

UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE

RAFAELA ALENCAR GOMES

**A EFETIVIDADE DAS *POISON PILLS* COMO MECANISMO DE PROTEÇÃO
CONTRA INVESTIDAS INDESEJADAS**

São Paulo

2020

RAFAELA ALENCAR GOMES

Trabalho de Graduação
Interdisciplinar apresentado
como requisito para obtenção de
título de Bacharel no Curso de
Direito da Universidade
Presbiteriana Mackenzie.

ORIENTADORA: Profa. Dra. Thais Cíntia Cárnio.

São Paulo

2020

RAFAELA ALENCAR GOMES

A EFETIVIDADE DAS *POISON PILLS* COMO MECANISMO DE PROTEÇÃO
CONTRA INVESTIDAS INDESEJADAS

Trabalho de Graduação
Interdisciplinar apresentado
como requisito para obtenção de
título de Bacharel no Curso de
Direito da Universidade
Presbiteriana Mackenzie.

Aprovada em:

BANCA EXAMINADORA

Examinador(a):

Examinador(a):

Examinador(a):

A EFETIVIDADE DAS *POISON PILLS* COMO MECANISMO DE PROTEÇÃO CONTRA INVESTIDAS INDESEJADAS

Rafaela Alencar Gomes

Resumo: O objetivo do presente artigo é verificar a efetividade das cláusulas chamadas "*poison pills*" como mecanismos para proteger o poder de controle de companhias brasileiras de capital pulverizado. Para tanto, analisaremos as estruturas acionárias das companhias, mencionando a evolução destas estruturas até chegar na pulverização acionária. Além disso, verificaremos como a aquisição de ações ocorre nos casos em que há pulverização acionária, mencionando, inclusive, quando esta aquisição de ações visa a tomada do poder de controle de forma hostil. No presente estudo, consideraremos tão somente o cenário do mercado de capitais e legislação brasileira.

Palavras chaves: Poder de Controle; Capital Social Pulverizado; Oferta Pública; Tomada de Controle Hostil; *Poison Pills*.

Abstract: The main objective of this article is to verify the effectiveness of "poison pills" clauses as a mechanism to protect the control over Brazilian publiclyheld companies. For that purpose, we will analyze the evolution of companies' share structures, until we reach to the shareholder's pulverization. Moreover, we will verify how the acquisition of shares occurs in cases where we have such pulverization, mentioning when the acquisition of shares aims to take hostile control over the company. In the present study, we will consider only the scenario of the Brazilian capital markets and legislation.

Key words: Controlling Power; Widely Held Stock; Tender Offer; Hostile Take Over; Poison Pills.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	6
1. O PODER DE CONTROLE NAS SOCIEDADES ANÔNIMAS.....	7
1.1. Aspectos gerais.....	7
1.2. A estrutura das companhias de capital pulverizado	11
1.3. Considerações sobre a dispersão nas companhias de capital pulverizado	12
2. AQUISIÇÕES DE AÇÕES.....	15
2.1. Liquidez no mercado de capitais que viabilizaram a captações de ações	15
2.2. Aquisição de ações por oferta pública de aquisição de ações (OPA)	17
2.3. Tomada de controle hostil.....	19
3. AS POISON PILLS.....	22
3.1. Conceito	22
3.2. Aplicação no Novo Mercado da B3.....	25
3.3. A efetividade das <i>Poison Pills</i>	27
CONCLUSÃO	31
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	32

INTRODUÇÃO

O mercado de capitais brasileiro vem crescendo gradualmente durante os anos e, com isso, os investidores buscam novas formas de aplicar e obter retorno, a longo ou curto prazo. Na mesma toada, a venda e compra de ações no mercado secundário também vêm apresentando um crescimento relevante, dado a liquidez do título e a facilidade da troca de titularidade.

Ocorre que nem sempre a aquisição de ações de companhias abertas está ligada ao simples investimento. Em alguns casos a aquisição pode ter outro objetivo, como a tomada de controle da companhia, sem a anuência dos demais acionistas ou dos administradores, já que o seu capital social está pulverizado no mercado.

Por esse motivo, a legislação brasileira e a prática de mercado adotaram procedimentos obrigatórios e mecanismos para regular a aquisição de ações e, também, para evitar a tomada de controle por terceiro estranho à companhia. Este artigo, portanto, buscou reunir os conceitos bases relacionados ao controle de uma companhia aberta, com o propósito de analisar a efetividade dos mecanismos de proteção contra investidores hostis no contexto do mercado de capitais brasileiro.

1. O PODER DE CONTROLE NAS SOCIEDADES ANÔNIMAS

Como será visto a diante, pela natureza jurídica da sociedade anônima, o poder de controle ou poder de voto pode ser exercido pelos órgãos internos ou externos da companhia. Este poder nada mais é do que a titularidade para a tomada de decisões, em assembleias, determinando quais serão os rumos que a companhia irá percorrer para exercer o seu objetivo social.

1.1. Aspectos gerais

A sociedade anônima é uma sociedade de capital, ou seja, é uma pessoa jurídica de direito privado de caráter empresário, sem feição personalíssima. A principal característica da sociedade anônima é a natureza institucional; em outras palavras sua estruturação econômica prevalece no capital social¹, que nada mais é do que a participação material dos acionistas, dividido em partes alienáveis, chamadas ações.

Os acionistas podem negociar sua participação de maneira ágil e simplificada, uma vez que não há alteração de qualquer disposição estatutária e a sua transferência é facultativa. Assim, em regra, não é necessária a anuência dos demais acionistas para a transferência e/ou compra de ações; além disso, a responsabilidade de cada acionista é limitada ao valor de suas ações, integralizadas ou não.

Normalmente, o poder de controle ou de voto é estabelecido de acordo com o número de ações que cada acionista detém. No caso das sociedades anônimas, o poder de controle pode ser exercido interna e externamente. No primeiro caso, que será o foco deste artigo, ocorre pelos órgãos de administração, ou seja, o titular do controle atua no âmago da companhia. Já no segundo caso, o titular não faz parte do quadro acionário, mas possui ingerência

¹ *Intuitus pecuniae*.

nas deliberações sociais, pois foi nomeado pelos acionistas para agir em nome deles.

Respaldando o presente estudo na obra clássica de Berle e Means² e, em conjunto com a obra de Comparato, o controle interno é dividido em 4 (quatro) categorias: (i) totalitário; (ii) majoritário; (iii) minoritário; e (iv) gerencial³. Nas formas de controle totalitária e majoritária, diz-se que o controle da companhia é concentrado; por outro lado, nas hipóteses de controle minoritário ou gerencial, diz-se que o controle da companhia é pulverizado.

