

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

Larissa de Assis Schiavinato

Poison Pills: Mecanismos de Defesa da Sociedade Contra Aquisições Hostis

São Paulo

2022

Larissa de Assis Schiavinato

Poison Pills: Mecanismos de Defesa da Sociedade Contra Aquisições Hostis

Monografia apresentada à Faculdade de Direito da Pontifícia Universidade Católica como parte dos requisitos para conclusão do curso de graduação em 2022, sob a orientação do Prof. Antônio Marcio da Cunha Guimarães.

São Paulo

2022

“Posso não concordar com uma única palavra do que dizes, mas defenderei até a morte o teu direito de dizê-la”. – Evelyn Beatrice Hall

RESUMO

O Novo Mercado foi composto com o intuito de fortalecer e desenvolver o mercado de capitais brasileiro, estabelecendo padrões mais elevados de governança corporativa às companhias nele listadas voluntariamente e, assim, atendendo a pretensão dos investidores mais exigente e estrangeiros. A companhia, ao entrar no Novo Mercado assume compromisso perante o mercado de que adotará regras societárias mais rígidas que as exigidas por lei, as quais se encontram consolidadas no “Regulamento de Listagem do Novo Mercado”. Ao realizar boas práticas de governança corporativa, faz com que amplie os direitos dos acionistas e oferece maior segurança jurídica aos investidores quanto aos compromissos assumidos pela companhia. O trabalho abordará sobre a lei do mercado de capitais, distinguindo sobre o conceito de valores mobiliários, ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários atualmente e os mecanismos de defesa contra aquisições hostis.

Palavras-chave: Mercado de Capitais. Poison Pills. Comissão de Valores Mobiliários.

ABSTRACT

The Novo Mercado was created with the aim of strengthening and developing the Brazilian capital market, establishing higher standards of corporate governance for companies listed on it voluntarily, thus meeting the demands of the most demanding and foreign investors. The company, upon entering the Novo Mercado, assumes a commitment to the market that it will adopt more rigid corporate rules than those required by law, which are consolidated in the “Novo Mercado Listing Regulations”. By carrying out good corporate governance practices, it expands the rights of shareholders and offers greater legal certainty to investors regarding the commitments assumed by the company. The work will address the capital market law, distinguishing about the concept of securities, public offerings of distribution of securities today and the defense mechanisms against hostile takeovers.

Keywords: Capital Market. Poison Pills. Securities and Exchange Commission.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	7
1. LEI DO MERCADO DE CAPITAIS	9
1.1 Conceito de Valores Mobiliários no Regime Jurídico	10
2. AS OFERTAS PÚBLICAS DE DISTRIBUIÇÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS NO BRASIL HOJE	14
3. POISON PILLS	23
3.1 Objetivos	24
3.2 Mecanismos nacionais	25
3.3 Aquisição hostil	27
3.4 Modelos de defesa brasileiro	29
4. O NOVO REGIME DE OFERTAS PÚBLICAS DE VALORES MOBILIÁRIOS NO BRASIL	32
CONCLUSÃO	42
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	44

INTRODUÇÃO

A presente monografia versa sobre o instituto societário das denominadas cláusulas “*Poison Pills*” ou “*Shark Repellents*”, em português “pílulas de veneno” ou “repelentes de tubarão”, que tem como objetivo prevenir aquisições hostis ou oferecer melhores condições aos acionistas das sociedades caso a aquisição seja efetivada, estão presentes nos Estatutos Sociais da maioria das sociedades de capital aberto listadas no mercado de ações.

As cláusulas de “*Poison Pill*”, importadas do Direito Americano, foram introduzidas no ordenamento jurídico brasileiro em um momento que mercado de capitais do Brasil passava por um momento de alta liquidez, ou seja, o grau de negociabilidade das ações estava em alta, e, conseqüentemente, o investimento estava mais propício a ser convertido em dinheiro. Deste modo, investidores começaram a comprar mais ações das companhias, superando o número de ações detidas pelo acionista controlador ou grupo de acionistas controladores, obtendo o controle daquela sociedade de forma brusca, repentina e indesejada através de uma aquisição hostil.

Tais mecanismos de defesa da sociedade podem estar presentes nos Estatutos Sociais através de diferentes tipos de cláusulas, como a cláusula de Oferta Pública para Aquisição de Ações (“OPA”), uma das *poison pills* mais comuns no direito brasileiro, que será melhor explicada no decorrer do presente trabalho.

A presença desses mecanismos nos Estatutos Sociais de companhias abertas é extremamente estratégica, considerando que acaba desestimulando a aquisição hostil da sociedade devido ao relevante prejuízo financeiro que traria ao adquirente, que precisaria desembolsar um valor superior ao esperado para obter o controle acionário da sociedade.

Assim, é possível entender que as cláusulas de “*Poison Pill*” foram inseridas no direito societário brasileiro como mecanismos de defesa da sociedade, visando garantir uma segurança aos acionistas originais de uma companhia aberta.

As aquisições hostis e os mecanismos de defesa da sociedade são temas que tem ganhado cada vez mais relevância no direito societário brasileiro e internacional considerando o desenvolvimento do mercado de capitais e sua constante autorregulação. O direito societário traz constantes mudanças e novas normas, de modo que é de suma importância aqueles que nele operam estarem atualizados e

par das alterações. Deste modo, o entendimento das cláusulas de *Poison Pill* se faz extremamente necessário para as boas práticas de governança corporativa e segurança das sociedades e de seus acionistas.

Em consonância com a apresentação do tema, observando um panorama geral, o objetivo do presente trabalho é trazer uma análise crítico-descritiva dos institutos da aquisição hostil e dos mecanismos de defesa da sociedade conhecidos como cláusulas de *Poison Pill*.

Visando atingir os objetivos traçados no presente trabalho, sendo eles fazem análise histórica, doutrinária e jurisprudencial do mecanismo de defesa da sociedade contra aquisições hostis, as chamadas cláusulas de “*Poison Pill*”, explicando alguns dos mecanismos mais utilizados no direito societário brasileiro e americano, bem como a análise de casos brasileiros em que tais mecanismos foram acionados para a defesa das sociedades, o presente projeto será desenvolvido mediante a realização de uma pesquisa exploratória visando um aprofundamento nos conceitos de aquisição hostil e da cláusula “*Poison Pill*” e suas espécies.

1. LEI DO MERCADO DE CAPITAIS

Em 7 de dezembro de 1976, foi editada a Lei nº 6.385¹ (“Lei nº 6.385”), com o objetivo de criar medidas de proteção ao mercado após a crise do mercado de capitais dos anos de 1970 e 1971. Até então, apesar de haver uma preocupação com o sistema financeiro, não havia regulação estruturada. O mercado era alicerçado numa política de incentivos fiscais como, por exemplo, descontos em impostos para investir em títulos. Tal política de incentivos acabou por gerar um excesso de demanda desalinhada com a oferta de valores pelas companhias, o que ocasionou um processo especulativo sobre as ações, que subiram de forma inexplicável.

Essa volatilidade dos preços dos papéis aliado à desconfiança dos investidores levou à crise da bolsa do Rio de Janeiro, entre os anos de 1970 e 1971. Esta crise foi um marco no mercado de capitais brasileiro, pois evidenciou que a estrutura de regulação existente, realizada por uma Diretoria do Bacen, não era suficiente. Seria necessária a criação de uma entidade tecnicamente capacitada e responsável pela observância dos interesses dos investidores, que velasse pelo cuidado das informações no mercado.

Assim, em 7 de dezembro de 1976, foi criada a CVM, por meio da Lei nº 6.385, para exercer as funções de órgão regulador e fiscalizador do mercado de valores mobiliários, tarefas, até então, atribuídas ao Bacen. A distribuição da competência normativa e fiscalizadora exercida sobre o mercado ficou dividida entre o Bacen, que disciplina o sistema financeiro bancário, monetário e creditício; e à CVM, que disciplina o mercado de valores mobiliários.

O artigo 5º da Lei nº 6.385, dispõe sobre a natureza, características e funções da CVM, conforme abaixo:

“Artigo 5º É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária.”

¹ BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. (Lei do Mercado de Capitais.) Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Diário Oficial da União, Brasília, 09 dez. 1976.

Com a edição da Medida Provisória nº 08, posteriormente convertida na Lei nº 10.411, de 26 de fevereiro de 2002, que deu origem à atual redação do artigo 5º supracitado, a CVM foi elevada à condição de entidade autárquica em regime especial, ou seja, passou a ser agência reguladora, de modo que tem poderes para regular, fiscalizar e sancionar as seguintes atividades no mercado de valores mobiliários, conforme estabelecidas no artigo 1º da Lei nº 6.385: a emissão; distribuição; negociação; intermediação; administração de carteiras e custódia de valores mobiliários; a auditoria das companhias abertas e os serviços de consultor e analista de valores mobiliários.

Disso decorre a importância de se conceituar quais títulos são efetivamente considerados como valores mobiliários: para delimitar o âmbito de aplicação da Lei nº 6.385, estabelecer o escopo da atuação da CVM, bem como o alcance de sua regulamentação administrativa.

Assim, cumpre à CVM exercer sua competência sobre os valores mobiliários objetos de oferta pública ou negociados em sistemas públicos de negociação. Por outro lado, a emissão e a negociação privadas, de valores mobiliários não ensejam, em regra, a disciplina ou fiscalização da CVM. A competência da CVM para regulamentar, fiscalizar e aplicar sanções administrativas se limita aos emissores de valores mobiliários, seus controladores e administradores, assim como às entidades integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, por exemplo, auditores independentes e demais pessoas que atuam profissionalmente neste mercado.

1.1 Conceito de Valores Mobiliários no Regime Jurídico

A Lei nº 6.385, em sua redação primária, previa um rol restrito de espécies de valores mobiliários (ações, partes beneficiárias, debêntures, cupões destes títulos e bônus de subscrição, certificados de depósitos), conferindo segurança jurídica a este sistema. Mas, ainda assim, dava à CVM o poder para criar títulos e ampliar esta lista.

Utilizando esta faculdade que lhe foi conferida, a CVM editou diversas Resoluções definindo novos valores mobiliários, além daqueles previstos na Lei nº 6.385, tais como notas promissórias, certificados de recebíveis imobiliários (CRI), certificados de depósitos, dentre outros. Além disso, a legislação esparsa também definiu como valor mobiliário as cotas de fundos de investimento imobiliário.

Como se vê, a ideia inicial de se trazer segurança jurídica ao sistema por meio da previsão taxativa dos valores mobiliários na Lei nº 6.385 se mostrou insuficiente com a rápida dinâmica em que o mercado cria instrumentos fora do rol previsto na referida legislação.

Assim, foi editada a Medida Provisória nº 1.637/1998, posteriormente convertida na Lei nº 10.198, de 14 de fevereiro de 2001², que criou um conceito amplo e genérico de valores mobiliários, em seu artigo 1º, superando a necessidade da previsão explícita na Lei nº 6.385:

“Artigo 1º Constituem valores mobiliários, sujeitos ao regime da Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, quando ofertados publicamente, os títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.”

