

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO**

**FACULDADE DE DIREITO**

**GUSTAVO RIBEIRO DOS SANTOS**

**O PODER DE CONTROLE DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS E A APLICAÇÃO  
DAS *POISON PILLS* COMO MECANISMO DE DEFESA**

**SÃO PAULO – SP**

**2023**

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO**

**FACULDADE DE DIREITO**

**GUSTAVO RIBEIRO DOS SANTOS**

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

Orientador: Prof. Ms. Fernando de Oliveira Marques.

**SÃO PAULO – SP**

**2023**

## RESUMO

A presente monografia tem como propósito investigar, analisar e discutir as cláusulas de *poison pills* no contexto corporativo e jurídico, entendendo sua aplicação como ferramentas de proteção para sociedades anônimas quando confrontadas com ofertas públicas de aquisição de controle hostil. Para alcançar esse fim, serão explorados os conceitos essenciais relacionados ao tópico, incluindo a evolução e definição de sociedades anônimas, a caracterização de empresas de capital aberto e a compreensão do poder de controle dentro dessas empresas. Além disso, serão examinadas as ofertas de aquisição de controle das empresas, especialmente as ofertas hostis, visando a construção de um argumento sólido que explique a aplicação e a relevância das cláusulas de *poison pills* como mecanismos de defesa para essas organizações.

**Palavras-chave:** 1. Companhia Aberta 2. Oferta Pública de Aquisição Hostil 3. Poder de Controle 4. *Poison Pills* 5. Sociedade Anônima.

## **ABSTRACT**

This thesis aims to study, analyze and discuss the poison pill clauses in the corporate and legal context, understanding their application as protection tools for corporations when faced with hostile takeover bids. In order to achieve this objective, this study intends to analyze intrinsic concepts to the theme, such as evolution and definition of corporations, the characterization of publicly traded companies and the understanding of the power of control within these companies. In addition, this thesis will study offers to acquire control of companies, especially hostile offers, with a view to building a solid argument explaining the application and relevance of poison pills clauses as defense mechanisms for these organizations.

**Keywords:** 1. Hostile Takeover Bid 2. Power of Control 3. Poison Pills 4. Public Held Company 5. Public Limited Company.

## SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO .....	7
2. AS TEORIAS SOBRE AS FINALIDADES DAS COMPANHIAS .....	9
2.1 Teoria Contratualista.....	9
2.2 Teoria Institucionalista .....	11
2.3 Teoria Do Contrato Organização .....	13
3. SOCIEDADE ANÔNIMA .....	15
3.1 Origem e Evolução Histórica.....	15
3.2 Conceito .....	18
3.3 Sociedade Anônima de Capital Fechado e Sociedade Anônima de Capital Aberto.....	20
3.4 Acionista Majoritário e Minoritário .....	22
4. O PODER DE CONTROLE NAS SOCIEDADES ANÔNIMAS.....	25
4.1. Conceito de Controle .....	25
4.1.1. Controle Interno .....	28
4.1.1.1 Controle Totalitário .....	29
4.1.1.2 Controle Majoritário .....	29
4.1.1.3 Controle Minoritário .....	30
4.1.1.4 Controle Gerencial .....	30
4.2. Aquisição de Controle nas Companhias Abertas .....	31
5. A OFERTA PÚBLICA DA AQUISIÇÃO DE AÇÕES.....	33
5.1. Fundamentos e Justificativas para Realização da OPA .....	33
6. AS <i>POISON PILLS</i> COMO MECANISMO DE DEFESA DOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS.....	38
6.1. Classificação das <i>Poison Pills</i> .....	39
6.2.1. Cláusulas Pétreas ou Pílulas Blindadas.....	41
6. CONCLUSÃO.....	44
7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....	46

## 1. INTRODUÇÃO

Na sociedade contemporânea, a dinâmica econômico-financeira é fortemente centrada em empresas, cada uma com sua própria estrutura societária. Um segmento significativo dessas empresas assume a forma de sociedades anônimas, uma forma de estruturação empresarial que oferece diversas vantagens, mas, principalmente, facilita a captação de capital para o desenvolvimento econômico.

Dado o papel crucial desempenhado por essas sociedades anônimas, frequentemente referidas neste estudo como "companhias", esta monografia tem como objetivo principal a análise das cláusulas de *poison pills* incorporadas aos estatutos como mecanismo de defesa para sociedades anônimas de capital aberto quando confrontadas com ofertas públicas de aquisição de controle hostil.

Para alcançar essa meta, serão explorados diversos aspectos empresariais das sociedades anônimas, desde seus primórdios teóricos até a evolução histórica de seu conceito e regulamentação ao longo do tempo, culminando na definição contemporânea e nas principais leis que regem essas empresas no Brasil.

É importante ressaltar que as sociedades anônimas são entidades jurídicas de direito privado que dividem seu capital social em valores mobiliários representativos de investimentos. Esses valores mobiliários assumem a forma de ações emitidas pelas companhias, e os indivíduos que detêm essas ações são conhecidos como acionistas, cujas responsabilidades perante as obrigações da empresa estão limitadas ao valor das ações que possuem.<sup>1</sup>

Além disso, as sociedades anônimas podem ser classificadas como de capital aberto ou fechado. Embora ambos os tipos sejam abordados neste estudo, será dada maior ênfase às sociedades anônimas de capital aberto, também conhecidas como companhias abertas, devido à análise das operações de aquisição de ações realizadas por meio de ofertas públicas de aquisição (OPA), especialmente aquelas voltadas para a aquisição do controle de companhias abertas, conforme estipulado nos artigos 257 a 263 da Lei 6.404 de 1976 (LSA).

Nesse contexto, o estudo das companhias abertas e das OPAs permitirá a

---

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

análise das situações em que uma OPA indesejada pelos administradores e acionistas da empresa alvo é realizada.

Portanto, é de suma importância compreender os mecanismos de defesa disponíveis para as companhias abertas contra a aquisição de controle hostil, com foco especial nas chamadas “poison pills”, explorando sua aplicação no mercado de valores mobiliários brasileiro.

## 2. AS TEORIAS SOBRE AS FINALIDADES DAS COMPANHIAS

Conforme indicado pelo título desta monografia, o objetivo é analisar a lógica subjacente aos mecanismos de defesa contra ofertas públicas de aquisição hostil, investigando o que eles buscam proteger - se é a própria empresa, seus acionistas e/ou seus controladores.

Para alcançar esse objetivo, é necessário examinar e analisar as principais teorias que sustentam a razão de ser das empresas, a fim de determinar qual é a lógica subjacente - e também quem é o beneficiário - da prevenção (ou dificuldade) da realização de uma oferta pública de aquisição hostil.

Vale ressaltar que o tema não é consensual na literatura acadêmica e varia dependendo do sistema jurídico em questão. Neste estudo, abordaremos, por um lado, a teoria contratualista, que encontra suas raízes principalmente na doutrina italiana, e, por outro lado, a teoria institucionalista, que surgiu no contexto da doutrina alemã.

Por último, exploraremos a teoria do contrato organizacional, concebida por Calixto Salomão Filho como uma terceira abordagem às teorias mencionadas anteriormente. Esta teoria é particularmente relevante no contexto do direito brasileiro e, como será demonstrado, oferece uma base para compreender a lógica por trás da proteção proporcionada pelos mecanismos de defesa contra ofertas públicas de aquisição hostis.

### 2.1 Teoria Contratualista

A teoria contratualista parte do pressuposto de que a formação de uma sociedade ocorre mediante atos de constituição, principalmente motivados pelos interesses convergentes dos sócios<sup>2</sup>, assemelhando-se a acordos contratuais convencionais, nos quais duas manifestações de vontade são ajustadas em torno de um mesmo objeto, resultando em um consentimento mútuo ou concordância<sup>3</sup>.

---

<sup>2</sup> LAMY FILHO; BULHÕES PEDREIRA, 2017, op. cit., p. 61.

<sup>3</sup> LAMY FILHO; BULHÕES PEDREIRA, 2017, op. cit., p. 60.

Calixto Salomão Filho<sup>4</sup> identifica duas vertentes principais dessa teoria: o contratualismo clássico e o contratualismo moderno.

O contratualismo clássico, em particular, é explorado por Pier Giusto Jaeger, e Alessandro Munari resumiu sua teoria ao afirmar que "a sociedade é uma organização baseada em contratos entre os sócios, e, como resultado, seu propósito visa à satisfação de seus interesses individuais"<sup>5</sup>.