Em síntese, o controle totalitário ocorre quando todos os acionistas exercem o controle, ou seja, a vontade dos acionistas é levada em consideração e tem poder determinante nas deliberações sociais.

O controle majoritário, por sua vez, ocorre quando o controle da companhia é exercido por um só acionista, detentor da maioria das ações com poder de voto. Em sentido contrário, controle minoritário está presente quando o acionista que detém menos da metade das ações com poder de voto e ele que exerce o poder de controle nas deliberações sociais. Este tipo de controle é, em regra, exercido nas companhias de capital pulverizado.

Por fim, o poder de controle gerencial ocorre quando o controle da companhia é exercido por terceiro, não acionista, administrador ou diretor da companhia, que detém a confiança para votar em nome dos demais acionistas que, normalmente, não estão presentes nas deliberações sociais. O exercício do poder de controle se dá por intermédio de dois institutos, quais sejam: a adoção de mecanismos de votos por procuração (*proxy machinery*) e de técnicas de defesa contra aquisição de controle.

² ADOLF A. BERLE; GARDINER C. MEANS, **The Modern Corporation and Private Property**, Haracount, Brace & Word, Inc., 1932.

³ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO Filho, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 4 ed. ver. e atual. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2005, p. 79.

Vale salientar que o controle gerencial é a forma de poder que consagra a teoria institucional da sociedade anônima, uma vez que aquele supre qualquer vínculo com os acionistas.

Nesse sentido, o Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 2 da B3⁴ define poder de controle da seguinte forma, *in verbis*:

“Poder de Controle” significa o poder efetivamente utilizado de dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da Companhia, de forma direta ou indireta, de fato ou de direito. Há presunção relativa de titularidade do controle em relação à pessoa ou ao grupo de pessoas vinculado por acordo de acionistas ou sob controle comum (“grupo de controle”) que seja titular de ações que lhe tenham assegurado a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas três últimas assembléias gerais da Companhia, ainda que não seja titular das ações que lhe assegurem a maioria absoluta do capital votante.

Já para Carvalhosa⁵, a capacidade de exercer o controle da companhia caracteriza o efetivo exercício, ou seja, não é necessário o exercício majoritário ou minoritário, apenas a competência para exercê-lo, direta ou indiretamente.

Da mesma forma, a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (“Lei das S.A.”), em seu art. 116, define controlador como:

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

⁴ B3 – Bolsa, Brasil, Balcão. **Regulamento de Listagem do Nível 2 de Governança Corporativa.** Disponível em <http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/>. Acesso em 15.10.2019.

⁵ CAVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas.** 4. vol. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 39-40.

assembléia-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.

Predominantemente o controle acionário das companhias brasileiras é concentrado, sendo raros os casos de controle minoritário⁶. A explicação desta configuração é meramente histórica, pois o Brasil possui alta concentração de renda, forte influência de grupos econômicos mais poderosos na política, além do fato de que as empresas de origem familiar, filiais de multinacionais e empresas controladas pelo Estado predominavam até o final do século XIX⁷. Entretanto, mesmo com essas práticas de mercado, a partir de 2005 algumas companhias listadas na B3 se destacaram pela dispersão de suas ações, iniciando uma mudança no mercado de capitais, especialmente em decorrência da criação do Novo Mercado e da prática de oferta pública para aquisição de ações, fato recente no Brasil.

O Novo Mercado da B3 surgiu em meados dos anos 2000 com o objetivo de elaborar regras societárias adicionais às já existentes para as companhias que voluntariamente aderissem ao Regulamento e, conseqüentemente, se adequassem a um dos níveis de listagem (Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1). Esses níveis são ponderados pela governança corporativa adotado por cada companhia; além disso, o Regulamento também alterou os procedimentos para aquisição de ações, dado que a aquisição de controle, amigável ou hostil, só pode ser realizada mediante oferta pública.

À vista disso, as companhias se tornaram mais transparentes e ofereceram mais direitos a seus investidores. Esse fator, aliado aos bons níveis de crescimento econômico no início dos anos 2000 e ao florescimento do desenvolvimento econômico e a potência do mercado de valores mobiliários brasileiro, gerou um número recorde de ofertas de ações no mercado de capitais.

⁶ COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial**. vol. 2: Direito de Empresa. 20 ed. rev., atual e ampl. São Paulo. Editora Revista dos Tribunais, 2016. p. 279-280.

⁷ CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (coord.). **Direito Societário – Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

A evolução do direito societário e do mercado de capitais, no Brasil, resultou em modificações na estrutura do poder de controle, principalmente, nas companhias de capital aberto. Com isso, a legislação brasileira e as práticas de mercado importaram diversos institutos para poderem se adequar às práticas de mercado internacional, e também, em sentido oposto, para evitar o fenômeno da pulverização acionária da época, sendo que uma das principais modificações será abordada na sequência, com o estudo da estrutura das companhias de capital pulverizado.

1.2. A estrutura das companhias de capital pulverizado

As companhias de capital pulverizado ou diluído são aquelas em que a dispersão acionária é elevada, ou seja, nenhum acionista ou grupo de acionistas detém mais da metade das ações com poder de voto. O fenômeno da pulverização acionária no mercado brasileiro ocorre desde meados do século XX, principalmente após a promulgação da Lei das S.A. que impulsionou o poder do acionista controlador⁸.

Vale salientar que após a introdução do art. 254-A na Lei das S.A., em 2001, foi possível observar o início de um tratamento igualitário entre os acionistas, sendo que com a criação do Novo Mercado observou-se um aumento efetivo na dispersão acionária.

Além disso, o Regulamento do Novo Mercado estimulou a pulverização das ações ofertadas por intermédio de oferta pública, primária e secundária, pois exigiram das companhias: (i) aquisição mínima pelos possíveis investidores; e/ou (ii) direcionamento de, no mínimo, 10% do total das ações para pessoas físicas ou investidores não institucionais⁹. Assim, a aquisição de ações

⁸ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO Filho, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 4 ed. ver. e atual. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2005, p. 107-108.

⁹ B3 – Bolsa, Brasil, Balcão. Itens 5.1 e 7.1 do **Regulamento do Nível I e II e do Novo Mercado da B3**, respectivamente. <http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/>. Acesso em 15.10.2019.

ordinárias, nos moldes do Novo Mercado, resultou na outorga de voto por ação¹⁰ e acabou atribuindo maior proteção aos acionistas minoritários.

Apesar desse impulsionamento nas vendas de ações, muitos acionistas controladores não deixaram de exercer o seu poder de controle, dado que tais modificações do mercado não foram suficientes para suprimir a característica do poder concentrado, ainda presente no mercado brasileiro.