Esta definição foi incorporada pela reforma da Lei nº 6.385, dada pela Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001³ (“Lei nº 10.303”), que trouxe um conceito aberto de valor mobiliário ao alterar o inciso IX do artigo 2º da Lei nº 6.385⁴, ao substituir a

² BRASIL. Lei nº 10.198, de 14 de fevereiro de 2001. Dispõe sobre a regulação, fiscalização e supervisão dos mercados de títulos ou contratos de investimento coletivo, e dá outras providências. Diário Oficial da União, Brasília, 16 fev. 2001.

³ BRASIL. Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Diário Oficial da União, Brasília, 1 nov. 2001.

⁴ BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Artigo 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: I - as ações, debêntures e bônus de subscrição; II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II; III - os certificados de depósito de valores mobiliários; IV - as cédulas de debêntures; V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; VI - as notas comerciais; VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros. § 1º Excluem-se do regime desta Lei: I - os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal; II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures. § 2º Os emissores dos valores mobiliários referidos neste artigo, bem como seus administradores e controladores, sujeitam-se à disciplina prevista nesta Lei, para as companhias abertas. § 3º Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas para a execução do disposto neste artigo, podendo: I - exigir que os emissores se constituam sob a forma de sociedade anônima; II - exigir que as demonstrações financeiras dos emissores, ou que as informações sobre o empreendimento ou projeto, sejam auditadas por auditor independente nela registrado; III - dispensar, na distribuição pública dos valores mobiliários referidos neste artigo, a participação de sociedade integrante do sistema previsto no Artigo 15 desta Lei; IV - estabelecer padrões de cláusulas e condições que devam ser adotadas nos títulos ou contratos de investimento, destinados à negociação em bolsa ou balcão, organizado ou

expressão “os títulos ou contratos de investimento coletivos” por “quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivos”. Conceitualmente, referido inciso abrange por si só todos os valores mobiliários, ao passo que todos os incisos anteriores do mesmo artigo podem ser considerados como um rol exemplificativo dos valores mobiliários tidos como mais comuns.

O inciso IX do artigo 2º da Lei nº 6.385 é considerado por alguns autores, como Modesto Carvalhosa⁵, o fundamento básico da definição de valores mobiliários. Ademais, cabe pontuar que este conceito genérico é um importante marco na legislação brasileira, ao evitar a constante atualização da lei e ao fornecer poderes à CVM para decidir, *in concreto*, se determinados instrumentos são ou não valores mobiliários, permitindo à CVM o acompanhamento das inovações do mercado de modo eficiente e dinâmico.

A partir deste conceito, é extraída a competência dos órgãos da administração pública encarregados de fiscalizar as atividades desenvolvidas no mercado financeiro: no caso de oferta, intermediação, negociação ou distribuição de valores mobiliários a competência é da CVM, ao passo que os negócios envolvendo outros ativos financeiros que não valores mobiliários a competência fiscalizatória é do Bacen. Assim, na hipótese de os valores mobiliários serem objeto de uma oferta pública, cumpre à CVM exercer sua competência sobre eles.

A regulação das atividades econômicas e da exploração privada de bens e serviços públicos é desempenhada, no regime jurídico pátrio, por autarquias especiais dotadas de autonomia e independência, e exercida mediante um conjunto de competências normativas, executivas e judicantes.

No caso da CVM, o exercício dos poderes para organizar e disciplinar o mercado tinha fundamento, desde sua criação, na construção doutrinária da delegação de poderes legislativos⁶. Justificava-se o exercício de parcela de poder

não, e recusar a admissão ao mercado da emissão que não satisfaça a esses padrões. § 4º É condição de validade dos contratos derivativos, de que tratam os incisos VII e VIII do **caput**, celebrados a partir da entrada em vigor da Medida Provisória nº 539, de 26 de julho de 2011, o registro em câmaras ou prestadores de serviço de compensação, de liquidação e de registro autorizados pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários.

⁵ CARVALHOSA, Modesto: Tratado de Direito Empresarial, Volume VI, Mercado de Capitais, São Paulo, p. 138, Ed. set. 2016.

⁶ BOLIVAR B. M. ROCHA, "O Poder Normativo de Órgãos da Administração. O caso da Comissão de Valores Mobiliários". Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, Revista dos Tribunais, n. 64, out./dez. 1986, pp. 47 e ss.

normativo por órgão da Administração indireta, desde que assim previsto pela legislação.

Neste sentido, o fundamento constitucional do poder regulamentar da CVM decorre do artigo 174 da Constituição da República Federativa do Brasil de 1988⁷ (“CRFB”), o qual outorgou ao Estado competência normativa enquanto regulador da atividade econômica, ao estabelecer que o Estado, como agente normativo e regulador da atividade econômica, exercerá as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado. Este poder representa também um dever, não podendo a CVM omitir-se em seu exercício normativo.

O §3º do artigo 2º da Lei nº 6.385, com a redação trazida pela Lei nº 10.303, contém a fonte da competência normativa da CVM em relação aos valores mobiliários e seus emissores, balizada pelas finalidades estabelecidas pelo artigo 4º da Lei nº 6.385, na medida em que prevê competir à CVM expedir normas para a execução do disposto no referido artigo 2º, que define valores mobiliários.

Além disso, também é base legal e geral do poder normativo da CVM o inciso I do artigo 8º da Lei nº 6.385, o qual prevê a competência da autarquia para regulamentar, observando a política definida pelo CMN, as matérias expressamente previstas na Lei nº 6.385.

Cabe pontuar, por fim, que, pelas particularidades do mercado que disciplina os valores mobiliários, diferente de outras autarquias cuja liberdade de atuação é mais restrita, a CVM possui capacidade de inovar a lei, disciplinar o acesso de agentes privados ao mercado e regular sua conduta. Também em razão disso a reforma legislativa à Lei nº 6.385, ocorrida em 2001, procurou assegurar a autonomia e a ampliar a competência da CVM, qualificando-a como "*entidade autárquica em regime especial*", dotada de "*autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária*".

⁷ BRASIL. Constituição (1988). Constituição da República Federativa do Brasil. Brasília, 5 de outubro de 1988.

2. AS OFERTAS PÚBLICAS DE DISTRIBUIÇÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS NO BRASIL HOJE

A oferta pública de distribuição de valores mobiliários constitui a operação por meio da qual a companhia ou titulares de valores mobiliários de sua emissão colocam, mediante apelo ao público, valores mobiliários no mercado de capitais. Nesse sentido, investidores interessados em se tornar titulares dos valores mobiliários ofertados devem subscrevê-los ou adquiri-los e o preço por eles pago é revertido para o ofertante.

Existem duas modalidades de ofertas públicas de distribuição: (i) ofertas públicas primárias e (ii) ofertas públicas secundárias. Por meio das (i) ofertas primárias a companhia emite novos valores mobiliários, visando à sua colocação perante os investidores e os recursos obtidos são revertidos para a própria companhia emissora; ao passo que, (ii) por meio das ofertas secundárias, os acionistas da companhia ou titulares de outros valores mobiliários de sua emissão vendem ao mercado, também mediante apelo ao público, os títulos de sua propriedade já emitidos pela companhia. Neste caso, os recursos pagos pelos investidores para adquirir os valores mobiliários não são destinados à companhia emissora, mas aos próprios ofertantes.

Existem, ainda, as ofertas mistas, em que parte dos valores mobiliários ofertados são oriundos de uma nova emissão da companhia e a outra parte tem origem em títulos já emitidos.

A principal diferença entre os dois tipos de oferta, além da obrigatoriedade ou não de sua realização, reside no fato de que a oferta voluntária é meio para a aquisição do controle da companhia, enquanto a oferta obrigatória é condição para a celebração do negócio. De fato, a alienação de controle de companhia aberta, nos moldes do artigo 254-A, revela-se verdadeiro negócio societário típico, a ser modulado em consonância com o disposto na lei, e observada a regulamentação da CVM (sobretudo a Instrução Normativa CVM no 361, de 5 de março de 2002). Ou seja, a alienação deve ser contratada, obrigatoriamente, sob a condição de que o adquirente realize a oferta pública aos demais acionistas. Tem-se, assim, que essa condição é da essência do próprio negócio.⁸

⁸ Diversamente do que em geral ocorre, a condição, na aquisição de controle da companhia aberta, não é elemento acidental (ou particular) do negócio jurídico, mas antes essencial (ou elemento categorial essencial), por expressa disposição legal: Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta

A distinção entre ofertas primárias e secundárias é relevante apenas em termos econômicos e não jurídicos, considerando que não há distinção entre estas duas modalidades de ofertas públicas, já que a Lei nº 6.385 e a regulamentação expedida pela CVM tratam de igual modo referidas ofertas.

No Direito brasileiro, as diversas modalidades de ofertas públicas, no âmbito do mercado de valores mobiliários, encontram-se reguladas na Instrução Normativa da CVM nº 361, de 5 de março de 20/02/18.

Consoante seu artigo 2º, V, é voluntária a oferta pública disciplinada pelo artigo 257 da Lei das Sociedades por Ações. Tal oferta, pela letra da lei, tem por objetivo a aquisição do controle da companhia visada pelo ofertante.

Assim, a oferta pública de aquisição de controle pode ser definida como a oferta voluntária, cujo proponente – que pode ser pessoa física, grupo de pessoas ou sociedade – tem por objetivo adquirir o controle de determinada companhia aberta diretamente dos seus acionistas.

Os principais normativos da CVM que atualmente regulamentam as ofertas públicas de valores mobiliários, até a data de entrada em vigor da Resolução CVM 160, são a Instrução CVM 400, a Instrução CVM 471 e a Instrução CVM 476.

A Lei das Sociedades por Ações anterior (Decreto-lei nº 2.627, de 26 de outubro de 1940) não tratava nem do controle, nem da figura do controlador. Conseqüentemente, também não trouxera disciplina sobre a aquisição e alienação do controle da sociedade anônima. Já a atual lei acionária (Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976), por sua vez, inovou, trazendo a definição de acionista controlador (artigo 116) e disciplinando tanto a oferta pública de aquisição de ações obrigatória, em seus artigos 254-A73 e 255, quanto a aquisição de controle mediante oferta pública voluntária, em seus artigos 257 a 263.⁹

Além do delineamento fundamental do instituto pela Lei das Sociedades por Ações, foi atribuída competência regulamentar à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) no que tange às ofertas públicas.

somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações 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. Sobre os elementos categoriais essenciais e os particulares, v. A. J. AZEVEDO, *Negócio Jurídico – Existência, Validade e Eficácia*, 4ª ed., São Paulo, Saraiva, 2002, pp. 35 e ss.

⁹ A oferta pública obrigatória estava prevista, originariamente, no artigo 254 da lei, que foi revogado em 1997 pela Lei nº 9.457. O atual artigo 254-A foi incluído pela Lei nº 10.303, de 2001.