Salomão Filho<sup>6</sup> também faz uso da concepção inicial de Jaeger sobre os contratos de sociedade, enfatizando que "o contrato social é de execução contínua e o interesse social corresponde ao interesse do grupo de sócios", acrescentando que "[o interesse social] pode ser revisado e até mesmo explicitamente descartado por decisão unânime dos sócios".

No entanto, é notável que essa teoria se torna insustentável à medida que surgem conceitos relacionados à função social da propriedade e com o avanço do direito societário. Calixto Salomão Filho adverte que "mesmo adotando a visão mais individualista do 'contrato' de sociedade, é impossível ignorar que a sociedade aberta não pode e não deve limitar seu interesse exclusivamente ao grupo atual de sócios", destacando que "Jaeger próprio revisou sua teoria 40 anos depois, identificando o interesse social sob a perspectiva contratualista como a busca do valor acionário, ou seja, a maximização do valor de venda das ações do sócio".

Dessa forma, a vertente alternativa do contratualismo, chamada contratualismo moderno, evolui com base na ideia mencionada anteriormente: o foco está na maximização do valor das ações da empresa, o que representa um nível de determinismo ainda mais pronunciado do que a abordagem clássica. Nesse contexto, o interesse social é estabelecido antecipadamente, e os órgãos da empresa não têm capacidade de influenciar esse interesse predefinido.

No contexto brasileiro, a abordagem do contrato plurilateral para entender as empresas recebeu maior atenção, principalmente nas contribuições de Rubens

---

<sup>4</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário**, 4ª ed. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 28

<sup>5</sup> Cf.: MUNARI, Alessandro. **Crisi di impresa e autonomia contrattuale nei piani attestati e negli accordi di ristrutturazione**. Milano: Giuffrè Editore, 2011, p. 54.

<sup>6</sup> SALOMÃO FILHO, 2011, op. cit., p. 28.

Requião<sup>7</sup>. Ao questionar a natureza institucionalista que ele identificou na Lei das Sociedades Anônimas (LSA), Requião argumenta:

O mal, entretanto, da reforma, que se refletiu no sistema de lei hoje em vigor, foi precisamente o de não ter percebido que, quando se pode admitir que a sociedade anônima configure, após sua formação, uma instituição, não deixá-la de ser formada pelo *contrato*, e este da espécie *plurilateral*. Como instituição está ela voltada para a consecução do 'bem comum', visando primacialmente aos altos interesses coletivos, desvanecendo um tanto o interesse privado, perseguido pelos acionistas. Como *contrato*, regula os interesses pessoais de seus membros.

Logo, como se pode inferir a partir da argumentação acima - e levando em consideração que a finalidade comum nem sempre está presente, como já mencionado anteriormente - a concepção de contrato plurilateral também não resolve completamente as limitações da teoria contratualista como um todo.

Descrever a empresa como algo que existe unicamente devido ao seu contrato social, que é formado pelos interesses dos sócios relacionados exclusivamente à empresa, revela-se inadequado diante da ideia da função social da empresa e dos princípios constitucionais aplicáveis ao direito societário. Portanto, com o objetivo de superar essas deficiências, a teoria institucionalista é apresentada como uma alternativa ao contratualismo, como será explicado a seguir.

## 2.2 Teoria Institucionalista

A teoria institucionalista surgiu durante o mesmo período que o contratualismo, mas, ao contrário deste último, foi formulada pela doutrina alemã. Isso reforça a ideia mencionada anteriormente de que o tratamento das empresas varia consideravelmente de acordo com o sistema jurídico em que estão inseridas.

Walter Rathenau, um proeminente político, industrialista e economista, é amplamente reconhecido como um dos principais representantes da teoria institucionalista. Ele é creditado por ter desenvolvido o conceito de "empresa em si"

---

<sup>7</sup> REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**, 2º volume, 29ª ed. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 26.

(Unternehmen an sich), conforme explicado por Nilson Lautenschleger Jr<sup>8</sup>.

Tendo a grande empresa como base as determinantes da economia, conclui pela preponderância da maioria – algo muitas vezes não compreendido – e pela importância da empresa em si (*Unternehmen an sich*), como centro de convergência dos interesses dos acionistas, da sociedade e do Estado. [...] Tal percepção da natureza da empresa – a partir da sociedade por ações – terminou por criar, assim, as bases para o desenvolvimento da chamada teoria institucionalista da empresa (hoje muito associada à questão da responsabilidade social).

Portanto, a teoria institucionalista busca, de forma distinta em relação ao contratualismo, incorporar o interesse da coletividade e da sociedade civil dentro da empresa, que não existe mais exclusivamente para atender aos interesses de seus acionistas. Nesse contexto, o interesse é concebido como um interesse que pertence a toda a comunidade nacional ou até mesmo à humanidade como um todo, uma vez que a prosperidade é considerada um bem coletivo. Isso implica que esse interesse deve ser dissociado dos acionistas, uma vez que eles, por natureza, são motivados por interesses egoístas de lucro.

Ao introduzir o conceito de interesse social na empresa, reconhece-se a possibilidade de que ela seja considerada uma instituição que, por sua vez, deve transcender seus próprios interesses e servir à comunidade em geral. Da mesma forma, emerge a ideia de que, ao atender ao seu interesse social, a empresa busca sua auto-sustentação e autopreservação, características inerentes ao conceito de instituição.

Entretanto, de acordo com Salomão Filho<sup>9</sup>, quando se coloca o interesse social em oposição aos interesses dos acionistas, isso não resulta na redução de conflitos, mas, na realidade, "reforça [os conflitos de interesse], ao introduzir representações de interesses efetivamente opostos dentro dos órgãos societários". Isso significa que a transferência de poder dos acionistas para os administradores não resolveu os problemas preexistentes.

---

<sup>8</sup> LAUTENSCHLEGER JUNIOR, Nilson. Relato breve sobre Walter Rathenau e sua obra: "A Teoria da Empresa em Si". **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 128, p. 199.

<sup>9</sup> SALOMÃO FILHO, 2011, op. cit., p. 37.

Assim, o autor mencionado conclui que o sistema societário brasileiro é caracterizado pela coexistência das teorias contratualista e institucionalista, e, com o objetivo de mitigar as questões encontradas em ambas as abordagens, ele propõe a teoria do contrato organizacional, conforme será detalhado a seguir.

### 2.3 Teoria Do Contrato Organização

A teoria do contrato organização, conforme proposta por Salomão Filho<sup>10</sup>, tem suas raízes principalmente nas ideias apresentadas pelo institucionalismo organizativo e é influenciada pela análise econômica do direito, que se desenvolveu a partir dos anos 60. Além disso, o autor enfatiza que o aprimoramento desses conceitos, que surgiram da grande interdisciplinaridade do tema, é evidente, assim como ocorre em muitas, se não todas, as áreas do direito nos dias de hoje.

Com base nos princípios mencionados acima e na afirmação de que "o interesse da empresa não pode mais ser identificado, como no contratualismo, ao interesse dos sócios nem tampouco, como na fase institucionalista mais radical, à autopreservação"<sup>11</sup>, Salomão Filho<sup>12</sup> elabora a teoria do contrato organização, que pode ser resumida nas seguintes palavras:

[...] é no valor organização e não mais na coincidência de interesses de uma pluralidade de partes ou em um interesse específico à autopreservação que se passa a identificar o elemento diferencial do contrato social. [...] Não há redução do interesse social a uma organização direcionada simplesmente a obter a eficiência econômica. O objetivo da compreensão da sociedade como organização é exatamente o melhor ordenamento dos interesses nela envolvidos e a solução dos conflitos entre eles existentes. O interesse social passa, então, a ser identificado com a estruturação e organização mais apta a solucionar os conflitos entre esse feixe de contratos e relações jurídicas.

Uma vez que esses conceitos são predominantemente abstratos, o autor apresenta várias situações concretas em que a aplicação da teoria do contrato

---

<sup>10</sup> Cf.: SALOMÃO FILHO, Calixto. Novo Estruturalismo Jurídico: Uma alternativa para o Direito?. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, v. 926, n. 101, p. 533-547, dez. 2012, p. 541.

<sup>11</sup> SALOMÃO FILHO, 2011, op. cit., p. 44.