A pulverização do capital ocorre gradualmente, por um pequeno grupo de companhias abertas, que revoluciona a tradição da concentração do poder acionário e estabelece liquidez no mercado de capitais. À guisa de exemplo, podemos destacar algumas companhias brasileiras com o capital pulverizado, como: Lojas Renner, B3 – Bolsa, Brasil, Balcão, Odontoprev, Santander, Embraer e outros.

1.3. Considerações sobre a dispersão nas companhias de capital pulverizado

Tendo em vista as novas práticas de mercado, os acionistas majoritários tiveram suas ações diluídas, em razão da subscrição de novas ações, e, com isso, também acabaram optando pela alienação de suas ações por meio de oferta pública.

Dessa forma, as companhias de capital pulverizado tendem a ter mais acionistas investidores do que acionistas empresários. Visto que o primeiro se interessa pelo lucro que a compra das ações pode proporcionar e o segundo com o desenvolvimento e sucesso da companhia no mercado, sendo que este se aproxima mais do elemento da *affectio societatis*.

Além disso, a pulverização das ações com direito de voto acarretou no surgimento do poder de controle gerencial, uma vez que nenhum acionista é

¹⁰ Princípio *one share, one vote*.

detentor de ações com poder de voto suficiente ou quando há o fenômeno do absenteísmo nas deliberações sociais. Assim, a inércia dos acionistas permite que o controle da companhia seja exercido, de fato, pelos administradores, em razão da aceitação de suas recomendações por meio de outorga do poder de voto, nos termos do art. 126, §2º da Lei das S.A. e da Instrução CVM nº 481.

Mesmo com essa tendência, o poder de controle no mercado brasileiro prevalece concentrado. Isso explica a existência de cláusulas nos estatutos sociais das companhias de capital pulverizado que limitam o direito de voto pelo percentual de capital e/ou impedem a aquisição significativa de ações, o intuito destas cláusulas é garantir a dispersão acionária e preservar a companhia de uma aquisição hostil, dado que a tomada de controle hostil só pode ocorrer em companhias com o capital pulverizado, em razão da necessidade de ações livres para negociação.

Vale ressaltar, que a aquisição de ações por terceiros pode ou não ser benéfica para os objetivos da companhia. Nesse sentido, uma aquisição indesejada não é necessariamente hostil, dado que ela pode ser indesejada em razão de não corresponder com a expectativa do administrador ou acionista ou, ainda, pode ser que tal insatisfação advenha do interesse particular. Por este motivo, neste artigo, o termo “hostil” será aplicado para aquisições danosas à companhia e conseqüentemente gera a necessidade da adoção de mecanismos para defesa do poder de controle.

No caso da aquisição de ações, um dos principais mecanismos para proteção é a “*poison pills*”, objeto do presente artigo, que condiciona a aquisição de determinada quantidade de ações à realização de uma oferta pública, nos moldes do art. 257 da Lei das S.A.¹¹ Na realidade, o principal objetivo deste tipo

¹¹ Lei nº 6.404/76, art. 257. A oferta pública para aquisição de controle de companhia aberta somente poderá ser feita com a participação de instituição financeira que garanta o cumprimento das obrigações assumidas pelo ofertante.

§ 1º Se a oferta contiver permuta, total ou parcial, dos valores mobiliários, somente poderá ser efetuada após prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários.

§ 2º A oferta deverá ter por objeto ações com direito a voto em número suficiente para assegurar o controle da companhia e será irrevogável.

de cláusula é impedir o fortalecimento de grupos minoritários, dado que eles podem resistir e enfraquecer o poder de controle do acionista majoritário¹².

Vale salientar que mesmo que as companhias de capital pulverizado sejam, quantitativamente, pouco relevantes, merecem atenção do ponto de vista societário e de governança corporativa, uma vez que o atual modelo brasileiro é focado, sobretudo, nas políticas para limitar à capacidade do acionista majoritário de obter benefícios, deixando as demais disposições, que podem ser inseridas nos estatutos sociais, de lado.

§ 3º Se o ofertante já for titular de ações votantes do capital da companhia, a oferta poderá ter por objeto o número de ações necessário para completar o controle, mas o ofertante deverá fazer prova, perante a Comissão de Valores Mobiliários, das ações de sua propriedade.

§ 4º A Comissão de Valores Mobiliários poderá expedir normas sobre oferta pública de aquisição de controle.

¹² CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (coord.). **Direito Societário – Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

2. AQUISIÇÕES DE AÇÕES

A aquisição de ações é regulada por normas de fontes distintas, sendo elas: (i) a Lei das S.A.; (ii) atos da Comissão de Valores Mobiliários (CVM); (iii) autorregulação da B3 (especialmente, o Regulamento do Novo Mercado); e (iv) o estatuto social das companhias. Podendo ocorrer no: (a) mercado primário, onde a companhia disponibiliza novas ações a investidores via oferta pública inicial (IPO), com o intuito de captação de recursos; ou (b) mercado secundário, nos casos em que o investidor não tem mais interesse em manter o título ou sua cessão é benéfica naquele momento, ele os oferece para investidores interessados em adquiri-los.

O foco do presente artigo é a aquisição de ações via mercado secundário, dado que para concretizar a venda e compra, as partes envolvidas precisam observar particularidades normativas e societárias, que serão abordadas nos tópicos seguintes.

2.1. Liquidez no mercado de capitais que viabilizaram a captações de ações

De acordo com o Portal do Investidor¹³, liquidez é a “*maior ou menor facilidade de se negociar um título, convertendo-o em dinheiro*”, ou seja, é um conceito econômico no qual se define a agilidade de conversão de determinado ativo em dinheiro, a partir dele que é fixado o seu valor.

A liquidez no mercado de capitais é a principal ferramenta que viabiliza o investidor a adquirir ou alienar determinado ativo, principalmente quando esta operação ocorre no mercado secundário, isto é, com a simples troca titularidade e a facilidade da conversão em dinheiro. Ela é definida por vários fatores, entre eles estão: a demanda do mercado, as regras de aplicação (como rentabilidade e prazo de carência), o tipo e o preço do ativo. Logo, a captação de valores

¹³ Portal do Investidor. **Glossário**. Disponível em <<https://www.investidor.gov.br/glossario.html>> Acesso 30.04.2020.

mobiliários de uma companhia, como ações, ocorre principalmente pela sua liquidez.

Em 2019, de acordo com a CVM¹⁴, a captação no mercado de capitais aumentou 62%, com relação ao ano anterior, alcançando a marca de R\$ 450,7 bilhões. A captação de ações também acompanhou este progresso, alcançando a marca de R\$ 90,1 bilhões junto aos investidores.