No âmbito disciplinar da CVM, as diversas modalidades de ofertas públicas de ações estão regulamentadas pela Instrução Normativa da CVM no 361, de 5 de março de 2002. São elas: oferta pública para cancelamento de registro (artigo 4º, §3º); oferta pública por aumento de participação do controlador (artigo 4º, §6º); oferta pública por alienação de controle (artigo 254-A); e a oferta voluntária, que se desdobra em (i) oferta pública para aquisição de controle de companhia aberta (artigo 257, sendo todos os dispositivos citados da lei acionária), (ii) oferta pública voluntária simples (visa à aquisição de ações, não do controle) e (iii) oferta concorrente.¹⁰

O traço comum entre todas essas modalidades e o que as caracteriza como ofertas públicas é, justamente, a utilização de algum meio de publicidade em sua veiculação, conforme se pode aferir dos §§3º e 4º do artigo 2º da Instrução.¹¹

2.1 Os sistemas de registro perante a Comissão de Valores Mobiliários

Um dos principais objetivos de toda a sistemática do mercado de capitais é o acesso das sociedades a meios de captação de recursos, o que ocorre, em muitas das vezes, por meio da poupança popular. Assim, é de extrema importância um sistema de regulamentação e fiscalização de mercado que proteja os investidores, mas que, ao mesmo tempo, não torne demasiado burocrática a captação de recursos pelas companhias.

A implementação de uma política eficiente de divulgação de informação fundamenta-se na mecânica de registros perante a CVM, por meio dos quais são filtradas as informações tidas como necessárias para os investidores efetuarem suas decisões de investimento de forma clara e consciente.

O registro de companhia aberta deve ser obtido pelas sociedades anônimas perante a CVM para que os valores mobiliários por ela emitidos sejam aptos à negociação em bolsa de valores ou no mercado de balcão aos investidores em geral. Referido registro encontra-se disciplinado nos artigos 21 da Lei no 6.385¹² e 4º, §1º

¹⁰ Todas essas modalidades e suas respectivas definições encontram-se previstas no artigo 2º da Instrução Normativa da CVM nº 361, de 5 de março de 2002.

¹¹ A. F. A. LOPES, As ofertas públicas voluntárias para a aquisição do controle, in Revista de Direito Empresarial 6 (2006), pp. 170-171.

¹² BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Artigo 21. A Comissão de Valores Mobiliários manterá, além do registro de que trata o Artigo 19: I - o registro para negociação na bolsa; II - o registro para negociação no mercado de balcão, organizado ou não. § 1º - Somente os valores mobiliários emitidos por companhia registrada

da Lei nº 6.404¹³, atualmente regulamentados pela Resolução CVM nº 80, de 29 de março de 2022¹⁴ (“Resolução CVM 80”), a qual revogou a Instrução CVM nº 480/2009.

Além do registro de companhia aberta, para que se possa promover a oferta pública de distribuição, é necessária a obtenção do registro da oferta, mediante o envio de informações específicas sobre os valores mobiliários publicamente distribuídos e sobre a oferta. Há expressa necessidade do registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários no *caput* do artigo 19, da Lei nº 6.385¹⁵; no artigo 4º, §2º, da Lei nº 6.404¹⁶, sendo disciplinado, com mais detalhes, até a entrada em vigor da Resolução CVM 160, pela Instrução CVM 400 e pela Instrução CVM 471.

Como se vê, a obrigatoriedade de registro perante a CVM das companhias e das ofertas públicas de valores mobiliários possui caráter instrumental, na medida em que visa a divulgação ao público investidor das informações prestadas.

Modesto Carvalhosa nos ensina que, em regra, a oferta pública de venda de valores mobiliários é caracterizada por ser uma proposta dirigida à generalidade dos indivíduos, ou seja, a oferta pública tem como destinatários pessoas indeterminadas, não individualizadas, pois qualquer um pode aceitar a proposta¹⁷.

O artigo 3º da Instrução CVM 400¹⁸, responsável por regulamentar o artigo 19 da Lei nº 6.385, que caracteriza as ofertas públicas de venda de valores mobiliários,

nos termos deste artigo podem ser negociados na bolsa e no mercado de balcão. § 2º O registro do Artigo 19 importa registro para o mercado de balcão, mas não para a bolsa ou entidade de mercado de balcão organizado.

¹³ BRASIL. Lei nº **6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Artigo 4º 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. § 1º Somente os valores mobiliários de emissão de companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários podem ser negociados no mercado de valores mobiliários.

¹⁴ BRASIL. Resolução CVM nº **80, de 29 de março de 2021**. Dispõe sobre o registro e a prestação de informações periódicas e eventuais dos emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Diário Oficial da União, Brasília, 30 de mar. de 2021.

¹⁵ BRASIL. Lei nº **6.385, de 7 de dezembro de 1976**. Artigo 19 Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão. [...].

¹⁶ BRASIL. Lei nº **6.404, de 15 de dezembro de 1976**. §2º Nenhuma distribuição pública de valores mobiliários será efetivada no mercado sem prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários.

¹⁷ CARVALHOSA, MODESTO. Oferta Pública de Aquisição de Ações. Rio de Janeiro, IBMEC, 1979, p. 23.

¹⁸ BRASIL. Instrução CVM nº **400, de 29 de dezembro de 2003**. Artigo 3º São atos de distribuição pública a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, de que conste qualquer um dos seguintes elementos: I - a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios, destinados ao público, por qualquer meio ou forma; II - a procura, no todo ou em parte, de subscritores ou adquirentes indeterminados para os valores mobiliários, mesmo que realizada através de comunicações padronizadas endereçadas a destinatários individualmente identificados, por meio de empregados, representantes, agentes ou quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, ou, ainda, se em desconformidade com o previsto nesta Instrução, a consulta sobre a viabilidade da oferta ou a coleta de intenções de investimento junto a subscritores ou adquirentes indeterminados; III - a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público destinada, no todo ou em parte, a subscritores ou adquirentes indeterminados; ou IV - a

enumera, de forma exemplificativa, elementos objetivos que podem configurar a distribuição pública de valores mobiliários. Diante disso, constitui circunstância indicadora da natureza pública de determinada oferta a distribuição indiscriminada, a qualquer pessoa, de prospectos, folhetos e outros materiais publicitários sobre a oferta. Tal prática, assim como os demais elementos aqui descritos, também pode demonstrar o esforço do ofertante em oferecer os valores mobiliários a um número ilimitado de potenciais adquirentes, independentemente de suas características pessoais.

Quaisquer outros instrumentos de apelo à poupança popular, desde que não individualizados aos destinatários da oferta, podem também ser considerados como caracterizadores da distribuição pública.

Assim, apesar de a legislação mencionar apenas os elementos objetivos, a sua interpretação teleológica nos leva à conclusão de que a caracterização da oferta pública pressupõe a presença de outros requisitos, especialmente as características pessoais dos investidores perante os quais a oferta será realizada.

Neste sentido, a Exposição de Motivos da Lei nº 6.385 enfatiza que a exigência do registro perante a CVM não deve ser aplicada às hipóteses em que os investidores não necessitam da atuação estatal para proteger seus interesses¹⁹. Considerando a característica instrumental do registro de distribuição pública, a aplicação prática das normas não deveria criar custos desnecessários para as companhias. Entendemos, portanto, que se os investidores estão de posse de informações que lhes permitem uma tomada de decisão consciente, não cabe à CVM determinar o registro de distribuição e a divulgação de informações pela companhia, quando restar claro que os destinatários da oferta não necessitam de proteção governamental.

Com efeito, vale pontuar que o artigo 4º, § 4º, inciso VII, da Instrução CVM 400 permite à CVM dispensar o registro das ofertas públicas de venda de valores

utilização de publicidade, oral ou escrita, cartas, anúncios, avisos, especialmente através de meios de comunicação de massa ou eletrônicos (páginas ou documentos na rede mundial ou outras redes abertas de computadores e correio eletrônico), entendendo-se como tal qualquer forma de comunicação dirigida ao público em geral com o fim de promover, diretamente ou através de terceiros que atuem por conta do ofertante ou da emissora, a subscrição ou alienação de valores mobiliários. §1º Para efeito desta Instrução, considera-se como público em geral uma classe, categoria ou grupo de pessoas, ainda que individualizadas nesta qualidade, ressalvados aqueles que tenham prévia relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista, estreita e habitual, com a emissora. § 2º A distribuição pública de valores mobiliários somente pode ser efetuada com intermediação das instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, ressalvadas as hipóteses de dispensa específica deste requisito, concedidas nos termos do Artigo 4º.

¹⁹ CVM. **Exposição de Motivos nº 196**, de 24 de junho de 1976, da Lei 6.404 de 1976. Disponível em: http://sistemas.cvm.gov.br/port/atos/leis/6404_Exposicao.asp. Acesso em: 22 de out. 2022.

mobiliários dirigidas exclusivamente a investidores qualificados, desde que os subscritores declarem que "a) *têm conhecimento e experiência em finanças e negócios suficientes para avaliar os riscos e o conteúdo da oferta e que são capazes de assumir tais riscos*"; "b) *tiveram amplo acesso às informações que julgaram necessárias e suficientes para a decisão de investimento, notadamente aquelas normalmente fornecidas no Prospecto*; e c) *têm conhecimento de que se trata de hipótese de dispensa de registro ou de requisitos, conforme o caso*".

Como explicitado acima, a Instrução CVM 400 regulamenta o registro das ofertas primárias e secundárias de valores mobiliários. Nesse sentido, a CVM pode, levando em consideração a preservação do interesse público e da proteção do público investidor, dispensar o registro ou alguns dos seus requisitos, mediante requerimento do ofertante e da instituição intermediária, o que é analisado pela área técnica da CVM em paralelo com o procedimento de registro da oferta. O registro é automaticamente dispensado, sem a necessidade de formulação do pedido de dispensa, nas hipóteses previstas no artigo 5º, incisos I e II, da Instrução CVM 400²⁰.

O pedido de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários deve ser formulado pelo ofertante em conjunto com a instituição financeira intermediária da oferta, instruído com os documentos e as informações constantes do Anexo 11 à Instrução CVM 400.

Dentre os documentos obrigatórios para o pedido de registro, o Prospecto da distribuição pública, previsto no artigo 38 da Instrução CVM 400, constitui o principal documento de caráter informativo a ser apresentado pela companhia que pretenda obter o registro de uma distribuição pública de valores mobiliários.

Nos termos do supracitado artigo, o Prospecto deve conter informação "*completa, precisa, verdadeira, atual, clara, objetiva e necessária, em linguagem acessível, de modo que os investidores possam formar criteriosamente a sua decisão de investimento*" a respeito (i) da oferta; (ii) dos valores mobiliários objeto da oferta e dos direitos que lhes são inerentes; (iii) do ofertante; (iv) da companhia emissora e sua situação patrimonial, econômica e financeira; (v) de terceiros garantidores de

²⁰ BRASIL. Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003. Artigo 5º Não se sujeitam ao registro a que se refere o Artigo 2º as seguintes ofertas públicas de distribuição: I – de ações de propriedade da União, Estados, Distrito Federal e municípios e demais entidades da administração pública, que, cumulativamente: a) não objetive colocação junto ao público em geral; e b) seja realizada em leilão organizado por entidade administradora de mercado organizado, nos termos da Lei nº 8.666, de 21 de junho de 1993; e II – de lote único e indivisível de valores mobiliários.

obrigações relacionadas com os valores mobiliários objeto da oferta; e (vi) de terceiros que venham a ser destinatários dos recursos captados com a oferta²¹. Outros detalhes a serem trazidos ao conhecimento do público por meio do Prospecto estão previstos no Anexo III da Instrução CVM 400.

Os investidores poderão efetuar reservas de subscrição ou aquisição com base no Prospecto preliminar, as quais somente poderão ser confirmadas após o registro da oferta, quando o Prospecto definitivo deve ser disponibilizado aos investidores.