<sup>12</sup> *Ibid.*, p. 45.

organização pode ser identificada, demonstrando, ao mesmo tempo, sua semelhança com a teoria institucionalista organizativa em termos de resultados práticos. Entre os exemplos fornecidos, merece destaque a questão dos conflitos de interesses, que está intimamente relacionada com a nova perspectiva da sociedade que emerge a partir dessa teoria. Nesse contexto, Salomão Filho enfatiza com precisão que:

Quando a definição societária leva a vislumbrar interesses heterogêneos demais para que possam ser organizados de maneira eficaz, a disciplina do conflito de interesses é de pouco auxílio. Nesse caso, muito mais conveniente é admitir a existência de realidade societária mais ampla que deve ser reconhecida. E a razão é simples: nesses casos é muito melhor optar por uma definição mais ampla de interesse social, que abranja esfera onde não haja contraposição tão ferrenha de interesses e onde, portanto, o feixe de contratos pode ser organizado de forma mais coerente.

Com base no trecho mencionado, o autor ilustra como, dentro de uma perspectiva de grupos de empresas, prevalecem, na maioria dos casos, os interesses do controlador, enquanto os interesses dos acionistas minoritários são frequentemente confrontados e, em grande parte das vezes, ignorados, resultando em prejuízos para estes últimos.<sup>13</sup>

Além disso, o autor também utiliza essa abordagem para esclarecer questões relacionadas à personalidade jurídica e sua desconsideração, bem como para explicar as noções de sociedade unipessoal e sociedade sem sócio.

Com base nas razões mencionadas acima e nos exemplos fornecidos por Salomão Filho, torna-se evidente que a teoria do contrato organização foi desenvolvida com o propósito de abordar e corrigir as deficiências presentes tanto no contratualismo quanto no institucionalismo. Portanto, ela incorpora características de ambas as abordagens.

---

<sup>13</sup> Cf.: SALOMÃO FILHO, 1995, op. cit., p. 60.

### 3. SOCIEDADE ANÔNIMA

#### 3.1 Origem e Evolução Histórica

No final da Idade Média, período caracterizado pelo Renascimento e pelo colonialismo europeu desencadeado pelas Grandes Navegações, que impulsionaram o crescimento do comércio, é onde se encontram as raízes das sociedades anônimas. Dentro desse cenário, organizações privadas surgiram com o objetivo de servir aos interesses públicos e facilitar as operações estatais, inaugurando assim a jornada que culminou na forma atual das Sociedades Anônimas.

O ponto de partida remonta ao século XV, quando a República de Gênova se envolveu em conflito com a República de Veneza e optou por financiamento privado fornecido por comerciantes genoveses para custear suas operações militares. Esse financiamento foi realizado por meio da emissão de títulos públicos garantidos pela futura arrecadação de impostos. Em 1409, os comerciantes que haviam financiado a guerra, agora transformados em credores da República de Gênova, uniram suas forças com o objetivo de administrar a garantia oferecida pelo Estado. Suas tarefas englobavam a supervisão da coleta de impostos e a cobrança de devedores, entre outras responsabilidades de gestão. Essa associação de credores foi denominada de "Officium Procuratorum Sancti Georgii" (a Casa de São Jorge) e se desenvolveu como uma significativa instituição financeira, operando até o final do século XVIII, quando encerrou suas atividades em 1799. É amplamente reconhecida como a precursora das empresas modernas e representa a primeira forma de uma sociedade anônima<sup>14</sup>.

Além da Casa de São Jorge, outras entidades contribuíram para o desenvolvimento das sociedades anônimas, notavelmente as companhias coloniais<sup>15</sup>. Entre essas, as mais notórias foram as companhias dos Países Baixos, estabelecidas pelo governo holandês com o intuito de viabilizar a administração das colônias, explorar o comércio intercontinental e até mesmo conduzir campanhas militares para conquistar e defender territórios coloniais holandeses. A principal

---

<sup>14</sup> COELHO. Fábio Ulhôa, **Curso de Direito Comercial Vol. 2: Direito de Empresa**. 16. ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2012, p. 88

<sup>15</sup> BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 17. ed. São Paulo: Editora Atlas, 2019, p. 1

dessas companhias coloniais foi a Companhia das Índias Orientais, fundada em 1602 por meio da fusão de várias empresas de navegação, sob a supervisão da coroa holandesa. Seu propósito era gerir as colônias holandesas na Ásia, com autorização para celebrar acordos, construir fortalezas, manter exércitos, nomear governadores, magistrados e outros funcionários necessários para consolidar o domínio colonial. Em 1621, foi criada a Companhia das Índias Ocidentais, com poderes semelhantes à Companhia das Índias Orientais, mas com foco específico na conquista do nordeste brasileiro, à época sob domínio espanhol. A Companhia das Índias Orientais conquistou as cidades de Salvador, Recife e Olinda em 1624 e 1630, mantendo o controle dessas áreas por aproximadamente três décadas.

Entretanto, não apenas os Países Baixos estabeleceram companhias coloniais. Em 1649, o Reino de Portugal fundou a Companhia de Comércio do Brasil, com a finalidade específica de administrar o comércio na colônia brasileira. Dentro do próprio Brasil, no século XVIII, foram criadas a Companhia Geral do Grão-Pará e Maranhão, bem como as Companhias de Pernambuco e Paraíba, todas com o objetivo de explorar o tráfico de escravos e gerenciar a colônia brasileira.

Portanto, fica evidente que as sociedades anônimas surgiram da vontade de comerciantes e indivíduos de participar e colaborar com o Estado em empreendimentos de natureza econômica e política, como guerras, exploração marítima e estabelecimento de colônias. Essas empresas eram essenciais para o Estado na captação de recursos para tais empreitadas, uma vez que o retorno sobre o investimento era garantido e respaldado pelo governo. Nesse contexto, as sociedades anônimas pioneiras dependiam da concessão estatal, como a autorização real, para sua formação.<sup>16</sup>

Assim, essa outorga estatal, que inicialmente era utilizada para assegurar privilégios comerciais, evoluiu para se tornar um meio de controle sobre a captação de recursos públicos. Na Inglaterra, por exemplo, em 1720, o Parlamento britânico promulgou o Bubble Act após a falência da Companhia dos Mares do Sul. Esse ato oficializou a necessidade de autorização estatal para a criação de novas sociedades anônimas, que podiam ser obtidas por meio de um de dois documentos: uma Carta

---

<sup>16</sup> SCINISIO, Alaôr Eduardo. **As Maiorias Acionárias e o Abuso do Direito**. Rio de Janeiro: Editora Forense. 1998., pp. 6-7

Real (Royal Charter) ou uma Lei do Parlamento (Act of Parliament). Na França, embora não adotasse o sistema de concessão, a constituição de uma sociedade empresarial ainda dependia da aprovação estatal, conforme estabelecido pelo Code de Commerce promulgado pelo Imperador Napoleão Bonaparte em 1807. Foi com a implementação do Code de Commerce que se estabeleceram as principais características das sociedades anônimas, incluindo a divisão do capital em ações de igual valor, a limitação da responsabilidade ao montante das ações detidas e a publicidade dos atos sociais.<sup>17</sup>

Por outro lado, nos Estados Unidos da América, o sistema de autorização legal para a criação de sociedades anônimas foi abolido em 1825, em meio à Revolução Industrial e à pressão dos estados federativos em busca de recursos e capitais mais acessíveis, eliminando a burocracia imposta pela lei. Pouco tempo depois, os países europeus seguiram o exemplo dos Estados Unidos e simplificaram o processo de constituição de sociedades anônimas. Essa mudança legislativa foi aprovada em 1844 na Inglaterra, em 1867 em Portugal e na França, em 1870 na Alemanha e em 1882 na Itália, tornando necessário apenas o registro do ato constitutivo para a formação de uma sociedade anônima.<sup>18</sup>

Portanto, observa-se que a evolução das sociedades anônimas ocorreu mediante a modificação de seus sistemas de formação. Conforme apontado por José Edwaldo Tavares Borba, três sistemas distintos foram adotados para a criação das sociedades anônimas. O primeiro foi o sistema de privilégios, que prevaleceu nos séculos XVII e XVIII e exigia uma autorização governamental para a criação de uma sociedade anônima. O segundo sistema foi o sistema de autorização, no qual a sociedade era estabelecida pelos interessados mediante a concessão de autorização pelo Estado. Por fim, surgiu o sistema de livre criação, que ainda está em vigor. Nesse sistema, a sociedade anônima pode ser criada livremente pelos interessados, com a única exigência sendo o registro e o arquivamento do ato constitutivo junto ao órgão competente de registro, que atualmente são as Juntas Comerciais dos Estados.