A captação recorde se deu devido ao crescimento do número agentes autônomos de investimento (38,8% superior em relação ao final de 2018), bem como o estoque de valores mobiliários sob a regulação do órgão, estimado em R\$ 35 trilhões (crescimento de 85%, se comparado ao ano anterior). O crescimento de agentes autônomos foi desencadeado pela baixa da taxa de corretagem, simplificação dos procedimentos para realização de investimentos e, conseqüentemente, a aquisição de novos clientes pelas corretoras de valores mobiliários.

Neste sentido, quando falamos da venda e compra de ações, no mercado secundário, a liquidez torna-se essencial, principalmente quando o investidor opta por operações de curto prazo, aquelas em que o objetivo é o lucro rápido e percentualmente menor, sendo que a principal estratégia para esses casos é o *day-trade*, ou seja, quando a compra e venda ocorre no mesmo dia, apenas com o objetivo de beneficiar-se da volatilidade do mercado.

Portanto, o investimento em ações surge da necessidade dos investidores em aplicar o seu dinheiro e, conseqüentemente, obter rentabilidade à longo ou curto prazo. Sendo que a rentabilidade pode ser auferida no fato de a companhia ser promissora ou do ativo possuir alta liquidez, esses fatores são opostos e dependem do perfil de cada investidor, bem como do prazo de carência de cada investimento.

¹⁴ Comissão de Valores Mobiliários. **Captação recorde em 2019 no mercado de capitais.** Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2020/20200130-2.html>> Acesso em 16.04.2020.

2.2. Aquisição de ações por oferta pública de aquisição de ações (OPA)

A Oferta Pública de Ações ou OPA, como é conhecida, é uma proposta, voluntária ou obrigatória, para aquisição de ações (no mercado secundário) que envolvam mudança no quadro acionário de determinada companhia. Essa proposta é dirigida aos acionistas de uma determinada classe ou espécie de ações, a preço e condições previamente estabelecidas. Normalmente, essa oferta é realizada por um valor superior das ações disponíveis em bolsa, para de que se torne atraente para o(s) alienante(s).

O objetivo da OPA é estabelecer segurança jurídica no mercado, pois como se trata de uma oferta pública, precisa haver isonomia, transparência e proteção entre as partes e o mercado. Além de tudo, vale ressaltar que, este procedimento é realizado por intermédio uma instituição financeira ou equiparada, a fim de que confirmar a veracidade das informações fornecidas à CVM, sendo essa responsável pela autenticidade das informações e pelo cumprimento de todas as obrigações da oferta.

A OPA voluntária é um negócio jurídico no qual o ofertante manifesta sua intenção em adquirir determinadas ações, mediante convocação dos acionistas, sem qualquer imposição legal. Em sentido oposto, a OPA obrigatória é imposta por lei, nos termos dos arts. 4º e 254-A da Lei das S.A. Vale salientar que em ambas as modalidades deve ser observado o procedimento estabelecido na Instrução CVM nº 361¹⁵ (“CVM 361”).

Atualmente existem 4 (quatro) modalidades previstas na Lei das S.A., sendo elas: (i) OPA para cancelamento de registro (art. 4, §4º); (ii) OPA para aumento de participação (art. 4, §6º.); (iii) OPA por alienação onerosa do controle (art. 254-A.); e (iv) OPA para aquisição de controle (art. 257), sendo que nas primeiras três hipóteses, a realização da OPA é obrigatória. O presente artigo

¹⁵ Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM nº 361, de 05 de março de 2020**. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst361.html> Acesso em 18.04.2020.

tem como foco os itens (iii) e (iv), uma vez que sua finalidade é a tomada do poder de controle da companhia.

A obrigatoriedade da realização da OPA dá-se tendo em vista o princípio constitucional do tratamento igualitário¹⁶. Ocorre que esse princípio só foi inserido ao projeto da Lei das S.A. após a proposta do senador Otto Cyrillo Lehmann que visava proteger os acionistas minoritários (Emenda Lehmann). Entretanto, o Conselho Monetário Nacional (“CMN”) acabou restringindo a ampla aplicação da OPA, estabelecendo que só as ações ordinárias com direito a voto poderiam usufruir desta oferta.

No caso da OPA por alienação onerosa de controle, prevista no art. 254-A, onde as ações ordinárias com poder de voto são transferidas do acionista controlador para um terceiro, a realização da OPA é obrigatória, pois visa que o adquirente realize o pagamento mínimo de 80% do valor das ações, assegurando ao alienante um pagamento do prêmio equivalente 20% do preço das ações daquele bloco. Neste caso, as ações dos acionistas minoritários também podem ser objeto da OPA.

Por outro lado, a OPA para aquisição de controle, prevista no art. 257, é voluntária, pois mesmo se referindo a tomada de controle, a aquisição ocorre por aquisição originária (mercado primário), ou seja, “aquela que resulta da formação, no patrimônio do novo controlador, de um bloco de controle que não existia no patrimônio de outra pessoa ou grupo.”¹⁷

Além das OPAs estabelecidas em lei, as companhias possuem legitimidade para estabelecerem a realização de OPA em casos específicos, a chamada OPA estatutária. Neste caso, é observado, por exemplo, a obrigatoriedade de realização da OPA na hipótese de determinado acionista deter certa porcentagem de participação acionária.

¹⁶ MUNOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de Controle na Sociedade Anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 290-291.

¹⁷ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**, Volume IV – 2º edição, Revista Ampliada – Artigos 206 a 300. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

A OPA estatutária é inserida no estatuto social da companhia por deliberação em assembleia, tendo em vista o princípio majoritário das deliberações assembleares, na qual deve definir seu principal critério de aplicabilidade. Nesses casos, o valor da OPA é fixado por liberalidade dos acionistas¹⁸, sendo composto pelo valor de mercado e o valor do prêmio que será pago aos acionistas originários, sendo que este tem a função de desestimular os potenciais adquirentes.

Além disso, a Lei das S.A. estabelece que cabe aos acionistas e/ou administradores aprovar ou não a OPA, nos termos do art. 4º, §6º do referido diploma legal, sempre pensando no princípio da preservação da empresa e se tal oferta será ou não interessante para os objetivos da companhia. Com isso, com fulcro na autonomia privada dos acionistas, cabe a eles a decisão de incluir ou não mecanismos de proteção contra investidas possivelmente indesejadas.

Desta forma, tendo em vista os requisitos das OPAs, impostas por lei ou por cláusula estatutária, todas têm o mesmo objetivo, além da captação de recursos, ela monitorar a aquisição de ações por terceiro.