A contar do pedido de registro, a CVM tem o prazo de 20 (vinte) dias úteis para se manifestar sobre o pedido de registro acompanhado de todos os documentos e informações que devem instruí-lo²². O registro será automaticamente efetivado caso a CVM não se manifeste nesse prazo.

Referido prazo de 20 (vinte) dias úteis pode ser interrompido uma única vez, caso a CVM, por ofício encaminhado ao líder da distribuição e com cópia para o ofertante ou, se for o caso, para os fundadores, solicitar documentos, alterações e informações adicionais relativos ao pedido de registro de distribuição, concedendo-se prazo de 40 (quarenta) dias úteis, prorrogáveis por mais 20 (vinte) dias úteis, por pedido fundamentado pelos interessados. A partir do recebimento dos documentos e informações apresentados em cumprimento às exigências formuladas pela CVM, começa a fluir um prazo de 10 (dez) dias úteis para a autarquia se manifestar sobre o pedido registro ou, caso, além da apresentação de documentos e informações adicionais, também sejam realizadas alterações em documentos e informações anteriormente apresentadas, o prazo para análise da CVM será de 20 (vinte) dias úteis (“Procedimento Ordinário”).

Por outro lado, caso o líder da distribuição e o ofertante encaminhem requerimento fundamentado à CVM, está poderá interromper por uma única vez a análise do pedido de registro por até 60 (sessenta) dias úteis, após o qual recomençarão a fluir os prazos de análise integralmente, como se novo pedido de registro houvesse sido apresentado, independentemente da fase em que se encontrava a análise da CVM.

O deferimento do registro será comunicado por ofício ao líder da distribuição, com cópia para o ofertante, no qual constarão as principais características da distribuição registrada.

²¹ Artigos 38 e 39 da Instrução CVM 400.

²² Artigo 8º da Instrução CVM 400.

O pedido de registro da oferta poderá ser indeferido quando não forem cumpridas as exigências formuladas pela CVM, nos prazos previstos na Instrução CVM 400, sendo que, antes do indeferimento, a CVM enviará ofício à instituição líder, com cópia para o ofertante, concedendo-lhe a oportunidade de suprir os vícios sanáveis, se houver, no prazo de 10 (dez) dias úteis do recebimento do ofício ou no restante do prazo que faltar para o término do prazo de análise, o que for maior. O prazo para manifestação da CVM a respeito do cumprimento das exigências em atendimento ao ofício é de 10 (dez) dias úteis, contados da data do protocolo para as ofertas públicas de valores mobiliários. Se decorrido este prazo e não sanados os vícios, a CVM indeferirá o pedido de registro, decisão contra a qual cabe recurso ao colegiado.

Todo o procedimento de registro explicitado acima, pode ser considerado demorado e custoso. Neste contexto e, por meio da Instrução CVM 471, a CVM instituiu o Procedimento Simplificado, visando a redução do prazo para o registro. O Procedimento Simplificado consiste na análise prévia dos documentos da oferta por entidade autorreguladora que tenha celebrado convênio com a CVM para tal finalidade, como é o caso da ANBIMA (“Procedimento Simplificado”).

Após a conclusão desta análise prévia, e não havendo exigências a serem feitas ao ofertante, a entidade autorreguladora conveniada deverá apresentar o pedido de registro à CVM, acompanhado de toda documentação pertinente e de um Relatório Técnico, no qual deverá recomendar o deferimento ou indeferimento do pedido de registro de oferta.

A partir disso, inicia-se um prazo de 7 (sete) dias úteis para que a CVM se manifeste sobre o pedido de registro, sob pena de concessão automática. Caso a CVM formule exigências adicionais, estas devem ser cumpridas e entregues pela entidade autorreguladora em 20 (vinte) dias úteis, junto com novo Relatório Técnico, para uma segunda apreciação pela CVM, a qual deverá ocorrer no prazo máximo de 4 (quatro) dias úteis. Os pedidos de dispensa de registro ou de algum de seus requisitos também devem ser analisados pela entidade autorreguladora conveniada.

Independentemente da escolha do ofertante pelo Procedimento Ordinário ou Procedimento Simplificado, se a juízo da CVM, houver alteração substancial, posterior e imprevisível nas circunstâncias de fato existentes quando da apresentação do pedido de registro de distribuição pública, que acarrete aumento relevante dos riscos assumidos pelo ofertante e inerentes à própria oferta, poderá ela acolher pedido de

modificação ou revogação da oferta, nos termos do artigo 25 da Instrução CVM 400, sendo que o pedido de modificação presumir-se-á deferido caso não haja manifestação da CVM em sentido contrário no prazo de 10 (dez) dias úteis, contado do protocolo na CVM.

Deferida a modificação, a CVM pode, por sua iniciativa ou a requerimento do ofertante, prorrogar o prazo da oferta por até 90 (noventa) dias. Cumpre observar que a modificação da oferta para melhorá-la em favor dos investidores é sempre permitida.

Por fim, caso seja deferida a modificação da oferta, deve ser divulgada imediatamente pelos mesmos meios utilizados para a divulgação da oferta, sendo que a comunicação aos investidores que já tenham aderido à oferta deve ser realizada diretamente por qualquer forma de comunicação passível de comprovação para que confirmem, em 5 (cinco) dias úteis, do recebimento da comunicação, o interesse em manter a aceitação, a qual será presumida em caso de silêncio.

3. POISON PILLS

O termo *poison pill* trata, em sua origem, de táticas utilizadas para uma companhia se defender de aquisições hostis, tornando-as demasiado caras ou não atrativas à compra. Carvalhosa define-o como um instrumento jurídico adotado pela companhia com o intuito de dificultar a aquisição do poder de controle oriunda de uma oferta hostil - diretamente endereçada aos acionistas da companhia, sem consulta prévia a sua administração.

O direito norte-americano hoje aplica a terceira geração de *poison pill*, utilizando-se das *flip-in* e *flip-over*, conforme visto acima. Este sistema considera, ainda, as *Shark Repellents*, *Suicide Pill*, *Pac-Man Defense*, entre outras, que não serão tema do presente trabalho.

Na Europa, a Diretiva 2004/25/CE foi resposta da União Europeia à necessidade de estabelecer regramento uniforme acerca das *takeover bids*, definindo alguns requisitos gerais obrigatórios a todos os Estados-membros. Ressalta-se que apresenta instituto semelhante à Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA), da qual se utiliza o Brasil, que será estudado mais adiante. No Brasil, o instituto ganhou características próprias, tornando-se uma *poison pill suis generis*.

No direito nacional esta defesa se caracteriza pela utilização da Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA) diante de uma *hostile takeover*, com o fim de delongar no tempo a aquisição, permitindo que tanto controladores como administradores tenham a possibilidade de analisar a situação ou evitar sua efetiva ocorrência por completo.

Considerando, então, que as *poison pills* são geralmente acionadas após um evento que possa alterar a atual configuração de controle da empresa (*triggering event*), Jarrell, Brickley e Netter (1988) afirmam que esses dispositivos conferem aos atuais acionistas controladores o direito de aquisição de ações adicionais da companhia (*flip-in*) ou de novas ações da companhia em que ocorra a fusão (*flip-over*), ambos em termos vantajosos para esses acionistas, impondo, assim, significativas perdas para os potenciais adquirentes por meio do aumento do custo para que realizem o *takeover*.²³

²³ JARRELL, G. A.; BRICKLEY, J. A.; NETTER, J. M. The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980. The Journal of Economic Perspectives, v. 2, n. 1, p. 49-68, 1988.

No caso da *poison pill flip-in*, Sikes, Tian e Wilson (2014) evidenciam que elas diluem significativamente a porcentagem de ações detidas pelo investidor adquirente, caso ele tenha atingido determinada porcentagem de ações ordinárias de uma companhia-alvo visando à obtenção do controle de forma hostil. Desse modo, ao acionar a *poison pill*, todos os acionistas, exceto o investidor que adquiriu mais que o percentual de disparo, podem comprar ações da companhia com um desconto no seu valor de mercado, diluindo, portanto, a participação do adquirente na companhia alvo.²⁴

3.1 Objetivos

As *poison pill* visam, precipuamente, tornar a *hostile takeover* mais difícil e custosa, buscando desencorajar o adquirente a proceder à compra. Ao se obrigar o *bidder* a praticar uma OPA, pretende-se, na maioria das vezes, que este desista da aquisição. Assim, conclui-se que é instrumento capaz de bloquear as alienações indesejadas do poder de controle da companhia.

O instituto também torna o ataque à empresa-alvo mais "lento" permitindo que os acionistas e administradores tenham mais tempo para analisar a operação ou para criar alguma alternativa à aquisição hostil. Ao se obrigar o *bidder* a propor uma OPA, a duração do processo de aquisição prolonga-se vez que esta operação demanda uma quantidade maior de fundos a serem despendidos e mais investidores a serem procurados para negociação. Deste modo, há um período maior para analisar ação e decidir se é benéfica ou não para os interesses da empresa e dos acionistas.

Novo Mercado, criado pela Bovespa, forma-se por um grupo de empresas que se comprometem, de forma voluntária, a seguir certas práticas de governança corporativa um pouco mais rígidas que as definidas pela legislação atual, com o fim de negociar suas ações. Oportuno é salientar que, segundo Informativo da BM&F BOVESPA: A valorização e a liquidez das ações são influenciadas positivamente pelo grau de segurança oferecido pelos direitos concedidos aos acionistas e pela qualidade das informações prestadas pelas companhias. Essa é a premissa básica do Novo

²⁴ SIKES, S. A.; TIAN, X. S.; WILSON, R. Investors' reaction to the use of poison pills as a tax loss preservation tool. *Journal of Accounting and Economics*, v. 57, n. 2-3, p. 132-148, 2014.

Mercado. As regras do Regulamento de Listagem do Novo Mercado, as quais as empresas que desejam participar devem aderir, trazem várias vantagens, de acordo com a própria BOVESPA.

3.2 Mecanismos nacionais

Ao ser introduzido no Brasil, o instituto foi modificado a fim de ser adaptado à realidade nacional. Assim, observa-se a existência de três espécies do instituto, quais sejam, *poison pill* legal, *poison pill* contratual e *poison pill* estatutária, às quais se passa a analisar.

Considera-se a regra do *tag along*, disposta no art. 254-A, Lei nº 6.404/76 (Lei das Sociedades por Ações) como *poison pill* uma vez que torna mais árdua a aquisição do controle da empresa-alvo. Para que a alienação do controle de companhia aberta se dê, tanto de forma direta quanto indireta, o adquirente deve oferecer Oferta Pública de Aquisição das Ações (OPA) com direito a voto aos demais acionistas da companhia, assegurando-lhes, ao menos, 80% do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle. Ao se obrigar o adquirente a proceder a OPA, torna-se a tomada de controle mais onerosa, na tentativa de se evitar a transferência deste controle.