---

<sup>17</sup> COELHO. Fábio Ulhôa, **Curso de Direito Comercial Vol. 2: Direito de Empresa**. 16. ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2012, pp. 89-90

<sup>18</sup> SCINISIO, Alaôr Eduardo. **As Maiorias Acionárias e o Abuso do Direito**. Rio de Janeiro: Editora Forense. 1998., pp. 6-7

No contexto da evolução histórica das sociedades anônimas no Brasil, o percurso foi semelhante. Durante o período colonial e no início da era imperial, as sociedades empresariais dependiam da autorização estatal para sua constituição. Em 1849, o Decreto nº 575 introduziu o sistema de autorização, seguindo o exemplo europeu, que foi posteriormente codificado no Código Comercial de 1850. No entanto, o sistema de autorização brasileiro foi abolido em 1882 e substituído pelo sistema de livre criação por meio da Lei nº 3.510. De acordo com esse sistema, como mencionado anteriormente, a criação de novas sociedades anônimas requer apenas o registro do ato constitutivo, uma prática que continua em vigor até os dias de hoje, exceto em casos específicos, como instituições financeiras, empresas de serviços aéreos, telecomunicações e seguradoras, que ainda dependem de autorização governamental.<sup>19</sup>

### 3.2 Conceito

Segundo Alaôr Eduardo Scisinio, a Sociedade Anônima representa uma forma de organização empresarial baseada no capital, que pode ser classificada como aberta ou fechada, e que tem seu capital dividido em partes iguais denominadas ações. Scisinio observa que essas ações podem assumir várias formas e serem transferidas de maneira livre, sem que isso afete a estrutura da sociedade. É importante destacar que os detentores de ações, ou seja, os acionistas, não compartilham uma relação de *affectio societatis* entre si e, conseqüentemente, não são considerados sócios uns dos outros.<sup>20</sup>

De uma perspectiva mais ampla, Tullio Ascarelli enfatiza a natureza capitalista fundamental da Sociedade Anônima, descrevendo-a como o "instrumento típico da grande empresa capitalista", que surgiu e evoluiu em conjunto com esse sistema

---

<sup>19</sup> BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 17. ed. São Paulo: Editora Atlas, 2019, p. 156

<sup>20</sup> SCINISIO, Alaôr Eduardo. **As Maiorias Acionárias e o Abuso do Direito**. Rio de Janeiro: Editora Forense. 1998, pp. 9-10

econômico<sup>21</sup>. Assim, a Sociedade Anônima representa o meio mais eficaz para angariar recursos da poupança popular e viabilizar a realização de empreendimentos de grande porte por meio desse financiamento.

Ao examinarmos as disposições legais brasileiras relacionadas a esse tema, o artigo 1º da Lei nº 6.404/76, conhecida como a Lei das Sociedades Anônimas, estabelece que:

*Art. 1º. A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas.*

Assim, de acordo com as lições de José Edwaldo Tavares Borba, podemos inferir que as Sociedades Anônimas apresentam as seguintes características essenciais.<sup>22</sup> Em primeiro lugar, uma sociedade anônima é, por definição, uma forma de organização de capital. Suas ações, por natureza, são passíveis de transferência (ainda que o Estatuto Social possa impor restrições a essas transferências, conforme previsto no artigo 36 da Lei das Sociedades Anônimas). Em segundo lugar, a Sociedade Anônima possui um capital que é dividido em ações, cada uma representando a parcela de participação de um acionista no capital total da empresa.

Por último, o artigo 1º da Lei das Sociedades Anônimas também estabelece que a Sociedade Anônima é uma forma de organização empresarial com responsabilidade limitada. Isso significa que os acionistas têm sua responsabilidade restrita às obrigações da sociedade, limitando-se ao valor pelo qual subscreveram ou adquiriram as ações. Em outras palavras, uma vez que as ações detidas pelo acionista tenham sido totalmente pagas, ele não pode ser responsabilizado com seu patrimônio pessoal por dívidas ou obrigações financeiras assumidas pela empresa da qual é acionista.

Além disso, o artigo 2º, §1º da Lei das Sociedades Anônimas e o parágrafo

---

<sup>21</sup> ASCARELLI, Tullio. **Problemas das Sociedades Anônimas e o Direito Comparado**. São Paulo: Editora Saraiva, 1969, apud. SCINISIO, Alaôr Eduardo. **As Maiorias Acionárias e o Abuso do Direito**. Rio de Janeiro: Editora Forense. 1998, p. 11

<sup>22</sup> BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 17. ed. São Paulo: Editora Atlas, 2019, p. 164

único do artigo 982 do Código Civil estipulam que:

*Art. 2º Pode ser objeto da companhia qualquer empresa de fim lucrativo, não contrário à lei, à ordem pública e aos bons costumes.*

*§ 1º Qualquer que seja o objeto, a **companhia é mercantil** e se rege pelas leis e usos do comércio.*

*Art. 982. [...]*

*Parágrafo Único. Independentemente de seu objeto, considera-se **empresária** a sociedade por ações; e simples, a cooperativa. (grifos nossos)*

Dessa forma, com base no que foi discutido acima, podemos concluir que a Sociedade Anônima é uma forma de organização empresarial que opera com responsabilidade limitada e capital dividido em ações. É importante enfatizar que a Sociedade Anônima desempenha um papel central na economia capitalista, servindo como um veículo fundamental para a captação de recursos provenientes do público em geral e para a realização de empreendimentos comerciais em larga escala, como evidenciado anteriormente.

### **3.3 Sociedade Anônima de Capital Fechado e Sociedade Anônima de Capital Aberto**

As sociedades anônimas podem ser categorizadas em dois tipos: sociedades anônimas de capital fechado e sociedades anônimas de capital aberto, como mencionado anteriormente. Essa distinção é estabelecida no artigo 4º, parágrafo único, da Lei das Sociedades Anônimas, que estabelece que “Para fins desta lei, uma companhia será considerada aberta ou fechada com base na negociação de seus valores mobiliários no mercado.”<sup>23</sup>

No caso das sociedades anônimas de capital fechado, também conhecidas como companhias fechadas, é importante destacar que elas têm uma natureza predominantemente contratual. Isso significa que elas são reguladas principalmente por normas resultantes da autonomia da vontade, que são usadas para governar os interesses de seus acionistas. Por outro lado, as sociedades anônimas de capital

---

<sup>23</sup> BRASIL. **Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/lis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/lis/l6404consol.htm)>. Acesso em: 14 set. 2022.

aberto, ou companhias abertas, têm o objetivo de negociar suas ações no mercado. Para atingir esse objetivo, as companhias abertas devem registrar-se e registrar seus valores mobiliários junto à Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A CVM é a entidade responsável por garantir a transparência e a integridade das negociações no mercado, tornando-o confiável e atraente para os investidores. O processo de registro inicial de uma companhia aberta é regulado pela Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009.<sup>24</sup>

Nesse contexto, as empresas de capital fechado só estão autorizadas a emitir ações para subscrição privada, ou seja, as ações que emitem têm um valor que se limita a transações privadas. Por outro lado, as empresas de capital aberto, além de emitir ações com valor para transações privadas, também podem, e geralmente o fazem, ter ações com valor de mercado. Se uma empresa de capital fechado desejar ampliar o leque de investidores a quem oferecer ações como opção de investimento, ela precisará abrir seu capital, solicitando os registros necessários à CVM.<sup>25</sup>

Além disso, a Instrução CVM nº 480 estabelece uma subdivisão das empresas de capital aberto em duas categorias: Categoria A e Categoria B. A Categoria A permite a negociação de diversos tipos de valores mobiliários, enquanto a Categoria B exclui as ações e os títulos conversíveis em ações. No que se refere à Categoria B, Marlon Tomazette oferece o seguinte ensinamento:

A Categoria B autoriza a negociação de valores mobiliários nos mercados regulamentados, exceto de: (i) ações e certificados de depósito de ações; ou (ii) valores mobiliários que confiram ao titular o direito de adquirir os valores mobiliários mencionados no item (i), em consequência da sua conversão ou do exercício dos direitos que lhes são inerentes, desde que emitidos pela própria companhia emissora dos valores mobiliários referidos no item (i) ou por uma sociedade pertencente ao grupo da referida companhia emissora.<sup>26</sup>

Nesse contexto, legitima-se que uma empresa de capital aberto é aquela cujos valores mobiliários estão autorizados para negociação no mercado de valores

---

<sup>24</sup> TOMAZETTI, Marlon. **Curso de direito empresarial: Teoria geral e direito societário – Vol. 1.** 1ª ed. São Paulo: Editora Bookseller, 2022, p.182.

<sup>25</sup> COELHO, Fabio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial – Vol. 2.** 16ª ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2018, Capítulo 19, p. 123 e 197.