2.3. Tomada de controle hostil

A tomada de controle hostil de uma companhia ocorre quando um terceiro visa adquirir ações em quantidade suficiente para exercer, em regra, o poder controle, sem que haja a anuência ou interesse dos administradores, visto que estes, em um primeiro momento, recusaram a oferta¹⁹. No entanto, nada impede que a tomada de controle hostil se torne, após negociação, desejada pela administração da companhia ou vice-versa.

¹⁸ A liberalidade dos acionistas só é excluída quando houver comprovação de vício, abuso nos procedimentos de convocação da assembleia ou no voto, nos termos do art. 286 da Lei das S.A., observado sem o prazo prescricional de 2 (dois) anos.

¹⁹ CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; *et al.* **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais** – São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 376.

Assim, observa-se que o adquirente ignora o interesse da administração e propõe a compra diretamente aos acionistas, em determinado preço e condições. Neste sentido, o professor Fran Martin²⁰ dispõe sobre o objetivo da aquisição hostil:

A oferta pública para aquisição do controle acionário de sociedades anônimas é, assim, um procedimento que visa sobretudo fazer com que a operação se realize com uma participação direta dos proprietários das ações votantes de referidas sociedades. Procura-se evitar uma disputa com os administradores das sociedades, que muitas vezes detêm o controle social sem possuir a maioria das ações. Em última análise, a oferta pública para a aquisição do controle tende a beneficiar os acionistas minoritários que, desse modo, poderão participar da operação em igualdade de condições com os acionistas majoritários, no que diz respeito ao preço dado às ações dos primeiros.

À vista disso, resta claro que a aquisição hostil independe de atos da administração e, por esse motivo, a companhia precisa estar equipada com mecanismos de defesa contra tais investidas dado que, usualmente, quando se torna conhecida, ela já está em curso, sendo necessário um mecanismo repressivo para impedi-la. Este mecanismo é conhecido como *shark repellents* (repelentes de tubarão) e entre elas, as *poison pills* merecem destaque como espécie do gênero.

Diferentemente da tomada de controle hostil, há a chamada escalada acionária, em que a aquisição das ações ocorre gradativamente pela bolsa, até que o adquirente obtenha ações suficientes para o exercer o poder de controle da companhia²¹. De acordo com Roberta Prado²², escalada acionária é:

²⁰ MARTINS, F. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas: Lei n. 6.404/76, de 15 de dezembro de 1976**. Vol. 3. Rio de Janeiro, Forense. 1978

²¹ COUTINHO, Leticia de Faria Lima. **Aquisição de Controle de Companhia de Capital Pulverizado**. Edições Almedina S.A., 2013, p.13.

²² COUTINHO, Leticia de Faria Lima. *Op Cit.* p.14.

(...) mecanismo de aquisição de controle acionários, que consiste na aquisição progressiva, em Bolsa de Valores (mercado secundário) e, eventualmente, em contratações privadas com acionistas minoritários, de participações acionárias votantes de emissão da companhia aberta cujo controle se pretende adquirir, pela pessoa, ou grupo de pessoas, físicas ou jurídicas, até que esta(s) adquira(m) número suficiente de ações com direito a voto para efetivamente exercer o controle desta companhia aberta.

Por ser uma aquisição gradual, existem várias desvantagens para a companhia, seus administradores e, também, para o mercado de capitais, pois pode alterar as decisões assembleares, não gera o pagamento de prêmio aos acionistas, bem como não prevê a realização de OPA, e, conseqüentemente, gera insegurança jurídica para o mercado. Entretanto, tal modalidade não é frequentemente exercida no Brasil, sendo mais comum a tomada de controle por OPA.

Tanto na tomada de controle como na escalada acionária, a companhia pode sofrer uma aquisição hostil, dado que a forma de aquisição é diferente, mas o objetivo é o mesmo. Por esse motivo, a companhia pode deter mecanismos para impedir que isso ocorra, como será visto adiante.

3. AS POISON PILLS

As *poison pills* (pílulas de veneno) são uma espécie de *shark repellents*, criadas pelo advogado americano Martin Lipton, na década de 1970, como mecanismo para impedir a aquisição hostil de uma companhia aberta, oferecendo, por exemplo, a opção dos acionistas de adquirir as ações da companhia por valor inferior ao de mercado. Entretanto, para exercer tal opção, deve-se observar alguns requisitos estabelecido pelas normas americanas²³.

Já no Brasil, as *poison pills* assumiram uma forma distinta, devido a realidade do mercado de capitais, mas também são utilizadas como mecanismos que visam dificultar a aquisição hostil, sendo que tais mecanismos decorrem de força normativa ou por liberalidade dos acionistas e/ou administradores. Vale salientar que, a expressão *poison pills* usualmente é utilizada de forma genérica para se referir ao gênero das medidas de proteção estatutária.

3.1. Conceito

As *poison pills* são instrumentos jurídicos (atos societários) ou atos que atinjam o interesse de terceiros, que visam a proteção da companhia e de seus acionistas. Tais instrumentos possuem diversas modalidades e aplicações, mas o objetivo é sempre o mesmo, desempenhar uma medida para impedir ou reprimir uma aquisição hostil, ou seja, uma aquisição que não é “bem vinda” pela companhia.

No presente estudo, o foco são os instrumentos jurídicos que, de acordo com Salomão Filho²⁴, podem ser classificados em mecanismos estruturais e estatutários. O primeiro existe em decorrência da legislação vigente e o segundo

²³ GORGA Érica. **As poison pills americanas e as supostas poison pills brasileiras**. Disponível em <<https://www.migalhas.com.br/depeso/67358/as-poison-pills-americanas-e-as-supostas-poison-pills-brasileiras#:~:text=As%20ditas%20%22poison%20pills%22%20brasileiras,poison%20pill%20nos%20Estados%20Unidos.>>> Acesso em 05.06.2020.

²⁴ SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Novo Direito Societário**. 2ª ed., São Paulo, Malheiros, 2002, p. 137.

é inserido, por liberalidade dos acionistas, ao estatuto social, incluindo cláusulas específicas, referidas normalmente como “garantia de dispersão acionária” ou “proteção de dispersão acionária”, para impedir ou dificultar a tomada de controle, as chamadas *poison pills*.

A inclusão das *poison pills* nos estatutos sociais, como visto, obrigam, por exemplo, a realização de OPA (OPA estatutária) quando o adquirente detém determinado percentual de ações ou quando os acionistas ou administradores, que em alguns casos podem ter interesses ser conflitantes ou de natureza particular, pretendem interferir na estrutura acionária da companhia. O objetivo da obrigatoriedade da realização da OPA é a preservação do poder de controle e o pagamento do prêmio da alienação das ações. Com isso, a OPA acaba desestimulando o potencial adquirente, tendo em vista a onerosidade do processo.