Ao adquirir a empresa por meio do mercado de capitais, o *bidder* (adquirente) não recebe apenas este controle, recebendo um valor agregado muito superior, motivo pelo qual esta dificuldade de aquisição deve ser utilizada. Neste mesmo sentido dispõe Fábio Ulhoa Coelho: A expressão *Tag Along* deve ser traduzida literalmente por 'fim conjunto', com vistas a designar o encerramento da sociedade entre controladores e não controladores em razão 334 Revista de Informação Legislativa da venda 'simultânea' de suas ações. (...). Ao receber o 'Prêmio de Controle', que significa não só o valor nominal das ações, mas todo o poder resultante do controle da empresa, o controlador pode estar se apropriando individualmente de um valor agregado à empresa pelo capital nela investido por todos os acionistas (COELHO, 2002, p. 485). Protege-se, assim, o acionista minoritário de ser surpreendido com possível mudança brusca de controle da companhia haja vista ter por finalidade, precipuamente, o "tratamento mais igualitário aos acionistas

minoritários detentores de ações ordinárias quando houver alteração do grupo ou do acionista controlador".²⁵

A *poison pill* estatutária mais comum nas empresas abertas brasileiras é aquela que condiciona a aquisição de determinado percentual de ações da companhia ao dever de realizar Oferta Pública de Aquisição de ações ("OPA"). Este mecanismo, inserido nos estatutos das empresas de capital aberto, visa a tornar mais onerosa a aquisição das ações por parte de um *bidder*, a fim de desestimular uma possível tomada do controle societário. Carvalhosa classifica estas *poison pills* como regras estatutárias parassociais, aduzindo que o termo adquire significado ao constituírem convenção entre os acionistas que aprovaram ou aderiram ao estatuto social e a sociedade.²⁶ Ressalta o autor que, deste modo, o interesse destes pactuantes não deve ser superior aos dos demais acionistas, devendo ser permitido a estes a possibilidade de deliberar sobre a retirada da regra do estatuto social.²⁷

Ocorre que várias empresas têm inserido em seus estatutos a impossibilidade de modificação da regra da *poison pill*, tornando-a verdadeira cláusula pétrea. A CVM, ao constar o problema, aduz: Dentre as companhias que possuem *poison pills*, diversas contemplam em seus estatutos regras que protegem a pílula contra as reformas estatutárias. Essas regras obrigam os acionistas que votarem a favor da supressão ou alteração da *poison pill* a realizar eles mesmos uma oferta pública pela totalidade das ações da companhia.²⁸

Ainda, há casos em que o estatuto prevê punição aos acionistas que votarem pela alteração ou exclusão desta cláusula em assembleia geral, obrigando-os à aplicação da OPA, independente se vantajosa ou não a operação em trâmite. Nota-se, ante o engessamento do poder de voto dos acionistas, que esta manobra vem sendo utilizada como forma de perpetuação de um grupo específico no controle destas companhias. Para evitar que punições contrárias ao ordenamento brasileiro sejam aplicadas a esses acionistas - em especial as disposições previstas nos arts. 115, 121, 122, I, e 129 da Lei nº 6.404/76, a CVM publicou o Parecer Orientação nº 036, de 23 de junho de 2009, que assim resolveu: Por esse motivo, a CVM não aplicará

²⁵ CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei das Sociedades Anônimas. Vol.4. 5. Ed. São Paulo: Saraiva. 2014, p. 24.

²⁶ CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei das Sociedades Anônimas. Vol.4. 5. Ed. São Paulo: Saraiva. 2014, p. 26.

²⁷ CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei das Sociedades Anônimas. Vol.4. 5. Ed. São Paulo: Saraiva. 2014, p. 26.

²⁸ Pinto, Marcos Barbosa. Yazbek, Otávio. *Poison Pills*. 2008.

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.

O interesse da companhia e de seus acionistas não controladores deve se manter em harmonia, sendo inadmissível que apenas os interesses dos acionistas controladores sejam vislumbrados nas decisões da companhia. O Parecer Orientação nº 036, de 23 de junho de 2009, da CVM, acima exposto, resume com clareza esta premissa, atuando em favor da legalidade. Assim, a aplicação ou não da *poison pill* estatutária cabe ao conjunto de todos os acionistas da companhia, a fim de que o interesse de todos, acionistas e empresa, sejam garantidos.

3.3 Aquisição hostil

O tema relativo à oferta hostil e à tomada de controle ganhou grande notoriedade na comunidade jurídica brasileira a partir da tentativa da companhia Sadia S.A. de adquirir o controle de sua então concorrente, Perdigão Agroindustrial S.A., não obstante, essa não foi a primeira vez que uma companhia brasileira tentou tomar o controle de outra sociedade, apesar de serem raros os casos de oferta hostil no cenário nacional.

O primeiro caso de oferta hostil de aquisição de controle, no Brasil, ocorreu em outubro de 1971, em Porto Alegre (RS), quando Macrosul S.A. tentou tomar o controle de Sulbanco (Banco Industrial e Comercial do Sul S.A.). A tentativa ocorreu num momento em que havia grande incentivo governamental à formação de conglomerados financeiros, o que contava, inclusive, com o suporte financeiro do Banco Central. A investida, contudo, não obteve êxito.

O ponto central das discussões girava em torno do fato de que, normalmente, dada a falta de previsão legal, o prêmio oferecido pelo adquirente do controle era percebido tão-somente pelos acionistas controladores, restando alijados da operação – e de suas vantagens – os acionistas minoritários. A discussão somou com a publicação de nova Lei das Sociedades por Ações, a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, vigente até hoje.

Um segundo caso relatado na doutrina, esse já sob a égide da atual Lei das Sociedades por Ações, diz respeito à tentativa da Companhia Força e Luz Cataguazes-Leopoldina de adquirir o controle da Companhia Mineira de Eletricidade, intento que foi impedido pela intervenção da CEMIG (Centrais Elétricas de Minas Gerais S.A.).

Em 11 de outubro de 1978, a Companhia Força e Luz Cataguazes-Leopoldina (ofertante) lançou oferta pública de aquisição de controle da Companhia Mineira de Eletricidade (companhia-alvo), nos moldes da lei, oferecendo Cr\$1,67 por ação. No decurso da oferta, a CEMIG, companhia de economia mista, lançou oferta concorrente para a aquisição do controle da companhia-alvo, porém sem respeitar os requisitos legais exigidos.

Percebe-se que não haveria qualquer impedimento que a CEMIG negociasse a aquisição do controle da companhia-alvo fora do mercado de ações. Contudo, o problema não foi a intenção de adquirir o controle, mas sim o veículo utilizado para tanto. Ao desrespeitar as regras legais, sua oferta era inválida, mas devido à demora da CVM em repudiá-la, sua permanência acabou por frustrar a oferta válida da Cataguazes-Leopoldina, visto que os acionistas da Companhia Mineira de Eletricidade a ela não aderiram, ante a perspectiva de receber maior valor por suas ações com a oferta da CEMIG.

Cataguazes-Leopoldina, então, melhorou sua oferta, conforme lhe permite a lei, dispondo-se a pagar Cr\$1,80 por ação, em novembro daquele ano. A CEMIG, a seu turno, realizou nova oferta, desta vez observando os requisitos legais, pela qual se comprometia a pagar Cr\$1,92 por ação em fevereiro do ano seguinte.

O ponto, entretanto, é que o maior lapso temporal que a CEMIG quis utilizar para fazer o pagamento das ações (ao invés de pagar em novembro, como ofertou sua concorrente, propôs-se a pagar apenas em fevereiro), causava uma verdadeira depreciação daquele valor. Com efeito, conforme relatado por L. L. CANTIDIA NO, o presidente da Cataguazes Leopoldina veio a público esclarecer que, em novembro, a oferta de sua companhia era mais vantajosa que a apresentada pela CEMIG, visto que em fevereiro do ano seguinte, o valor de Cr\$1,80 então ofertado representaria Cr\$1,94, sendo superior, portanto, à oferta da CEMIG. Por conta disso, a Cataguazes-

Leopoldina melhorou novamente sua oferta, igualando o prazo de pagamento ao de sua concorrente (fevereiro) e oferecendo Cr\$1,94 por ação.²⁹

Logo após, a CEMIG aumentou sua oferta para Cr\$ 2,02 por ação, superando o valor ofertado pela concorrente. Quando a Cataguazes Leopoldina pretendia aumentar sua proposta, foi barrada pela CVM, sob o entendimento de que, pela lei, é dado aos ofertantes melhorar sua proposta apenas uma vez. Com isso, a Cataguazes-Leopoldina foi excluída da aquisição do controle da Companhia Mineira de Eletricidade.

3.4 Modelos de defesa brasileiro

Apesar da variedade encontrada de mecanismos de defesa, o ponto em comum entre todos esses mecanismos é o objetivo de aumentar o custo da aquisição do controle, ou diminuir os benefícios esperados pelo adquirente, para com isso desestimular potenciais ofertantes da empreitada que é a tomada de controle. Dispendioso lembrar que, na experiência estrangeira, apenas cabe falar em medidas defensivas diante de oferta hostil, visto que na oferta amigável, negociada, não há qualquer hostilidade a ser combatida.

Para tratar dos mecanismos de defesa adotados pelas sociedades brasileiras (objeto central deste estudo), é imprescindível proceder, antes, à análise da conjuntura legal no que se refere ao tema. Entretanto, enquadrar o perfil regulatório brasileiro, no que concerne à tomada de controle e à admissão dos mecanismos de defesa contra a oferta hostil, não é tarefa fácil.

Inicialmente, a doutrina mostrou-se propensa a negar a possibilidade de os administradores da companhia visada tomarem medidas visando a impedir ou dificultar a tomada de controle, com o que o sistema brasileiro aproximar-se-ia do princípio da neutralidade da administração, norteadora do Sistema Europeu.

Nesse sentido, A. F. A. LOPES assevera que a atuação da administração, em face de uma oferta hostil, estaria vedada, tendo em vista as obrigações legais e

²⁹ Sobre o caso, v. L. L. CANTIDIANO, A Aquisição do Controle Acionário da Cia. Mineira de Eletricidade – Um Caso Polêmico, in Direito Societário e Mercado de Capitais, Rio de Janeiro, Renovar, 1996, pp. 63-73, bem como a Deliberação da CVM n o 2/78, de 10 de novembro de 1978.

específicas impostas pela lei brasileira aos administradores e controladores, o que impediria o uso dos mecanismos de defesa consagrados na experiência estrangeira.³⁰

Numa visão mais temperada, M. CARVALHOSA defende que atuação da administração da companhia-alvo contra uma oferta hostil somente seria ilegal, por caracterizar abuso de poder, quando tivesse por objetivo apenas atacar a oferta. Entretanto, o autor sustenta que a administração da companhia, quando diante de uma oferta hostil, deve pronunciar-se sobre a viabilidade do negócio, tendo em vista os interesses dos acionistas.³¹

A questão central a pautar o tema, sempre, remete ao potencial conflito de interesses entre os administradores e o interesse da companhia e dos acionistas. Nesse sentido, corroborando o entendimento indicado acima, e até mesmo se inclinando para a admissão de alguns dos mecanismos de defesa pela legislação brasileira, C. SALOMÃO FILHO conclui que o conflito de interesses, no que concerne aos administradores, seria substancial, ou seja, somente aferível casuisticamente.³²

Já numa abordagem mais arrojada sobre a adoção de medidas defensivas pelas companhias brasileiras, E. SALOMÃO propõe a divisão dos países em três diferentes categorias, segundo a frequência de utilização das medidas defensivas: (i) países que seguem a *Common Law*, tais como EUA e Canadá, em que a adoção de mecanismos de defesa é prática largamente utilizada; (ii) um segundo grupo é composto por países em que, por conta de características e peculiaridades locais, o uso de medidas defensivas é raro, em vista da baixa probabilidade de ocorrência de *takeover* hostil, como é o caso do Japão; (iii) por fim, há países cuja economia já está preparada para ser palco de fenômenos como o *takeover* hostil e a adoção de medidas defensivas, mas em que tais práticas ainda não ocorrem por falta de experiência dos agentes locais.³³

As técnicas defensivas podem ser divididas em dois grandes grupos, tendo em vista o momento em que são postas em prática: medidas defensivas preventivas

³⁰ “No Brasil, é inequívoco que tais tipos de conduta estão vedados, diante das obrigações legais gerais e específicas que a lei brasileira impõe aos administradores e controladores, impedindo que os mesmos, diante de uma oferta pública, tomem medidas excepcionais ou utilizem-se de informações privilegiadas ou do patrimônio social para obstruir a oferta” (As ofertas públicas... cit. (nt. 75, supra), p. 183).