<sup>26</sup> TOMAZETTI, Marlon. **Curso de direito empresarial: Teoria geral e direito societário – Vol. 1.** 1ª ed. São Paulo: Editora Bookseller, 2022, p.182.

mobiliários. Por outro lado, uma empresa de capital fechado não possui essa autorização.<sup>27</sup> Portanto, a empresa de capital aberto mantém relações com todo o mercado de investidores e está sujeita a normas específicas destinadas à sua proteção, enquanto na empresa de capital fechado, a relação é restrita aos acionistas.<sup>28</sup>

### 3.4 Acionista Majoritário e Minoritário

O acionista é o sócio da Sociedade Anônima, ou seja, a pessoa física ou jurídica que possui a posse ou propriedade de ações de uma Sociedade Anônima<sup>29</sup>. Historicamente, os acionistas são categorizados em três grupos com base em suas motivações, seguindo a divisão clássica estabelecida por José de la Vega em 1688, que os classificou como príncipes de rendimento, mercadores e jogadores.

A influência de José de la Vega inspirou Rubens Requião a também dividir os acionistas conforme sua motivação, da seguinte forma:

*Devemos, neste particular, lembrar das diferentes espécies de acionistas, que encontramos no mercado acionário: Os ‘**acionistas empresários**’ cujo principal intuito e preocupação é obter o controle da sociedade anônima para dirigir os seus negócios ou influir na gestão social; o ‘**acionista especulador**’ que compõe a fauna assídua às Bolsas de Valores, que na circulação das ações enxergam apenas o jogo especulativo das altas e das baixas; e, por fim, o ‘**acionista rendeiro**’, cujo escopo ao adquirir ações é auferir os dividendos, como fonte de renda pessoal, não se preocupando geralmente com a empresa, mas apenas com a fruição de seus dividendos.<sup>30</sup> (grifos nossos).*

Portanto, fica evidente que, de acordo com a categorização de Requião, os acionistas empresários são aqueles que buscam controlar e gerenciar a Companhia, ao passo que os acionistas especuladores e rendeiros não têm a intenção de exercer

---

<sup>27</sup> BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 19ª ed. São Paulo: Editora Atlas, 2022, p.170.

<sup>28</sup> TOMAZETTI, Marlon. **Curso de direito empresarial: Teoria geral e direito societário** – Vol. 1. 1ª ed. São Paulo: Editora Bookseller, 2022, p.182.

<sup>29</sup> BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 17. ed. São Paulo: Editora Atlas, 2019, p. 319

<sup>30</sup> REQUIÃO, Rubens. **O Controle e a Proteção dos Acionistas**. In *Rev. Direito Mercantil*, nova fase, nº 15/16, 1974, p. 28. Apud. BULGARELLI, Waldirio. **Regime Jurídico da Proteção às Minorias nas S/A (De Acordo com a Reforma da Lei nº 6.404/76)**. Rio de Janeiro: Editora Renovar. 1998, p. 36

controle, mas sim de tirar proveito de suas ações visando ao lucro. Dada essa situação, é imperativo proteger os diferentes acionistas uns dos outros, especialmente quando se trata de proteger os empresários em relação aos especuladores e rendeiros, uma vez que estes geralmente constituem a minoria na sociedade anônima, conforme observado por Waldirio Bulgarelli.<sup>31</sup>

Bulgarelli define a minoria como uma posição, ocasional ou não, que um acionista ocupa e na qual precisa ser resguardado contra possíveis abusos cometidos pela maioria; a minoria, independentemente das motivações, refere-se ao acionista ou grupo de acionistas que detém uma parcela do capital inferior à de um grupo oposto.<sup>32</sup>

Em relação aos acionistas minoritários, de acordo com as explicações de Écio Perin Junior, o termo minoria não se refere apenas a uma "noção puramente quantitativa, mas a uma relação quantitativa de poder, que não se correlaciona necessariamente com o número de pessoas ou de ações"<sup>33</sup>. Portanto, o autor compreende que um acionista minoritário é aquele que possui direito a voto, porém, não em quantidade suficiente para controlar a Companhia. De maneira semelhante, a maioria corresponde ao acionista ou grupo que exerce controle sobre a Sociedade, enquanto a minoria está excluída do poder dentro da Companhia.<sup>34</sup>

Por outro lado, Fabio Konder Comparato faz uma distinção entre esses termos, argumentando que eles só têm significado quando se referem aos direitos de voto, às assembleias sociais ou aos colégios eleitorais da Sociedade Anônima, independentemente do número de ações detidas por cada acionista. Ele leva em consideração os direitos de voto associados às ações da Companhia para fundamentar essa posição. Como exemplo, ele menciona a possibilidade de emitir ações preferenciais sem direito a voto, que podem representar até dois terços do capital social. Comparato levanta a questão retórica de se, nesse caso, quando a lei

---

<sup>31</sup> BULGARELLI, Waldirio. **Regime Jurídico da Proteção às Minorias nas S/A (De Acordo com a Reforma da Lei nº 6.404/76)**. Rio de Janeiro: Editora Renovar. 1998, p. 37.

<sup>32</sup> BULGARELLI, Waldirio. **Regime Jurídico da Proteção às Minorias nas S/A (De Acordo com a Reforma da Lei nº 6.404/76)**. Rio de Janeiro: Editora Renovar. 1998, p. 40.

<sup>33</sup> PERIN JUNIOR, Ecio. **A Lei nº 10.303/2001 e a Proteção do Acionista Minoritário**. São Paulo: Editora Saraiva. 2004, p. 49.

<sup>34</sup> PERIN JUNIOR, Ecio. **A Lei nº 10.303/2001 e a Proteção do Acionista Minoritário**. São Paulo: Editora Saraiva. 2004, p. 49.

menciona acionistas majoritários, estaria ela se referindo aos titulares de ações não votantes.<sup>35</sup>

Portanto, podemos observar que os acionistas de uma Sociedade Anônima geralmente se dividem em dois grupos: majoritários e minoritários. Os acionistas majoritários são aqueles que detêm o controle da Companhia em detrimento dos acionistas minoritários. A seguir, abordaremos o tema do controle, suas diferentes formas, e por fim, a questão dos mecanismos de defesas dos acionistas minoritários, as *poison pills*.

---

<sup>35</sup> COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. ed. 6. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2017, p. 33

## 4. O PODER DE CONTROLE NAS SOCIEDADES ANÔNIMAS

O poder de direção e influência nas empresas tem sido e continua sendo um foco de interesse para diversos estudiosos do direito empresarial. Este capítulo explorará conceitos fundamentais relacionados a esse tema, como "domínio majoritário" e "acionista controlador", além de examinar as disposições legais que tratam dessas instituições, com o objetivo de fornecer uma introdução adequada.

O tópico principal a ser abordado neste capítulo é a transferência de controle, uma vez que esse conceito e suas implicações são cruciais para a compreensão das ofertas públicas de aquisição (OPA).

### 4.1. Conceito de Controle

Inicialmente, como discutido no capítulo anterior, uma característica fundamental das sociedades anônimas é de suma importância para a análise do poder de controle: a divisão de seu capital social em ações. Essa característica está explicitamente estabelecida no artigo 1º da Lei das Sociedades Anônimas<sup>36</sup>, e, de forma geral, cada ação concede ao seu proprietário o direito a um voto, conforme estipulado no artigo 110 dessa legislação.<sup>37</sup>

Entretanto, vale ressaltar que o direito de voto não é tratado como um direito inalienável do acionista na Lei das Sociedades Anônimas, podendo, inclusive, ser inexistente para acionistas que detêm ações preferenciais, conforme disposto no artigo 111 da lei<sup>38</sup>. Portanto, são as ações ordinárias que conferem aos seus

---

<sup>36</sup> Art. 1º A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas.

<sup>37</sup> Art. 1º A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas. BRASIL. **Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 17 dez. 1976. BRASIL. **Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em: < [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/lis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/lis/l6404consol.htm)>. Acesso em: 20 set. 2022.

<sup>37</sup> Art. 110. A cada ação ordinária corresponde 1 (um) voto nas deliberações da assembleia-geral. BRASIL. **Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em: < [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/lis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/lis/l6404consol.htm)>. Acesso em: 20 set. 2022.

<sup>38</sup> Art. 111. O estatuto poderá deixar de conferir às ações preferenciais algum ou alguns dos direitos reconhecidos às ações ordinárias, inclusive o de voto, ou conferi-lo com restrições, observado o disposto no artigo 109. BRASIL. **Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em: < [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/lis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/lis/l6404consol.htm)>. Acesso em: 20 set. 2022.

titulares o direito de voto.