De acordo com Carvalhosa²⁵, a *poison pills* estatutária mais comum é aquela que obriga a realização da OPA quando se atinge determinado percentual de ações. A primeira companhia brasileira que introduziu as *poison pills* no estatuto social foi a Natura²⁶, incluindo a disposição de que a aquisição de ações com direito a voto superior a 15% (quinze por cento), do total de ações de emissão da companhia, deveria ser realizada por OPA e, além disso, regulamentou o valor da ação e prêmio aos acionistas originários.

À guisa de exemplo, o artigo 40 do Estatuto Social da Lojas Renner S.A.²⁷ dispõe:

²⁵ 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.

²⁶ Isto é Dinheiro. **Ora, pílulas!**. Disponível em <<https://www.istoedinheiro.com.br/noticias/dinheiro-em-acao/20090715/ora-pilulas/12568>> Acesso em 12.06.2020.

²⁷ LOJAS RENNEN S.A. **Estatuto Social**. Disponível em <https://mz-filemanager.s3.amazonaws.com/13154776-9416-4fce-8c46-3e54d45b03a3/file_manager/c51d6b6c-5f9b-4d79-9323-a0e8255e441c/estatuto_social.pdf> Acesso em 12.06.2020.

Artigo 40 - 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.

No mesmo sentido, segundo informações das companhias listadas no Novo Mercado²⁸, a maioria delas adotam as *poison pills* nos seus estatutos, com o objetivo de que o adquirente de determinado percentual de ações realize a OPA. Entretanto, tal percentual não é unânime, ele varia de 5 (cinco) a 43% (quarenta e três por cento) das ações com direito a voto. Além disso, vale salientar que, OPA estatutária representa uma variação da OPA obrigatória prevista no art. 254-A da Lei das S.A., já que o percentual normativo é bem maior.

Em geral, como visto, as *poison pills* tem como finalidade a proteção acionária, sendo que as principais são: (i) a promoção de um tratamento igualitário entre os acionistas da companhia; (ii) a proteção contra ofertas consideradas coercitivas; e (iii) o aumento do poder de negociação dos acionistas ou administradores. Além disso, tais mecanismos auxiliam no desenvolvimento do mercado de capitais, dado que incentivou a abertura de capital e a dispersão acionária, ainda tímida, no país.

No que tange as ofertas consideradas coercitivas, o Memorando datado de 14 de abril de 2008 e elaborado por Marcos Barbosa Pinto e Otavio Yasbek, ambos diretores da CVM em 2008, para o Colegiado do órgão que se tornou o

²⁸ B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. **Segmentos de listagem.** Disponível em <http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/> Acesso em 12.06.2020.

Parecer de Orientação nº 36/2009²⁹, dispõe que por mais que a oferta seja voluntária, ela pode ser considerada coercitiva no momento em que, por exemplo, há uma incorporação por preço inferior ao de mercado.

À vista disso, nota-se que a aplicabilidade de tais mecanismos no cenário brasileiro é diferente do modelo americano, tanto na sua eficácia como nos seus efeitos e, com isso a sua efetividade também é objeto de discussão. Entretanto, resta claro, que as *poison pills* estão sendo cada vez mais popularizadas pelas companhias brasileiras, principalmente aquelas que estão caminhando para a pulverização do capital.

3.2. Aplicação no Novo Mercado da B3

Devido a polarização das estruturas societárias entre os diferentes sistemas de governança corporativa, capital pulverizado e concentrado, no qual o primeiro caracteriza-se pela existência de vários acionistas e rigoroso padrão de transparência nas informações prestadas e o segundo na concentração de poder por um ou poucos acionistas e padrões menos rígidos na transparência, a B3 desenvolveu o Regulamento do Novo Mercado para que as companhias interessadas em ingressar neste sistema preencham os requisitos elencados no Título II, Capítulo I do referido Regulamento³⁰.

²⁹ Comissão de Valores Mobiliários. **Parecer de Orientação nº 36/2009**. Disponível <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare036.html>> Acesso em 13.04.2020

³⁰ De acordo com as informações disponibilizada, a companhia deve: (i) ter um capital social composto só de ações ordinárias com direito a voto; (ii) todos os acionistas têm direito de vender suas ações, no caso de alienação de controle, pelo mesmo preço (*tag along*) das ações do controlador; (iii) instalação de auditoria interna, *compliance* e comitê de auditoria, órgãos que podem ser estatutários ou não; (iv) no caso de saída do Novo Mercado, a companhia deverá realizar OPA, sendo que no mínimo 1/3 dos acionistas devem aceitar a OPA ou concordar com a saída da companhia; (v) o conselho de administração deve ser composto por, no mínimo, 2 ou 20%, aquele que for maior, de conselheiros independentes; (vi) a companhia deve manter 25% das ações em circulação ou 15%, nos casos em que o volume financeiro diário de negociação das ações se mantenha igual ou superior a R\$ 25.000.000,00 (vinte cinco milhões de reais), considerando o último ano; (vii) procedimento de avaliação d conselho de administração, comitês e diretoria; (viii) políticas de (a) remuneração; (b) indicação dos membros do conselho, comitês e diretoria; (c) gerenciamento de risco; (d) transação com partes relacionadas; e (e) negociação dos valores mobiliários; (ix) divulgação de fato relevante em inglês e português; e (x) divulgação mensal sobre as negociações de valores mobiliários da companhia. Informações disponíveis no **Regulamento do Novo Mercado**. Disponível em <http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/>. Acesso em 13.04.2020.

O ingresso no Novo Mercado ocorre pela celebração de um contrato de participação entre a B3 e a companhia. A B3 atua como entidade administradora, verificando se as companhias atendem os requisitos mínimos para o ingresso, bem como a permanência e saída deste sistema. Além das regras disciplinadas no Novo Mercado, outras instituições atuantes no mercado, como CVM e ANBIMA, também possuem regras de governança corporativa que aumentam a proteção acionária.

Nesse sentido, as regras adicionais de governança corporativa e incentivos à manutenção do poder de controle trazidas pelo Novo Mercado, de acordo com Salomão Filho³¹, tem três objetivos, sendo que dois deles são detalhar as regras já existentes e o outro, considerado inovador, é apresentar princípios.

O primeiro deles é sobre o tratamento das informações disponibilizadas para o investidor, respeitando o princípio da transparência e qualidade. Já o segundo, é o “reforço das garantias patrimoniais dos minoritários no momento da saída da sociedade”³². E, por fim, o terceiro trata sobre as mudanças nas regras societárias, incluindo a alteração na estrutura da Lei das S.A., estabelecendo que a companhia detenha somente ações ordinárias e, ainda, que as resoluções dos conflitos oriundos do Regulamento do Novo Mercado sejam resolvidas por meio da arbitragem³³.