³¹ “It has been suggested that management has the duty to commence litigation or take other measures to block the offer if it believes the offer to be detrimental to its shareholders. However, defensive tactics aimed solely at defeating the offer are unlawful and considered an abuse of power” (The Brazilian Experience with Respect to Tender Offers, in *Journal of Comparative Corporate Law and Securities Regulation* 3 (1981), p. 109).

³² O Novo Direito... cit. (nt. 92, supra), pp. 134-136.

³³ Brazilian poison pills: rare but legitimate, in *International Financial Law Review* 36 (1990), p. 36.

(tomadas antes da ocorrência de oferta hostil) e medidas defensivas remediativas (realizadas após a existência de oferta hostil, ou seja, durante seu curso). As defesas preventivas são aquelas adotadas independentemente da existência atual de oferta hostil, e em geral são dispostas no próprio estatuto das companhias. Na literatura norte-americana, tais defesas são conhecidas como *shark repellents*. Em regra, estas medidas têm como efeito tornar a tomada do controle da sociedade pouco interessante para o tomador.

Já as defesas remediativas são aquelas postas em prática no curso da oferta hostil, ou seja, após a materialização da ameaça representada pela possibilidade de tomada de controle.

4. O NOVO REGIME DE OFERTAS PÚBLICAS DE VALORES MOBILIÁRIOS NO BRASIL

Em 13 de julho de 2022 foi editada pela CVM a Resolução CVM 160, com base na Audiência Pública SDM nº 02/21, responsável por unificar a regulamentação brasileira de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários no Brasil e revogará as, atualmente em vigor, (i) Instrução CVM 400, que dispõe sobre ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários; (ii) Instrução CVM 471, que estabelece a análise prévia por entidade autorreguladora conveniada à CVM de ofertas públicas sujeitas a registro na CVM; e (iii) Instrução CVM 476, que dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários com esforços restritos, isentas de registro na CVM.

De início, cumpre pontuar que as ofertas em curso na data de entrada em vigor da Resolução CVM 160 serão regidas, inclusive no que tange às restrições à negociação em mercado secundário dos valores mobiliários ofertados, pelas normas vigentes (i) na data do protocolo do requerimento de registro; ou (ii) na data em que informado o início da oferta, no caso de ofertas isentas de registro³⁴.

Uma mudança impactante trazida pela Resolução CVM 160 reside no fato de que as Ofertas Públicas passam a não ser mais segregadas entre ofertas registradas e dispensadas de registro, sendo todas sujeitas a registro, uma vez caracterizadas como públicas, nos termos do artigo 4º da Resolução CVM 160³⁵.

Há, contudo, uma segregação entre os ritos de registro, que passam a ser divididos em 3 (três) tipos: (i) registro ordinário; (ii) registro automático com análise via convênio; e (iii) registro automático, sendo diferenciados de acordo com a natureza do emissor, o tipo de valor mobiliário ofertado e o público destinatário da Oferta, com consequências sobre os documentos obrigatórios a serem apresentados e os prazos para revenda de valores mobiliários a público-alvo mais amplo que o originalmente indicado na Oferta.

O novo rito de (i) registro ordinário de distribuição de valores mobiliários segue substancialmente os mesmos prazos e processos de análise das ofertas registradas

³⁴ Artigo 100 da Resolução CVM 160.

³⁵ Artigo 4º Toda oferta pública de distribuição de valores mobiliários, cujos destinatários sejam investidores residentes, domiciliados ou constituídos no Brasil, deve ser submetida previamente a registro ou objeto de dispensa junto à CVM nos termos desta Resolução, observado o disposto no parágrafo único do Artigo 1º e no Artigo 43.

sob a Instrução CVM 400, e deve ser obrigatoriamente seguido nos casos de oferta pública:

- (a) inicial de distribuição de ações, bônus de subscrição, debêntures conversíveis ou permutáveis em ações e de certificados de depósito sobre estes valores mobiliários;
- (b) subsequente de distribuição de ações, bônus de subscrição, debêntures conversíveis ou permutáveis em ações e de certificados de depósito sobre estes valores mobiliários, em que exista obrigação de elaboração de estudo de viabilidade econômico-financeira e/ou que seja destinada ao público investidor em geral;
- (c) de distribuição de debêntures ou de outros tipos de valores mobiliários representativos de dívida de emissor registrado nas Categorias A e B destinada ao público investidor em geral;
- (d) inicial ou subsequente de distribuição de cotas de fundos de investimento fechados destinada ao público investidor em geral;
- (e) de distribuição de títulos de securitização emitidos por companhia securitizadora registrada na CVM destinada ao público investidor em geral; e
- (f) de distribuição de quaisquer outros valores mobiliários e/ou não abrangidas pelas prerrogativas de rito automático.

O registro ordinário de distribuição de valores mobiliários trouxe alterações relevantes no que tange aos prazos para registro das ofertas. Diferentemente do prazo de 20 (vinte) dias úteis, contados do protocolo, para a CVM se manifestar sobre o pedido de registro, disposto no artigo 8º da Resolução CVM 400, foi instituído novo prazo de 10 (dez) dias contados do protocolo inicial para a CVM informar sobre a suficiência dos documentos protocolados, indicando eventuais informações e documentos faltantes. Somente a partir do protocolo complementar de documentos e informações é que os prazos de análise, envio de exigências e cumprimentos passarão a fluir, sendo que para a complementação da documentação necessária à instrução do pedido de registro, é concedido o prazo de 10 (dez) dias úteis³⁶.

Além da alteração supracitada, o prazo para atendimento de exigências formuladas pela CVM em sede de vícios sanáveis, passou de 10 (dez) dias úteis para 5 (cinco) dias úteis contados do recebimento do ofício. Por fim, foi estabelecido novo prazo para concessão de registro de ofertas representativas de dívidas, como as

³⁶ Artigo 37 da Resolução CVM 160.

debêntures, e de títulos de securitização, no que se refere aos vícios sanáveis, que passou de 10 (dez) dias úteis para 3 (três) dias úteis, contados do protocolo.

Os demais ritos relativos ao registro ordinário das ofertas, de modo geral, permanecem semelhantes aos originalmente previstos pela Instrução CVM 400.

O novo rito de (ii) registro automático com análise via convênio de distribuição de valores mobiliários, previsto no artigo 26 da Resolução CVM 160, pode ser utilizado nos casos em que o requerimento de registro for previamente analisado por entidade autorreguladora autorizada pela CVM nos termos do convênio e estará disponível para as seguintes ofertas públicas:

(a) inicial de distribuição de ações, bônus de subscrição, debêntures conversíveis ou permutáveis em ações, de certificados de depósito sobre estes valores mobiliários de emissores registrados em fase operacional, quando destinado ao público investidor em geral, estando sujeita a apresentação do Prospecto preliminar e da lâmina da oferta;

(b) subsequente de distribuição de ações, bônus de subscrição, debêntures conversíveis ou permutáveis em ações e de certificados de depósito sobre estes valores mobiliários de emissores em fase operacional (“Subsequente de Ações”) quando destinadas ao público investidor em geral;

(c) de distribuição de debêntures não-conversíveis ou não-permutáveis em ações, ou de outros tipos de valores mobiliários representativos de dívida de emissor em fase operacional registrado nas Categorias A e B (“Debêntures Simples”) destinadas exclusivamente ao público em geral;

(d) inicial de distribuição de cotas de fundo de investimento fechado não exclusivo (“Cotas de Fundo Fechado”) destinadas exclusivamente ao público investidor em geral; e

(e) de distribuição de títulos de securitização emitidos por companhias securitizadoras registradas na CVM (“Títulos de Securitização”) destinadas exclusivamente ao público em geral.

Como podemos observar pelo rol acima descrito, houve a ampliação das possibilidades de uso dos convênios, anteriormente previstas no artigo 1º, §1º da Instrução CVM 471³⁷, as quais eram segregadas não pelo tipo de valor mobiliário

³⁷ Art. 1º Esta Instrução regula o procedimento simplificado de registro de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários e os convênios a serem celebrados com as entidades auto-reguladoras para permitir que conduzam as análises prévias relativas ao procedimento simplificado. § 1º Poderão ser objeto do procedimento

ofertado e sim pelo tipo de emissor. A Resolução CVM 160, neste sentido, incluiu tipos de ofertas que não estavam previstas anteriormente.

Semelhante ao que a Instrução CVM 471 já previa no Procedimento Simplificado, o novo rito de registro automático, contudo, não contará com uma análise da CVM após a análise prévia a ser realizada pela entidade autorreguladora. A documentação que será exigida, bem como os prazos de análise e outros procedimentos, ainda serão divulgados ao mercado quando os convênios forem estabelecidos (ou, no caso da ANBIMA, reformados) para adaptar à nova Resolução CVM 160.

Os demais ritos relativos ao registro automático com análise via convênio das ofertas, de modo geral, permanecem semelhantes aos originalmente previstos pela Instrução CVM 471.