A distinção mencionada anteriormente é de relevância significativa, pois contribui para a abordagem de um ponto central que será explorado neste capítulo e que pode ser analisado de várias maneiras, ou seja, a noção de que a quantidade de ações detidas por um acionista não é necessariamente um indicador de seu controle sobre a empresa ou da falta dele.

No contexto das declarações acima, é evidente que a definição do conceito de poder de controle vai além da simples posse de ações da empresa e, como já mencionado, é um tema que tem sido objeto de diversas discussões na doutrina. No entanto, é perceptível que o debate sobre esse conceito teve suas raízes nos estudos realizados por Adolf Berle e Gardiner Means<sup>39</sup>. Ao analisarem a estrutura de várias empresas norte-americanas, eles observaram que o capital dessas empresas estava bastante fragmentado e que o poder decisório estava nas mãos dos administradores.

A partir dessa constatação dos autores, surgiu uma tese fundamental para a compreensão do conceito de poder de controle, que argumenta que há uma separação entre a propriedade das ações e o exercício do poder de controle dentro da empresa. Nesse contexto, eles afirmam:

O controle é um produto característico do sistema de sociedade anônima. (...) Como a direção de uma sociedade anônima é exercida por um conselho de diretores, podemos dizer, para simplificar, que o controle está nas mãos do indivíduo ou grupo de que tem o poder efetivo de selecionar o conselho de diretores (ou sua maioria), seja mobilizando o direito legal de escolhê-los – “controlando” a maioria dos votos de forma direta ou através de algum mecanismo legal -, seja exercendo pressão que influencia sua escolha. (...) Mas, na maioria dos casos, se se consegue determinar efetivamente quem tem o poder de selecionar os diretores, localiza-se o grupo de indivíduos que, por uma questão prática, pode ser considerado “o controle.”<sup>40</sup>

Nessa perspectiva, Orlando Gomes<sup>41</sup> também esclareceu a diferença fundamental entre o controlador e o proprietário. Conforme os ensinamentos desse autor, o proprietário detém o direito de dispor de seus próprios bens, enquanto o

---

<sup>39</sup> BERLE, Adolf Augustus; MEANS, Gardiner Coit. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada**. 3ª. ed. São Paulo: Nova Cultural, 1988, p.85

<sup>40</sup> BERLE, Adolf Augustus; MEANS, Gardiner Coit. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada**. 3ª. ed. São Paulo: Nova Cultural, 1988, p.85.

<sup>41</sup> GOMES, Orlando. **Em tema de sociedades anônimas**. São Paulo: Revistas dos Tribunais, 1997.

controlador possui o direito de dispor sobre os bens alheios.

Modesto Carvalhosa, por sua vez, interpreta o poder de controle nas sociedades anônimas como o poder de dirigir as atividades e negócios sociais das companhias. Ele considera que o controlador é aquele que exerce esse poder, seja internamente por meio da influência predominante nos votos, seja externamente por meio de outros fatores extrassociais. Além disso, Carvalhosa destaca como o poder de controle afeta os demais acionistas:

Em relação aos demais acionistas, o controle apresenta-se como o poder permanente de decidir por outrem, produzindo efeitos na esfera patrimonial destes, decorrentes dos resultados da gestão societária. No aspecto patrimonial, portanto, o exercício do poder de controle produz, quanto aos minoritários, efeitos indiretos, incidindo sobre o patrimônio acionário deles. Produz, obviamente, efeitos diretos sobre o patrimônio da Companhia.<sup>42</sup>

Fabio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, em sua obra "O poder de controle na sociedade anônima", compartilham a visão de que o poder de controle nas sociedades anônimas implica no poder de dominação do controlador na empresa, comparando-o à noção de soberania. Para esses autores, o controle é a imposição de um poder efetivo, por meio do qual uma pessoa ou grupo de pessoas dominam todas as decisões da empresa, moldando assim sua atividade econômica de acordo com sua própria vontade, conforme indicado:

Ora, quando se fala em controle no sentido de dominação, na sociedade anônima, alude-se a um poder que transcende as prerrogativas legais da própria assembléia. Daí porque uma certa doutrina o aproxima, com razão, da noção de soberania. A comparação é feliz, pois dela se podem extrair, segundo pensamos, úteis conclusões para a definição do poder de controle nas sociedades privadas, desde que estabeleçam, preliminarmente, algumas precisões e distinções fundamentais nessa matéria, obscurecida por séculos de controvérsia ideológica.<sup>43</sup>

Com base nessas definições, podemos entender que o poder de controle é uma realidade prática resultante da formação ou dissolução de um bloco de ações detido por um acionista ou grupo de acionistas, que, em virtude disso, asseguram

---

<sup>42</sup> CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**: arts. 75 a 157. 5ª. ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2011, v.2, p. 588.

<sup>43</sup> COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. ed. 6. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2017, p. 12.

sua capacidade de influenciar as decisões das atividades da empresa. Nas sociedades anônimas, a determinação do poder de comando sempre ocorre em relação à assembleia-geral, que representa a instância societária final.<sup>44</sup>

Vale ressaltar que o controle pode ser categorizado em duas formas: controle interno (*ab intus*) e controle externo (*ab extra*). No controle interno, o detentor do controle age por meio dos mecanismos de poder internos à estrutura da empresa. Já no controle externo, a pessoa ou grupo de pessoas que detêm o controle não fazem parte dos órgãos da empresa; em outras palavras, o controle é exercido por influência de terceiros que não são acionistas.

Este estudo não se aprofundará na definição de controle externo, uma vez que as Ofertas Públicas de Aquisição (OPAs) ocorrem no contexto de alienação de controle de poder interno.

#### **4.1.1. Controle Interno**

O termo "controle interno", que desempenha um papel fundamental na análise das Ofertas Públicas de Aquisição (OPAs), refere-se à situação em que o poder de decisão está nas mãos de indivíduos ou entidades que possuem direitos como acionistas, ou ainda, de administradores, tanto pessoas físicas quanto jurídicas, atuando individualmente ou em conjunto, de forma direta ou indireta.<sup>45</sup>

Inicialmente explorado por Berle e Means<sup>46</sup>, o conceito de controle interno foi originalmente subdividido em cinco vertentes com base na noção de separação entre propriedade e controle. No entanto, para os propósitos deste estudo, utilizaremos a divisão proposta por Comparato, pois se adapta ao contexto do direito brasileiro.

Nessa perspectiva, o conceito de controle interno é categorizado em quatro modalidades distintas: controle totalitário, controle majoritário, controle minoritário e

---

<sup>44</sup> COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. ed. 6. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2017, p. 17.

<sup>45</sup> COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. ed. 6. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2017, p. 74.

<sup>46</sup> BERLE, Adolf Augustus; MEANS, Gardiner Coit. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada**. 3ª. ed. São Paulo: Nova Cultural, 1988, p. 6

controle gerencial.

#### **4.1.1.1 Controle Totalitário**

O controle totalitário, segundo Fabio Ulhoa Coelho e à luz das lições de Comparato, se define pela concentração da quase totalidade das ações com direito a voto sob a propriedade de um único acionista ou um bloco majoritário composto por um grupo de acionistas. Dentro do contexto jurídico e econômico do Brasil, um exemplo de empresa com controle totalitário são as subsidiárias integrais, as quais estão completamente submetidas ao controle totalitário da matriz.

#### **4.1.1.2 Controle Majoritário**

O controle majoritário, por outro lado, refere-se ao controle exercido por um acionista ou grupo de acionistas que detêm mais da metade das ações com direito de voto. Segundo Comparato, em todas as legislações societárias nas quais a estrutura acionária foi desenvolvida para permitir a formação de um amplo corpo de acionistas, estabeleceu-se o princípio majoritário de controle. Isso se deve ao fato de que a sociedade existe no interesse dos sócios, e, portanto, a vontade da maioria deve prevalecer, considerando os interesses individuais de cada acionista. Esse princípio encontra expressão no artigo 116 da Lei das Sociedades Anônimas, que define o acionista controlador como aquele que, entre outras coisas, possui de forma permanente a maioria dos votos na assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia, além de efetivamente usar esse poder para dirigir as atividades sociais da empresa.

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

- a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e
- b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.<sup>47</sup>

---

<sup>47</sup> BRASIL. **Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm)>. Acesso em: 21 set. 2022.