O objetivo do Novo Mercado foi criar incentivos ao investidor a longo prazo, bem como permitir que todos os acionistas detenham direito de participar ativamente das decisões empresariais. Já com relação a arbitragem, ela proporciona maior segurança jurídica, dado que essas questões serão analisadas por um juízo especializado na área.

Além dessas alterações, o Regulamento do Novo Mercado impõe que haja a nomeação de pelo menos 20% de conselheiros independentes,

³¹ SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Novo Direito Societário**, 2ª ed., São Paulo: Malheiros, p. 58

³² SALOMÃO FILHO, Calixto. *Op Cit.* p. 59

³³ SALOMÃO FILHO, Calixto. *Op Cit.* p. 59

diminuindo a presença do acionista controlador no Conselho de Administração da companhia, e, ainda, que a alienação de controle seja efetivada por OPA, para que ocorra o pagamento do prêmio aos demais acionistas e, conseqüentemente, o pagamento pela alienação ao acionista controlador será menor.

Diante do exposto, resta claro que, por meio de regulações, autorregulação, autonomia privada, aprimoramento nas regras de governança corporativa e, principalmente, após a criação do Novo Mercado, o mercado de capitais brasileiro está caminhando para dispersão acionária, devido a segurança jurídica que é aprimorada ao longo do tempo. Entretanto, tal fato não anula a característica de concentração acionária no país, dado que isso está ligada a muitos fatores, principalmente os econômicos e políticos.

3.3. A efetividade das *Poison Pills*

Como visto, a inclusão das *poison pills* estatutárias tem como objetivo dificultar a entrada de novos acionistas com interesse em adquirir o poder de controle, ou seja, de impedir uma aquisição hostil³⁴. Além disso, que a Natura foi a primeira companhia aberta brasileira a incluir tal disposição e a partir deste fato, outras companhias passaram a incluir as cláusulas nos seus estatutos e, conseqüentemente, abriram seu capital e passaram a integrar no Novo Mercado, caminhando para dispersão acionária.

Isto posto, por previsões estatutárias, as *poison pills* podem desestimular a tomada de controle da companhia e são vistas como efetivas quando esses mecanismos se consumam. Em um contexto geral e considerando o cenário brasileiro, tal inserção tem o intuito de manter o bloco de controle concentrado³⁵ e proteger a companhia contra aquisições que possam prejudicar a sua

³⁴ CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; *et al.* **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais** – São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 388-389.

³⁵ ZANINI, Carlos Klein. A poison Pill brasileira: desvirtuamento, antijuricidade e ineficiência. In: ADAMEK, Marcelo Vieira Von (Coord.). **Temas de direito societário e empresarial contemporâneo**. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 265-267.

continuidade, dado que a dispersão do capital só é viável quando há mecanismos de proteção para a companhia e seus acionistas, principalmente os minoritários³⁶.

Vale destacar que muitas companhias adicionam aos seus estatutos sociais cláusulas acessórias às *poison pills*, nomeadas como cláusulas pétreas. Este tipo de cláusula pode acarretar determinado ônus aos acionistas que votarem a favor da modificação ou exclusão das *poison pills*. Entretanto, a CVM se posicionou sobre a ilegalidade desta cláusula acessória, não reconhecendo os efeitos dela em processos administrativos sancionadores, através do Parecer de Orientação nº 36/2009³⁷, conforme destacado abaixo:

Nos últimos anos, os estatutos de diversas companhias passaram a conter cláusulas de proteção à dispersão acionária que obrigam o investidor que adquirir determinado percentual das ações em circulação a realizar uma oferta pública de compra das ações remanescentes.

Além disso, alguns estatutos incluem disposições acessórias a essas cláusulas, impondo um ônus substancial aos acionistas que votarem favoravelmente à supressão ou à alteração das cláusulas, qual seja, a obrigação de realizar a oferta pública anteriormente prevista no estatuto.

A CVM entende que a aplicação concreta dessas disposições acessórias 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.

³⁶ LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANOS, Florêncio; SCHILEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. ***Investor protection and corporate governance***. In: *Journal of Financial Economics*, nº 3, 2000.

³⁷ Disponível <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare036.html>> Acesso em 13.04.2020

Além do não reconhecimento pela CVM, o órgão sistematiza a ineficiência econômica de sua inserção e a violação da Lei das S.A. Por mais que o parecer não tenha força de lei, ele pode ser um recurso para a exclusão dessa cláusula no estatuto social, caso não haja concordância de um ou mais acionistas sem poder de voto significativo em assembleia. Por outro lado, caso o acionista se sinta prejudicado pela retirada das *poison pills*, ele pode recorrer ao judiciário para garantir a aplicabilidade dela.

Vale salientar que com a edição do Parecer de Orientação da CVM nº 36/2009 o mercado se adequou ao entendimento da Autarquia e atualmente poucas são as companhias que possuem as cláusulas acessórias em seus estatutos. Apesar disso, as *poison pills* ainda permanecem respaldando o interesse da companhia.

Além disso tudo, Andrighi e Riva³⁸ ponderam em sentido oposto, dispondo que o objetivo da inclusão das cláusulas pétreas é a proteção para que os acionistas não estejam sujeitos aos posicionamentos pessoais dos administradores.

No mesmo sentido, ressalta-se que, um dos principais mecanismos que efetivam a aplicabilidade das *poison pills* são as cláusulas pétreas, pois além de sua aplicação, a companhia pode suspender o direito daquele que descumpriu as obrigações societárias ou normativas, nos termos do art. 120 da Lei das S.A.³⁹, obrigando, assim, a realização da OPA e, se esse não o fizer, terá a suspensão de seus direitos.

³⁸ ANDRIGHI, Fátima Nancy; DA RIVA, Laura Regina, **Oferta Hostil e Poison Pills**. In: WALD, Arnaldo; GONÇALVES, *et al.* **Sociedade Anônimas e Mercados de Capitais**, São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 337.

³⁹ Lei das S.A, Art. 120. A assembléia-geral poderá suspender o exercício dos direitos do acionista que deixar de cumprir obrigação imposta pela lei ou pelo estatuto, cessando a suspensão logo que cumprida a obrigação.

Sobre a suspensão do direito do acionista que for contrário às disposições estatutárias, a CVM não se posicionou a respeito de sua legalidade e até hoje não foi consultada em casos concretos.

À vista de todo o exposto, a inclusão das *poison pills* no estatuto social, via assembleia, em regra, são efetivas para sua aplicabilidade. Ainda, há a possibilidade da inserção das cláusulas acessórias, como visto. Entretanto, tal prática não é unânime na doutrina. De todo modo, resta claro que estes dispositivos asseguram a efetividade das *poison pills* e, principalmente, protege a companhia da tomada de controle hostil e dos interesses pessoais, para evitar que as práticas indesejadas não sejam aplicadas sem quaisquer consequências.

