doutrina societária. Secchi Munhoz, acerca do tema, entende que:

Também é comum que a OPA estatutária venha entrincheirada, isto é, acompanhada de outras cláusulas que visam a impedir sua modificação ou supressão. São duas as modalidades mais frequentes: (i) a imposição, ao acionista que votar a favor da modificação ou da supressão da cláusula, do dever de realizar a OPA estatutária; e (ii) a suspensão dos direitos de voto do acionista que, ao adquirir a participação acionária mínima nela prevista, deixar de formular a oferta, com fundamento no art. 120 da Lei das S.A.⁸²

⁸¹ Estatuto Social da Embraer. Disponível em: <<https://ri.embraer.com.br/governanca/estatuto-social/>>. Acesso em: 17 out. 2022.

⁸² MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de Controle na Sociedade Anônima**, São Paulo: Editora Saraiva, 2013, p.333.

Como forma de esclarecer como estas sanções podem aparecer em um estatuto social, segue redação extraída do artigo 39, parágrafos 5º e 11 do Estatuto Social das Lojas Renner S.A.⁸³

Parágrafo 5º - Na hipótese do Acionista Comprador não cumprir com as obrigações impostas por este Artigo, inclusive no que concerne ao atendimento dos prazos máximos (i) para a realização ou solicitação do registro da OPA; ou (ii) para atendimento das eventuais solicitações ou exigências da CVM, o Conselho de Administração da Companhia convocará Assembleia Geral Extraordinária, na qual o Acionista Comprador não poderá votar, para deliberar sobre a suspensão do exercício dos direitos do Acionista Comprador que não cumpriu com qualquer obrigação imposta por este Artigo, conforme disposto no Artigo 120 da Lei das Sociedades por Ações, sem prejuízo da responsabilidade do Acionista Comprador por perdas e danos causados aos demais acionistas em decorrência do descumprimento das obrigações impostas por este Artigo.

Parágrafo 11 - A alteração que limite o direito dos acionistas à realização da OPA prevista neste Artigo ou a exclusão deste Artigo obrigará o(s) acionista(s) que tiver(em) votado a favor de tal alteração ou exclusão na deliberação em Assembleia Geral a realizar a OPA prevista neste Artigo.⁸⁴

A polêmica ao redor do tema centra-se na imposição ao acionista que votar a favor da modificação ou exclusão da cláusula de *poison pill* que prevê a realização da OPA estatutária. Isto porque, entende-se ser antijurídico a inserção de cláusula que impeça o direito de voto de um acionista.

Nesse sentido, leciona Modesto Carvalhosa:

Sobre a sanção (...), é importante observar a extrema ilegalidade desse tipo de disposição estatutária. Leva esse teratológico dispositivo estatutário a uma situação de imutabilidade da *poison pill* estatutária, pois esta, uma vez alterada ou excluída do estatuto, causa efeitos devastadores no patrimônio dos acionistas que a excluíram, mesmo que não tenha participado de nenhuma transação que leva ao acionamento do gatilho.⁸⁵

⁸³ Estatuto Social das Lojas Renner S.A. Artigo 39 - Qualquer pessoa ou Grupo de Acionistas 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 ("Acionista Comprador") 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 OPA da totalidade das ações de emissão da Companhia, observando-se o disposto na regulamentação aplicável da CVM, os regulamentos da B3 e os termos deste Artigo. Disponível em: <<http://lojasrenner.mzweb.com.br/governanca-corporativa/estatuto-e-politicas/>>. Acesso em 17 out. 2022.

⁸⁴ Estatuto Social das Lojas Renner S.A. Disponível em: <<http://lojasrenner.mzweb.com.br/governanca-corporativa/estatuto-e-politicas/>>. Acesso em: 17 out. 2022.

⁸⁵ CARVALHOSA, Modesto. KUYVEN, Fernando. **Sociedades Anônimas Vol. 3.** 2ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018, p. 567.

Em vista deste cenário e da controvérsia causada por esta disposição, a CVM editou uma opinião sobre o assunto por meio do Parecer de Orientação CVM n. 36/09⁸⁶. Por meio deste parecer a CVM afirmou que esta disposição de prejudicar os acionistas que votarem pela supressão ou alteração das cláusulas que preveem a OPA estatutária não é compatível com diversos princípios e normas da legislação societária, principalmente com os artigos 115, 121, 122, I, e 129 da LSA. Porém, não as vedou completamente, apenas afirmando que não aplicará penalidades, em sede de processos administrativos, aos acionistas que votarem pela supressão ou alteração das cláusulas de *poison pill* estatutária.

Desse modo, verifica-se ainda existem controvérsias quanto à aplicação das cláusulas de *poison pill* no Brasil. Ainda, se forem inseridas na forma de cláusulas pétreas existem dúvidas quanto à sua legalidade e validade, além de sua aplicação. Porém, este instrumento traz certa segurança à administração e aos próprios acionistas, uma vez que impede a desestabilização da companhia pela aquisição de controle por meio do mercado de ações.

⁸⁶ A CVM entende que a aplicação concreta dessas disposições acessórias [ônus aos acionistas que votarem pela supressão ou alteração das cláusulas de proteção à dispersão acionária] não se compatibiliza com diversos princípios e normas da legislação societária em vigor, em especial os previstos nos arts. 115, 121, 122, I, e 129 da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Por esse motivo, a CVM não aplicará penalidades, em processos administrativos sancionadores, aos acionistas que, nos termos da legislação em vigor, votarem pela supressão ou alteração da cláusula de proteção à dispersão acionária, ainda que não realizem a oferta pública prevista na disposição acessória. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Parecer de Orientação CVM 36, 23 jun. 2009. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare036.html>. Acesso em: 17 out. 2022.