Comparato também observa que é comum que dois ou mais acionistas ou grupos de acionistas se unam para formar a maioria, compartilhando interesses que podem ser temporários ou permanentes. É importante destacar que o controle majoritário pode ser formalizado e regulamentado de várias maneiras, muitas vezes através de um acordo de acionistas.

#### 4.1.1.3 Controle Minoritário

O controle minoritário ocorre quando não há um acionista ou grupo controlador que detenha mais de 50% dos votos na companhia. Nessa situação, é caracterizada por uma ampla dispersão de propriedade acionária, com um grande número de acionistas que não têm interesse em assumir a gestão da empresa. Como resultado, o controle da companhia é exercido por um acionista ou grupo de acionistas minoritários que se organizam para participar das assembleias e exercer influência sobre as decisões da empresa.<sup>48</sup> De acordo com os ensinamentos de Fabio Ulhoa Coelho sobre esse tipo de controle:

No (...) controle minoritário, o acionista controlador possui menos da metade das ações com direito a voto. Seu poder, portanto, não é estável, como nos casos anteriores, e, dependendo da articulação a que chegam os minoritários, ele fica exposto, na assembleia geral, até mesmo à possibilidade de perda da posição de mando. Nesse caso, a sessão do órgão é o local da disputa do próprio controle da companhia; nela, os blocos de acionistas se organizam, medem forças e lutam pela supremacia na condução dos negócios sociais. A celebração do ritual da lei é, então, indispensável à garantia dos direitos dos acionistas.<sup>49</sup>

#### 4.1.1.4 Controle Gerencial

Finalmente, nas empresas onde prevalece o controle gerencial, a propriedade das ações está tão dispersa que os próprios administradores exercem o controle da empresa. Nesse contexto, o controle é frequentemente referido no mercado financeiro brasileiro como "controle pulverizado", e isso acarreta um maior risco para os acionistas, já que há uma maior probabilidade de os administradores

---

<sup>48</sup> TOMAZETTI, Marlon. **Curso de direito empresarial: Teoria geral e direito societário** – Vol. 1. 1ª ed. São Paulo: Editora Bookseller, 2022, p. 215.

<sup>49</sup> COELHO, Fabio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial – Vol. 2.** 16ª ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2012, p. 257.

negligenciarem os interesses dos acionistas em favor de seus próprios interesses.<sup>50</sup>

#### 4.2. Aquisição de Controle nas Companhias Abertas

Conforme mencionado anteriormente, o poder de controle nas empresas pode manifestar-se de diversas maneiras, como já classificado anteriormente. Essa definição e classificação do poder nas empresas são fundamentais para compreender o interesse por trás da aquisição de controle de uma empresa e como isso pode ser feito.

Nesse contexto, é importante entender os conceitos de aquisição e alienação de controle nas empresas. A alienação de controle foi definida na Lei das Sociedades Anônimas, em seu artigo 254-A, §1º, da seguinte forma:

Art. 254-A

(...)

§1º Entende-se como alienação de controle a transferência, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade.<sup>51</sup>

No entanto, de acordo com Paulo Eduardo Penna, esse dispositivo elenca apenas exemplos de transações que podem resultar na alienação de controle, mas não fornece um conceito geral que se aplique a todas as situações de alienação de controle. Portanto, a ideia de alienação de controle apresentada pelo autor pode ser resumida da seguinte forma:

Em síntese, haverá a alienação de controle quando o controlador transfere para um terceiro ações do bloco de controle em quantidade suficiente para que, de um lado, ocasionem a perda do poder de controle do alienante e, de outro, propiciem ao adquirente os meios para controlar a companhia.<sup>52</sup>

---

<sup>50</sup> COELHO, Fabio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial – Vol. 2.** 16ª ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2012, p. 408.

<sup>51</sup> BRASIL. **Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976.** Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em:< [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm). Acesso em: 26 set. 2022.

<sup>52</sup> PENNA, Paulo Eduardo. **Alienação de Controle de Companhia Aberta.** São Paulo: Editora Quartier Latim, 2012, p.97

No que diz respeito à aquisição, de acordo com Lamy Filho e Bulhões Pedreira, ela pode ser originária ou derivada. A aquisição é originária quando resulta da criação, no patrimônio do acionista controlador, de um bloco de controle que não existia anteriormente em outro patrimônio. Um exemplo disso é a formação de um grupo controlador por meio de um acordo de acionistas. Por outro lado, a aquisição é derivada quando ocorre a transferência do poder de controle de uma pessoa que já o detém. Para isso, é necessário que exista um bloco de controle no patrimônio de uma pessoa ou grupo de pessoas, e que ocorra um evento jurídico que consista na transmissão da propriedade do conjunto de ações.<sup>53</sup>

Existem várias formas pelas quais uma parte interessada pode adquirir ações ou garantir o controle de uma empresa, com ou sem o consentimento da empresa. Para os propósitos deste trabalho, abordaremos apenas a aquisição por meio de Oferta Pública de Ações e suas modalidades no Capítulo 5 a seguir.

---

<sup>53</sup> LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das Companhias**, 2ª ed. Rio de Janeiro, Editora Forense, 2017, p. 602.

## 5. A OFERTA PÚBLICA DA AQUISIÇÃO DE AÇÕES

### 5.1. Fundamentos e Justificativas para Realização da OPA

É conhecido que a Oferta Pública de Aquisição (OPA) tem como principal motivo e incentivo a proteção dos acionistas minoritários de uma empresa específica. Como discorrido anteriormente, a OPA é introduzida em nossa legislação com o propósito de assegurar essa proteção e, de certa forma, equilibrar a relação entre o acionista controlador e os acionistas minoritários, prevenindo possíveis injustiças devido à falta de autonomia desses últimos em comparação com o acionista controlador.

No entanto, a justificação para a realização de uma OPA vai além da proteção dos acionistas minoritários e tem sido tema de debate na doutrina contemporânea.

Uma das abordagens defendidas pelos estudiosos baseia-se na interpretação de Berle e Means<sup>54</sup>, que desenvolveram a teoria de que a OPA é um benefício social da própria empresa e não apenas de seu controlador. De acordo com essa perspectiva, a OPA seria um mecanismo criado pelo legislador moderno para universalizar e distribuir o prêmio de controle entre todos os acionistas da empresa. Nas palavras de Fábio Ulhôa:

*“Visando atenuar a apropriação individual pelo controlador do valor agregado por todos, criam-se mecanismos de socialização do prêmio de controle, geralmente representados pela obrigatoriedade de o potencial adquirente realizar, no mercado de capitais, uma oferta pública de aquisição das demais ações com direito a voto emitidas pela companhia, dispondo-se a pagar, por estas, preço equivalente ou proporcional ao que pagou pelas ações do controlador (Ferrara Jr., 1994:802/806). Em outros termos, a socialização do prêmio de controle viabiliza-se pela atribuição aos acionistas minoritários do direito de saída conjunta (ou, como prefere o mercado, “tag along right”).”<sup>55</sup>*

Sob a vigência do artigo 254 da Lei das Sociedades por Ações, que foi

---

<sup>54</sup> **The Modern Corporation and Private Property**, Nova Iorque, Editora Revista, 1967, p. 216/217.

<sup>55</sup> COELHO. Fábio Ulhôa, **Curso de Direito Comercial Vol. 2: Direito de Empresa**. 16ª edição

revogado pela Lei nº 9.457/1997, essa abordagem tinha mais força, uma vez que a OPA por alienação de controle se estendia a todos os acionistas pelo mesmo valor pago ao controlador. No entanto, sob a atual disposição do artigo 254-A, fica claro que essa perspectiva perdeu força, pois atualmente o prêmio de controle é especificamente destinado ao controlador, como previsto no texto da lei, conforme a legislação vigente, o preço por ação no contexto de uma Oferta Pública de Aquisição (OPA) deve ser, no mínimo, equivalente a 80% do valor pago pelas ações do controlador. Em outras palavras, essa diferença de 20% entre o valor pago por ação ao controlador representa o chamado "prêmio de controle". Além disso, é importante observar que os acionistas minoritários que possuem ações sem direito a voto não têm o direito de participar da OPA.

Outra perspectiva a ser considerada é que a OPA não é apenas um mecanismo de compensação pela perturbação do controle da empresa, mas também uma maneira de distribuir o ágio pago pelas ações do controlador aos acionistas minoritários. Essa abordagem parece ser a adotada pelo legislador brasileiro.