O novo rito de (iii) registro automático de distribuição de valores mobiliários, sucessor da oferta pública com esforços restritos prevista na Instrução CVM 476, não dependerá de análise prévia pela CVM, podendo o lançamento da oferta ao mercado ser realizado na mesma data do requerimento de registro. Neste caso, o procedimento de registro consiste apenas no protocolo dos documentos obrigatórios e do requerimento do registro da oferta. O registro automático estará disponível para ofertas públicas:

(a) Subsequente de Ações, desde que destinadas exclusivamente a investidores profissionais ou a investidores qualificados, neste último caso sujeita à apresentação do Prospecto preliminar e da lâmina da oferta;

(b) subsequente de distribuição de ações, bônus de subscrição, debêntures conversíveis ou permutáveis em ações e de certificados de depósito sobre estes valores mobiliários de EGEM, desde que destinadas exclusivamente a investidores profissionais ou a investidores qualificados, neste último caso sujeita à apresentação do Prospecto preliminar e da lâmina da oferta;

(c) de distribuição de debêntures não-conversíveis ou não-permutáveis em ações, ou de outros tipos de valores mobiliários representativos de dívida de EFRF, desde que destinadas exclusivamente a investidores profissionais, observado o

simplificado as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários cujos emissores sejam: I – companhias abertas; II – fundos de investimento; ou III – companhias estrangeiras ou assemelhadas que sejam patrocinadoras de programas de certificado de depósito de valores mobiliários - BDR.

disposto no inciso I do art. 86 da Resolução CVM 160³⁸ ou ao público investidor em geral, neste último caso sujeita à apresentação do Prospecto preliminar e da lâmina da oferta;

(d) de distribuição de Debêntures Simples, desde que destinadas exclusivamente a investidores profissionais, observado o disposto no inciso II do art. 86 da Resolução CVM 160³⁹ ou a investidores qualificados, observado o disposto no inciso III do art. 86⁴⁰ ou ao público investidor em geral, desde que se tratar de títulos com características idênticas, exceto pela taxa de remuneração, inclusive com o mesmo vencimento, aos distribuídos em oferta pública anterior destinada público investidor em geral (reabertura de séries) (“Títulos com Características Idênticas”) ou se tratar de título padronizado, de acordo com modelo definido por entidade autorreguladora e que seja previamente aprovado pela CVM ;

(e) inicial de distribuição de Cotas de Fundo Fechado, desde que destinadas exclusivamente a investidores profissionais, observado o disposto no inciso II do artigo 86 ou exclusivamente a investidores qualificados, observado o disposto no inciso III do artigo 86;

(f) subsequente de distribuição de cotas de fundo de investimento fechado destinadas ao público investidor em geral, excetuados os casos de mudanças na política de investimento do fundo ou de ampliação de seu público-alvo desde a realização da última oferta pública de distribuição de cotas registrada;

(g) de distribuição de Títulos de Securitização desde que destinadas exclusivamente a investidores profissionais, observado o disposto no inciso II do artigo 86, a investidores qualificados, observado o disposto no inciso III do artigo 86 ou ao

³⁸ BRASIL. Resolução CVM nº 160, de 13 de julho de 2022. Art. 86. A negociação dos ativos em mercados regulamentados quando adquiridos nas ofertas registradas nos termos dos incisos do caput do art. 26 desta Resolução obedece às seguintes restrições: I – nas ofertas destinadas exclusivamente a investidores profissionais elencada no inciso IV, alínea "a", do caput do art. 26 (debêntures simples de emissor frequente de dívida), a revenda somente pode ser destinada: a) a investidores qualificados após decorridos 3 (três) meses da data de encerramento da oferta; e b) ao público investidor em geral após decorridos 6 (seis) meses da data de encerramento da oferta.

³⁹ Art. 86.: II – nas ofertas destinadas exclusivamente a investidores profissionais elencadas nos incisos V, alínea "a" (debêntures simples), VI, alínea "a" (cotas de fundos fechados), e VIII, alínea "a" (títulos de securitização), do caput do art. 26, a revenda somente pode ser destinada: a) a investidores qualificados após decorridos 6 (seis) meses da data de encerramento da oferta; e b) ao público investidor em geral após decorrido 1 (um) ano da data de encerramento da oferta.

⁴⁰ Art. 86: III – nas ofertas destinadas exclusivamente a investidores qualificados elencadas nos incisos V, alínea "b" (debêntures simples), VI, alínea "b" (cotas de fundos fechados), VIII, alínea "b" (títulos de securitização), do caput do art. 26, a revenda somente pode ser destinada ao público investidor em geral após decorridos 6 (seis) meses da data de encerramento da oferta.

público investidor em geral quando se tratar de Títulos com Características Idênticas ou o devedor do lastro for único e se enquadrar como EFRF ou EGEM;

(h) de debêntures não conversíveis emitidas por sociedade de propósito específico, constituída sob a forma de sociedade por ações, relacionadas à captação de recursos com vistas a implementar projetos de investimento na área de infraestrutura, ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação, considerados como prioritários na forma regulamentada pelo Poder Executivo Federal, de acordo com os requisitos da lei que trata de incentivos tributários a tais títulos, destinadas exclusivamente a investidores qualificados;

(i) de valores mobiliários representativos de dívida quando o emissor não for registrado na CVM, as quais só podem ser destinadas a investidores profissionais;

(j) de distribuição de certificados de depósito de valores mobiliários no âmbito de programa de BDR Patrocinado Nível I e Nível II; e subsequente de distribuição de certificados de depósito de valores mobiliários no âmbito de programa de BDR Patrocinado Nível III, exclusivamente nos casos de programa BDR Nível III em que houve oferta inicial por rito de registro ordinário;

(k) destinadas inclusive ao público investidor em geral para colocação em bolsa de valores de ações oriundas de distribuição primária decorrente de aumento de capital privado, em volume superior a 5% (cinco por cento) da emissão e inferior a 1/3 (um terço) das ações em circulação no mercado, considerando as novas ações ofertadas para o cálculo das ações em circulação, desde que os valores mobiliários já estejam admitidos à negociação em mercado organizado; e

(l) de distribuição de valores mobiliários representativos de dívida destinada exclusivamente a credores de emissor em recuperação judicial ou extrajudicial, nos termos de plano de recuperação judicial ou extrajudicial homologado em juízo, observado o disposto no inciso VI do art. 86⁴¹.

Como podemos observar por meio do rol acima descrito, o novo rito de registro automático da Resolução CVM 160 amplia o rol do público-alvo destinatário da oferta, passando a ser possível a subscrição no mercado primário por investidores

⁴¹ Art. 86: VI – nas ofertas elencadas no inciso XIV do caput do art. 26 (emissores em plano de recuperação): a) tratando-se de emissor registrado a revenda somente pode ser destinada: 1. a investidores qualificados após decorridos 6 (seis) meses da data de encerramento da oferta; e 2. ao público investidor em geral após decorrido 1 (um) ano da data de encerramento da oferta; e b) tratando-se de emissor não registrado, a revenda somente pode ser destinada a investidores profissionais, sendo requerido adicionalmente que o emissor cumpra as obrigações previstas no art. 89.

qualificados, diferentemente das ofertas públicas com esforços restritos distribuídas sob a Instrução CVM 476, que somente poderiam ser destinadas, no mercado primário, a investidores profissionais e posteriormente negociadas entre investidores qualificados.

A Resolução CVM 160 extinguiu o limite de procura de investidores previsto na Instrução CVM 476. Antes apenas podia haver a procura de até 75 (setenta e cinco) investidores profissionais, dos quais apenas 50 (cinquenta) poderiam efetuar o investimento. A Resolução CVM 160 suprimiu estes limites em relação a qualquer oferta sujeita ao registro automático, ampliando o alcance destas ofertas no mercado primário.

De todo modo, o artigo 6º da Resolução CVM 160 ainda permite, antes do protocolo do requerimento de registro da oferta pública, a consulta sigilosa a potenciais investidores profissionais para apurar a viabilidade ou o interesse em uma eventual oferta pública de distribuição. Esta consulta pode ser realizada pelos ofertantes, por instituições intermediárias agindo em nome do ofertante ou até o momento do protocolo, por pessoas contratadas pelos ofertantes e que com estes estejam trabalhando ou os assessorando para a realização da consulta. A lista com a identificação das pessoas consultadas, a data e a hora em que foram consultadas e as apresentações e materiais utilizados devem ser mantidos à disposição da CVM. Em todo caso, esta consulta não vincula as partes.

Além disso, a Resolução CVM 160 extinguiu o período de restrição de negociações dos valores mobiliários, até então previsto na Instrução CVM 476, pelo período de 90 (noventa) dias a contar de cada subscrição ou aquisição pelos investidores. Esta inovação amplia a possibilidade de negociação das ofertas no mercado secundário e as torna mais atrativas aos potenciais investidores, que antes se viam obrigados a manter seu investimento por 90 (noventa) dias seguidos da aquisição do valor mobiliário em questão.

Outra inovação trazida pela Resolução CVM 160 foi o fim da vedação de realização de nova oferta pública, da mesma espécie de valores mobiliários do mesmo emissor, pelo período de 4 (quatro) meses contados a partir do encerramento ou do cancelamento da oferta.

Esta mudança facilita o acesso ao mercado de capitais por empresas que desejam emitir valores mobiliários, auxiliando a promoção de uma democratização ao acesso a capital.

No que concerne à possibilidade de a CVM dispensar o registro ou alguns dos seus requisitos, mediante requerimento do ofertante e da instituição intermediária, a Resolução CVM 160 alterou o momento em que este pedido deve ser feito, antes analisados concomitante ao procedimento de registro, com a Resolução CVM 160 deverá ser necessariamente submetido à CVM previamente ao pedido de registro da oferta.

Com relação aos principais impactos nos documentos da oferta, a Resolução CVM 160 promoveu alterações substanciais no Prospecto e instituiu um novo documento até então inexistente: a lâmina da oferta, documento complementar ao Prospecto e não obrigatório nas ofertas em que a elaboração do Prospecto é dispensada.

A Resolução CVM 160 buscou promover uma padronização dos Prospectos de ofertas públicas, com modelos pré-definidos do que deve ser o conteúdo mínimo e obrigatório a ser apresentado aos investidores, dependendo das características do emissor, da operação, do tipo de valor mobiliário e do público-alvo, devendo conter as informações discriminadas nos Anexos A, B, C, D e E da Resolução CVM 160, nos termos do artigo 17, §1º da Resolução CVM 160⁴².

Neste sentido, o Prospecto deve apresentar uma descrição adequada de como cada fator de risco pode afetar o emissor, o valor mobiliário, e o terceiro garantidor, sendo que a materialidade deverá ser expressa em uma escala qualitativa de risco (menor, médio e maior). Os fatores de risco devem ser dispostos de maneira que o fator de maior materialidade seja apresentado em primeiro lugar, seguido pelos demais em ordem decrescente.

A elaboração do Prospecto será dispensada pela CVM nas (a) ofertas destinadas exclusivamente a investidores profissionais (exceto ofertas de ações, bônus de subscrição, debêntures conversíveis ou permutáveis em ações e de

⁴² Art. 17. O prospecto deve, de maneira que não omita informações relevantes, nem contenha informações imprecisas ou que possam induzir a erro, conter os dados e informações sobre: § 1º O conteúdo mínimo do prospecto depende das características do emissor, da operação, do tipo de valor mobiliário e do público-alvo, devendo conter as informações discriminadas nos Anexos desta Resolução conforme segue: I – Anexo A: para oferta pública inicial ou subsequente de distribuição de ações, bônus de subscrição e de certificados de depósito sobre estes valores mobiliários; II – Anexo B: para oferta pública de distribuição de debêntures ou de outros tipos de valores mobiliários representativos de dívida, inclusive conversíveis ou permutáveis em ações de emissor registrado nas Categorias A e B não contemplados no inciso V deste § 1º; III – Anexo C: para oferta pública inicial ou subsequente de distribuição de cotas de fundos de investimento fechados, exceto os fundos de investimento em direitos creditórios – FIDC; IV – Anexo D: para oferta pública de distribuição de cotas de fundos de investimento em direitos creditórios – FIDC; e V – Anexo E: para oferta pública de distribuição de valores mobiliários representativos de operações de securitização emitidos por companhia securitizadora.

certificados de depósito sobre esses valores mobiliários); (b) de Cotas de Fundo Fechado destinadas exclusivamente a investidores qualificados; e (c) ofertas que cumulativamente: sejam destinadas exclusivamente a credores de emissores em recuperação judicial ou extrajudicial, nos termos de plano de recuperação judicial ou extrajudicial homologado em juízo; e não tenham por objeto ações ou certificados de depósito de ações.