6. CONCLUSÃO

Com todo o exposto, demonstrou-se que a matéria referente ao poder de controle de companhias abertas, às ofertas públicas de aquisição hostil e à *poison pill* como instrumento de defesa dessas companhias, é complexa e extensa. O tema pode ser interpretado e analisado por diversos ângulos, ainda mais que, a respeito das *poison pills*, a doutrina não é uníssona.

Primeiramente, foi estudado o instituto das sociedades anônimas para demonstrar, por meio de seu histórico, a evolução de sua estrutura, e principalmente, a estrutura das companhias abertas. Em seguida, analisamos o poder de controle nas sociedades anônimas, para entendermos seu funcionamento e assim, podermos estudar a alienação e aquisição do controle nas companhias abertas. Ainda, abordamos a definição, classificação e regulamentação das ofertas públicas de aquisição para, enfim, estudarmos a oferta pública de aquisição de controle hostil e a *poison pill* estatutária como instrumento de defesa das companhias abertas contra a OPA hostil.

Verificamos que as *poison pills* estatutárias podem ser do Tipo “A” ou do Tipo “B”, e que estas visam instituir cláusulas de proteção à dispersão acionária por meio da previsão de uma OPA estatutária obrigatória àqueles que adquirirem determinado percentual acionário da companhia aberta. Para demonstrar a aplicação dessas cláusulas, ilustramos sua aplicabilidade no mercado brasileiro por meio de exemplos nos estatutos sociais de companhias abertas com ações na Bolsa de Valores.

Em vista de todas essas considerações, foi possível verificar a racionalidade e a finalidade por trás da cláusula de *poison pills* nos estatutos sociais e sua importância na defesa da administração da companhia e de seus acionistas, tanto dos minoritários, uma vez que ajuda a proteger a liquidação de suas ações, quanto de eventuais controladores minoritários que possuam percentual acionário menor ao previsto na cláusula de *poison pill* do estatuto social.

Nesses termos, conclui-se que as *poison pills* não são nocivas ao mercado e são mecanismos que conferem certa estabilidade à administração e ao controle de companhias com ações dispersas na bolsa ou com controle minoritário. Entretanto, entende-se que é necessária uma evolução regulatória desses mecanismos de proteção, uma vez que podem se tornar abusivos e interferir nos direitos dos

acionistas, conforme demonstrado por meio da análise da inserção das *poison pills* como cláusula pétrea e as sanções aplicáveis aos acionistas que votarem pela sua supressão.

Assim, entende-se que a cláusula de *poison pill* estatutária, e sua aplicabilidade no Brasil é uma construção jurídica eficiente em sua capacidade de moldar a ordem econômica-social, seja aumento o lucro ou proferindo golpes que podem gerar prejuízos imediatos aos acionistas de sociedades anônimas.

7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Livros

BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**, 18ª Edição, São Paulo: Editora Atlas, 2020.

CAMPINHO, Sérgio. Curso de Direito Comercial – **Sociedade Anônima**, 5ª Edição, São Paulo: Editora Saraiva, 2020.

CARVALHOSA, Modesto; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de. **Direito Societário: desafios atuais**, São Paulo: Editora Quartier Latin, 2009.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Lei das Sociedades Anônimas comentada**. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2021.

_____. **Curso de Direito Comercial – Vol. 2**. 16ª ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2018.

GORGA, Érica. Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries. **Northwestern Journal of International Law and Business**. Cornell Law Faculty Publications, 2008.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de Controle na Sociedade Anônima**, São Paulo: Editora Saraiva, 2013.

PENTEADO, Mauro Rodrigues; MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Mercado de capitais brasileiro: doutrina, cases and materials**, São Paulo: Editora Quartier Latin, 2012.

TOMAZETTI, Marlon. **Curso de direito empresarial: Teoria geral e direito societário – Vol. 1**. 1ª ed. São Paulo: Editora Bookseller, 2022.

VENANCIO FILHO, Alberto; LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das companhias**, 2ª Edição, Rio de Janeiro: Editora Forense, 2017.

Legislação

BRASIL. **Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/lis/l6404consol.htm>. Acesso em: 13 out. 2022.

_____. **Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002**. Institui o Código Civil. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 11 jan. 2002. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406_compilada.htm>. Acesso em: 14 set. 2022.

Parecer de Orientação CVM 36, 23 jun. 2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare036.html>>. Acesso em: 17 out. 2022.

Artigos eletrônicos

Estatuto Social da Natura Cosméticos S.A. Disponível em:< <http://siteempresas.bovespa.com.br/DWL/FormDetalheDownload.asp?site=C&prot=711338> >. Acesso em: 17 out. 2022.

Estatuto Social da Embraer. Disponível em:< <https://ri.embraer.com.br/governanca/estatuto-social/>>. Acesso em: 17 out. 2022.

Estatuto Social das Lojas Renner S.A. Disponível em:< <http://lojasrenner.mzweb.com.br/governanca-corporativa/estatuto-e-politicas/>>. Acesso em 17 out. 2022.