CONCLUSÃO

Este artigo procurou destrinchar as formas de poder de controle das companhias brasileiras, apontou como a estrutura destas companhias foi modificada ao longo do tempo e quais são os principais mecanismos de defesa para se evitar a tomada de controle de uma companhia aberta.

Como mecanismos, examinou-se os instrumentos normativos e societários e como eles são aplicáveis às companhias. Inicialmente, foi visto a aplicabilidade da oferta pública para aquisição de ações via mercado secundário, nos casos de aplicação obrigatória ou voluntária. E, também, que na aquisição via mercado primário, por força normativa, não há obrigatoriedade em realização da OPA e, conseqüentemente, tal mecanismo não é efetivo para impedir eventual tomada de controle.

Deste modo, tendo em vista a crescente pulverização do capital social nas companhias abertas e como estas, mesmo com a pulverização, podem manter o poder de controle, foi tratado dos mecanismos estatutários, em especial, as *poison pills*, que são espécies de *shark repellents*. Tais mecanismos surgiram justamente da lacuna normativa e da necessidade dos acionistas de impor regras, consignadas em assembleia, para aplicação de medidas efetivas contra a tomada de controle hostil.

Em razão do exposto, no decorrer do presente artigo, buscou-se analisar a efetividade da aplicação das *poison pills*, originalmente americanas, como cláusulas estatutárias no cenário brasileiro.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ADOLF A. BERLE; GARDINER C. MEANS, **The Modern Corporation and Private Property**, Haracount, Brace & Word, Inc., 1932.

ANDRIGHI, Fátima Nancy; DA RIVA, Laura Regina, **Oferta Hostil e Poison Pills**. In: WALD, Arnaldo; GONÇALVES, Fernando; *et al.* **Sociedade Anônimas e Mercados de Capitais**, São Paulo: Quartier Latin, 2011.

ANDRIGHI, Fátima Nancy *et al.* **Sociedade Anônimas e Mercados de Capitais**, São Paulo: Quartier Latin, 2011.

B3 – Bolsa, Brasil, Balcão. **Regulamento de Listagem do Nível 2 de Governança Corporativa**. Disponível em http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/. Acesso em 15.10.2019.

B3 – Bolsa, Brasil, Balcão. **Regulamento do Novo Mercado**. Disponível em http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/. Acesso em 13.04.2020.

B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. **Segmentos de listagem**. Disponível em http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/ Acesso em 12.06.2020.

CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO; Leandro Santos de (coord.). **Direito Societário – Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; *et al.* **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

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.

CAVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. 4. vol. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2014.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial. vol. 2: Direito de Empresa**. 20 ed. rev., atual e ampl. São Paulo. Editora Revista dos Tribunais, 2016.

Comissão de Valores Mobiliários. **Captação recorde em 2019 no mercado de capitais**. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2020/20200130-2.html> Acesso em 16.04.2020.

Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM nº 361, de 05 de março de 2020**. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst361.html> Acesso em 18.04.2020.

Comissão de Valores Mobiliários. **Parecer de Orientação nº 36/2009**. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare036.html>> Acesso em 13.04.2020

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO Filho, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 4 ed. ver. e atual. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2005.

COUTINHO, Leticia de Faria Lima. **Aquisição de Controle de Companhia de Capital Pulverizado**. Edições Almedina S.A., 2013.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**, Volume IV – 2º edição, Revista Ampliada – Artigos 206 a 300. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

GORGA Érica. **As poison pills americanas e as supostas poison pills brasileiras**. Disponível em <<https://www.migalhas.com.br/depeso/67358/as-poison-pills-americanas-e-as-supostas-poison-pills-brasileiras#:~:text=As%20ditas%20%22poison%20pills%22%20brasileiras,poison%20pill%20nos%20Estados%20Unidos.>> Acesso em 05.06.2020.

Isto é Dinheiro. **Ora, pílulas!**. Disponível em <<https://www.istoedinheiro.com.br/noticias/dinheiro-em-acao/20090715/ora-pilulas/12568>> Acesso em 12.06.2020.

LA PORTA, Rafael; *et al.* **Investor protection and corporate governance**. In: Journal of Financial Economics, nº 3, 2000.

LOJAS RENNER S.A. **Estatuto Social**. Disponível em <https://mz-filemanager.s3.amazonaws.com/13154776-9416-4fce-8c46-3e54d45b03a3/file_manager/c51d6b6c-5f9b-4d79-9323-a0e8255e441c/estatuto_social.pdf> Acesso em 12.06.2020.

MARTINS, F. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas: Lei n. 6.404/76, de 15 de dezembro de 1976**. Vol. 3. Rio de Janeiro, Forense. 1978

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

Portal do Investidor. **Glossário**. Disponível em <<https://www.investidor.gov.br/glossario.html>> Acesso 30.04.2020.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Novo Direito Societário**, 2ª ed., São Paulo: Malheiros.

ZANINI, Carlos Klein. **A poison Pill brasileira: desvirtuamento, antijuricidade e ineficiência**. In: ADAMEK, Marcelo Vieira Von (Coord.). Temas de direito societário e empresarial contemporâneo. São Paulo: Malheiros, 2011.

COORDENADORIA DE TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO (TCC)

TERMO DE AUTENTICIDADE DO TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

Eu, Rafaela Alencar Gomes

Aluno(a), regularmente matriculado(a), no Curso de Direito, na disciplina do TCC da 10ª etapa, matrícula nº 4158304-3, Período matutino, Turma 10A,

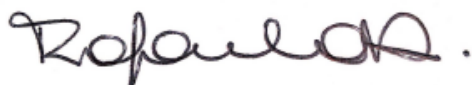
tendo realizado o TCC com o título: A Efetividade das Poison Pills como Mecanismo de Proteção Contra Investidas Indesejadas.

sob a orientação do(a) professor(a): Thais Cíntia Cárnio.

declaro para os devidos fins que tenho pleno conhecimento das regras metodológicas para confecção do Trabalho de Conclusão de Curso (TCC), informando que o realizei sem plágio de obras literárias ou a utilização de qualquer meio irregular.

Declaro ainda que, estou ciente que caso sejam detectadas irregularidades referentes às citações das fontes e/ou desrespeito às normas técnicas próprias relativas aos direitos autorais de obras utilizadas na confecção do trabalho, serão aplicáveis as sanções legais de natureza civil, penal e administrativa, além da reprovação automática, impedindo a conclusão do curso.

São Paulo, 17 de junho de 2020.



Assinatura do discente