Nas ofertas sem a divulgação de um Prospecto o investidor deve ser informado de que foi dispensada divulgação de um prospecto para a realização da oferta, a CVM não realizou análise dos documentos da oferta nem de seus termos e condições e pode haver restrições que se aplicam à revenda dos valores mobiliários, conforme dispostas na Resolução CVM 160, descrevendo quais são estas, quando aplicáveis

Já a lâmina da oferta, deverá ser elaborada pelo ofertante em conjunto com o coordenador líder em adição ao prospecto e de forma consistente com ele, servindo para sintetizar o seu conteúdo e apresentar as características essenciais da oferta, a natureza e os riscos associados ao emissor, às garantias, e aos valores mobiliários, devendo estabelecer os termos e condições gerais da oferta, ser precisa, balanceada com relação às informações positivas e negativas, de fácil leitura e escrita em linguagem simples, não induzindo o investidor ao erro e deve listar os 5 (cinco) principais fatores de risco, em ordem decrescente de materialidade, com base na probabilidade de ocorrência e na magnitude do impacto negativo, caso concretizado.

No tocante às normas de conduta, a Resolução CVM 160 trouxe mudanças importantes com relação ao período de silêncio, o qual passa a ter início na data mais antiga entre (a) ato societário que delibera sobre a oferta ou, no caso de oferta exclusivamente secundária em que não haja tal ato societário, o momento do engajamento ou contratação do coordenador líder; e (b) o 30 (trigésimo) dia que antecede o protocolo do pedido de registro da oferta à CVM ou à entidade autorreguladora autorizada pela CVM.

Além disso, comunicações que deem ampla publicidade à oferta passam a ser permitidas a partir do início do período de oferta a mercado, marcado pela divulgação do prospecto preliminar, incluindo entrevistas na mídia, as quais, sob a égide da Instrução CVM 400, eram completamente vedadas.

As comunicações permitidas durante o período de silêncio devem ser consistentes com o prospecto e outras informações periódicas do emissor, usar

linguagem serena e moderada e observar os princípios de equidade, transparência e equidade de acesso à informação.

CONCLUSÃO

Ao longo deste trabalho, buscou-se trazer e examinar os principais elementos envolvidos na tomada de controle de companhia aberta, tais como seus instrumentos (em especial a oferta pública de aquisição de ações), seus diferentes modos de regulação e, sobretudo, a existência de técnicas de defesa normalmente utilizadas para obstar a tomada de controle indesejada.

Devido ao aumento da dispersão acionária adotada pelas companhias, surgiram ofertas públicas destinadas a adquirir o poder de controle de tais sociedades, e por consequência a utilização dos mecanismos de defesa. De fato, atualmente, no Brasil, os métodos preventivos, como a *Poison Pill*, são bastante utilizados.

Após uma reflexão pertinente às tomadas de controle, as medidas defensivas se tornaram um assunto que merece mais atenção dos legisladores e dos órgãos de fiscalização do mercado de capitais nacional.

A Resolução CVM 160 instituiu importantes alterações no Atual Regime de Ofertas Públicas e consolidou em apenas um normativo as principais regras relacionadas às ofertas públicas de valores mobiliários, antes segregadas em três instruções da CVM.

O processo de revisão do Atual Regime de Ofertas Públicas e elaboração da Resolução CVM 160 teve o impulso inicial com a edição do Decreto nº 10.139 e a necessidade de revisão e consolidação dos normativos inferiores a decreto editados por órgãos e entidades da administração pública, visando a uma padronização em âmbito nacional da nomenclatura das normas.

Entretanto, a CVM aproveitou a oportunidade para promover a modernização, harmonização e consolidação do arcabouço regulatório hoje formado por várias normas e orientações esparsas já emanadas pela CVM, conferindo maior legitimidade e segurança jurídica aos operadores do direito e participantes de mercado na medida em que a norma passará a consolidar e regular praticamente todos os ritos e princípios ligados às ofertas públicas de valores mobiliários no Brasil.

Com a entrada em vigor da Resolução CVM 160 o regime criado pretende conferir aos ofertantes e intermediários maior agilidade e impor menores custos de observância regulatória, atendendo, simultaneamente, aos anseios dos investidores facilitando e padronizando o acesso a informações necessárias para formação de suas decisões.

Em todas as instancias, as alterações trazidas pelo rito automático buscam efetivar uma democratização ao acesso a capital, tanto a empresas que buscam a emissão de valores mobiliários como forma de captação de recursos, permitindo a restauração de sua situação de recuperação judicial, ou simplesmente o aumento de capital de giro, investimentos em procedimentos, melhorias internas ou expansão do negócio, como também aos investidores mediante a possibilidade de procura, pelas empresas de maior quantidade investidores, ampliando seus horizontes de investimento, possibilitando retorno do capital investido, ante a nova possibilidade de negociação, a qualquer tempo, em mercado secundário de seus valores mobiliários adquiridos.

A padronização dos Prospectos, a nova sistemática de organização dos fatores de risco e a criação da lâmina da oferta facilitam o acesso a informações necessárias para formação das decisões de investimento dos investidores. Ante a necessidade de inclusão de uma grande quantidade de informações no Prospecto para que seja completo e espelhe todas as informações estabelecidas na Instrução CVM 400, o Prospecto acabou se tornando um documento demasiado longo e por vezes pouco didático. Neste sentido, a lâmina da oferta trará toda a praticidade e essencialidade de que os investidores necessitam, ampliando a possibilidade de sua participação no mercado e democratizando o acesso a capital.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

A. J. AZEVEDO, *Negócio Jurídico – Existência, Validade e Eficácia*, 4ª ed., São Paulo, Saraiva, 2002, pp. 35 e ss.

BOLIVAR B. M. ROCHA, "**O Poder Normativo de Órgãos da Administração. O caso da Comissão de Valores Mobiliários**". *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, *Revista dos Tribunais*, n. 64, out./dez. 1986, pp. 47 e ss.

BRASIL. Constituição (1988). **Constituição da República Federativa do Brasil**. Brasília, 5 de outubro de 1988.

BRASIL. **Decreto nº 10.139, de 28 de novembro de 2019**. Dispõe sobre a revisão e a consolidação dos atos normativos inferiores a decreto. *Diário Oficial da União*, Brasília, 29 nov. 2019.

BRASIL. **Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003**. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução 13/80 e a Instrução 88/88. *Diário Oficial da União*, Brasília, 09 de jan. de 2004, retificada em 25 de fev. de 2004. Luiz Antônio de Sampaio Campos, Presidente.

BRASIL. **Instrução CVM nº 476 de 16 de janeiro de 2009**. Dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados. *Diário Oficial da União*, Brasília, 19 de jan. de 2009. Marcos Barbosa Pinto, Presidente.

BRASIL. **Instrução CVM nº 471, de 8 de agosto de 2008**. Dispõe sobre o procedimento simplificado para registro de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários. *Diário Oficial da União*, Brasília, 11 de ago. 2008. Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana, Presidente.

BRASIL. **Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976.** (Lei do Mercado de Capitais.) Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Diário Oficial da União, Brasília, 09 dez. 1976.

BRASIL. **Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976.** Dispõe sobre as Sociedades por Ações (Lei das Sociedades Anônimas). Diário Oficial da União, suplemento, Brasília, 17 dez. 1965. (suplemento).

BRASIL. **Lei nº 10.198, de 14 de fevereiro de 2001.** Dispõe sobre a regulação, fiscalização e supervisão dos mercados de títulos ou contratos de investimento coletivo, e dá outras providências. Diário Oficial da União, Brasília, 16 fev. 2001

BRASIL. **Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001.** Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Diário Oficial da União, Brasília, 1 nov. 2001.

BRASIL. **Resolução CVM nº 1, de 6 de agosto de 2020.** Estabelece a nomenclatura de atos a serem expedidos pela Comissão de Valores Mobiliários. Diário Oficial da União, Brasília, 07 de ago. 2020. Marcelo Barbosa, Presidente.

BRASIL. **Resolução CVM nº 2, de 6 de agosto de 2020.** Revoga atos normativos e outros atos sem caráter normativo, como parte do processo de revisão e a consolidação dos atos normativos, conforme disposto no Decreto nº 10.139, de 28 de novembro de 2019, e altera a Instrução CVM nº 607, de 17 de junho de 2019. Diário Oficial da União, Brasília, 07 de ago. 2020. Marcelo Barbosa, Presidente.

BRASIL. **Resolução CVM nº 30, de 11 de maio de 2021.** Dispõe sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente e revoga a Instrução CVM nº 539, de 13 de novembro de 2013. Diário Oficial da União, Brasília, 12 de mai. 2021. Marcelo Barbosa, Presidente.

BRASIL. **Resolução CVM nº 80, de 29 de março de 2021**. Dispõe sobre o registro e a prestação de informações periódicas e eventuais dos emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Diário Oficial da União, Brasília, 30 de mar. de 2021.

BRASIL. **Resolução CVM nº 160 de 13 de julho de 2022**. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição primária ou secundária de valores mobiliários e a negociação dos valores mobiliários ofertados nos mercados regulamentados, e revoga as Instruções CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, CVM nº 471, de 8 de agosto de 2008, CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009, CVM nº 530, de 22 de novembro de 2012, e as Deliberações CVM nº 476, de 25 de janeiro de 2005, CVM nº 533, de 29 de janeiro de 2008, CVM nº 809, de 19 de fevereiro de 2019, CVM nº 818, de 30 de abril de 2019 e CVM nº 850, de 7 de abril de 2020. Diário Oficial da União, Brasília, 14 de jul. de 2022. Marcelo Barbosa, Presidente.

CARVALHOSA, Modesto: **Tratado de Direito Empresarial, Volume VI, Mercado de Capitais**, São Paulo, Ed. set. 2016.

CARVALHOSA, MODESTO. **Oferta Pública de Aquisição de Ações**. Rio de Janeiro, IBMEC, 1979, p. 23.

CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura. (Coords.) **Comentários à Lei do Mercado de Capitais, Lei nº6.385/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

CVM. **Exposição de Motivos nº 196**, de 24 de junho de 1976, da Lei 6.404 de 1976. Disponível em: http://sistemas.cvm.gov.br/port/atos/leis/6404_Exposicao.asp. Acesso em: 17 de out. de 2022.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádina B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas: **Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. Rio de Janeiro, 3 Ed: Renovar, 2011.

JARRELL, G. A.; BRICKLEY, J. A.; NETTER, J. M. **The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980**. The Journal of Economic Perspectives, v. 2, n. 1, p. 49-68, 1988.

OLIVEIRA, Juan. **Novas regras para ofertas públicas de valores mobiliários**. Migalhas, São Paulo, 06 de outubro de 2022, seção Migalhas de Peso. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/depeso/374788/novas-regras-para-ofertas-publicas-de-valores-mobiliarios>. Acesso em 18 de out. de 2022.

SIKES, S. A.; TIAN, X. S.; WILSON, R. **Investors' reaction to the use of poison pills as a tax loss preservation tool**. Journal of Accounting and Economics, v. 57, n. 2-3, p. 132-148, 2014.