Nelson Eizirik, ao discutir as razões por trás da realização de OPAs, endossa essa perspectiva ao afirmar:

*“(...) a obrigatoriedade da realização da oferta pública de aquisição de ações decorrente de alienação de controle justifica-se, fundamentalmente, por duas razões: (a) ao acionista minoritário deve ser assegurado o direito de participar no ágio ou prêmio pago pelo adquirente do controle; e (b) ao acionista minoritário também deve ser atribuído o direito de desvincular-se da sociedade se houver quebra da affectio societatis, isto é, se houver alteração da base de controle da companhia na qual ele havia depositado sua confiança”.<sup>56</sup>*

Com base na interpretação da legislação, podemos afirmar que a Oferta Pública de Aquisição (OPA) representa uma combinação de interesses, envolvendo a proteção dos acionistas minoritários, a recompensa ao controlador pelo seu papel

---

<sup>56</sup> EIZIRIK, Nelson; et. al. **Mercado de Capitais - Regime Jurídico**. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.p. 610.

na empresa e a igualdade de tratamento entre acionistas da mesma classe. Isso ocorre ao garantir ao controlador benefícios por sua posição na empresa, proteger os acionistas minoritários contra potenciais abusos por parte de um novo controlador e assegurar tratamento equitativo para os acionistas com direitos semelhantes, mantendo o prêmio de controle com o controlador.

Entretanto, no contexto das empresas de capital fechado, a proteção aos acionistas minoritários está menos desenvolvida, uma vez que as salvaguardas previstas na Lei das S.A. se aplicam principalmente às empresas de capital aberto, especialmente quando se trata de mudanças de controle.

De acordo com Andréia Casquet<sup>57</sup>, as proteções oferecidas às minorias em casos de transferência de controle em empresas de capital aberto nem sempre se mostram adequadas para proteger todas as partes envolvidas na transação quando aplicadas a sociedades anônimas fechadas. Da mesma forma, Comparato<sup>58</sup> argumenta que a proteção dos acionistas não controladores é mais evidente em empresas de capital aberto, destacando, assim, a natureza mais arriscada dos investimentos dos acionistas minoritários em empresas fechadas, onde geralmente não têm alternativas para vender suas ações, a não ser ao controlador, que muitas vezes oferece preços desvantajosos.

Além disso, em relação à transferência de controle e às disposições do artigo 254-A da Lei das S.A., Fabio Konder Comparato<sup>59</sup> enfatiza que esse artigo, ao limitar a obrigação de fazer uma oferta pública de aquisição de ações apenas a empresas de capital aberto, introduziu um elemento disruptivo no cenário legal. Isso se deve ao fato de que, nas sociedades anônimas de capital fechado, os acionistas minoritários frequentemente se veem em uma situação na qual estão bloqueados, sem outra opção de comprador para suas ações além do controlador, que tende a

---

<sup>57</sup> CASQUET, Andréia Cristina Bezerra. **Alienação de Controle de Companhias Fechadas**. 1ª edição. São Paulo: Editora Quartier Latin. 2015, p. 128

<sup>58</sup> COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6ª edição. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2017, p. 315

<sup>59</sup> COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6ª edição. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2017, p. 172

oferecer preços desfavoráveis por elas.<sup>60</sup>

## 5.2. A Oferta Pública de Aquisição Hostil

As Ofertas Públicas de Aquisição (OPAs) para adquirir o controle de uma empresa podem ser divididas em duas categorias: amigáveis ou hostis. Neste segmento, concentraremos nossa análise na OPA hostil, também conhecida como "hostile takeovers".

É importante ressaltar que a legislação brasileira não possui uma regulamentação específica para as OPAs de aquisição de controle hostil. Portanto, nessas situações, são aplicadas as disposições existentes nas regulamentações que normalmente se aplicam às OPAs amigáveis, conforme previsto na Lei das Sociedades por Ações (LSA) e na Instrução da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) nº 361/02.

Consideramos hostis as OPAs que enfrentam resistência ou rejeição por parte da administração e dos controladores da empresa-alvo. De acordo com Modesto Carvalhosa, na prática, a natureza hostil da oferta geralmente está associada ao seu preço, ou seja, quando o preço oferecido está abaixo do valor de mercado ou não reflete adequadamente a futura rentabilidade da empresa.<sup>61</sup>

Nesse contexto, é a administração da empresa que decide se a oferta é classificada como hostil ou não. Isso ocorre porque, além de representar a empresa, eles têm o conhecimento mais aprofundado sobre o valor da empresa e o impacto potencial da oferta no futuro da empresa. No entanto, de acordo com Alberto Venancio Filho, nem sempre a recusa dos administradores decorre do fato de a oferta ser prejudicial para a empresa; muitas vezes, essa recusa está relacionada ao medo dos administradores de serem substituídos no comando da empresa e perderem seus cargos e influência.<sup>62</sup>

---

<sup>60</sup> COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6ª edição. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2017, p. 172

<sup>61</sup> CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Fernando. **Sociedades Anônimas Vol. 3**. 2ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018, p.50.

<sup>62</sup> CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Fernando. **Sociedades Anônimas Vol. 3**. 2ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018, p.50.

Portanto, o receio de uma oferta hostil serve como incentivo para que os administradores e os controladores minoritários priorizem a maximização do valor das ações da empresa como uma maneira de desencorajar tentativas de tomada de controle hostil. No entanto, existem mecanismos de defesa que as empresas podem adotar para prevenir e impedir a ocorrência de OPAs hostis. No próximo capítulo deste trabalho, abordaremos esses mecanismos de defesa conhecidos como *poison pills* e como eles funcionam.

## 6. AS POISON PILLS COMO MECANISMO DE DEFESA DOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS

Com base nas análises feitas até este ponto, podemos concluir que tanto a legislação quanto as práticas adotadas pelo mercado têm como objetivo principal assegurar que os acionistas minoritários sejam tratados de forma justa em relação aos acionistas controladores, considerando suas respectivas participações, e prevenir abusos que possam resultar em violações das leis empresariais em vigor.

A partir desse pressuposto, esta monografia se dedica a explorar a classe mais importante e relevante de mecanismos destinados a proteger os acionistas minoritários em casos de mudança de controle, conhecidos como "poison pills".

Conforme Modesto Carvalhosa<sup>63</sup> descreve, as poison pills são instrumentos legais adotados pelas empresas para tornar mais difícil a aquisição do controle por meio de ofertas hostis, que, como mencionado anteriormente, são aquelas feitas diretamente aos acionistas dispersos no mercado de ações sem consulta prévia à administração da empresa ou por meio de operações em etapas, conhecidas como "escaladas em bolsa".

Adicionalmente, é relevante mencionar as classificações doutrinárias frequentemente utilizadas para as poison pills. De acordo com Barroso do Nascimento<sup>64</sup>, os mecanismos de defesa podem ser classificados como: (i) preventivos ou posteriores; e (ii) estatutários, contratuais ou legais. Além disso, existem classificações específicas para as modalidades de poison pill: (i) flip-in; (ii) flip-over; e (iii) put plan.

As medidas preventivas são aquelas adotadas antes da ocorrência da troca de controle que desencadeará a poison pill. Já as medidas posteriores são implementadas quando já está em andamento uma tentativa de aquisição de controle, com o início do processo de aquisição sendo geralmente marcado pela

---

<sup>63</sup> CARVALHOSA, Modesto. **As Poison Pills Estatutárias na Prática Brasileira: alguns aspectos de sua legalidade**. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos de. **Direito Societário: Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 22.

<sup>64</sup> NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. **Medidas defensivas à tomada de controle de companhias**. 2ª edição, São Paulo: Quartier Latin, 2019, pp. 165-171

comunicação oficial da transferência de controle ao mercado. Determinar o momento em que a poison pill entra em vigor é de grande importância nas discussões sobre a violação de deveres da administração e a possível responsabilidade dos administradores em relação à adoção de medidas defensivas em resposta a uma oferta hostil.

Quanto à classificação de estatutárias, refere-se aos mecanismos de defesa estabelecidos nos estatutos sociais das empresas. As poison pills contratuais são aquelas incluídas em acordos celebrados pelas empresas, como contratos de compra e venda de ações ("Share Purchase Agreements" - SPA) e acordos de acionistas ("Shareholders Agreements" - SHA). Já as medidas defensivas legais são aquelas estabelecidas pela legislação atual e são aplicáveis a todas as empresas, independentemente de haver ou não previsão desses mecanismos em contratos ou estatutos.

No que diz respeito às poison pills flip-in, elas permitem que os acionistas, com exceção do controlador, subscrevam ações da empresa-alvo a preços mais baixos do que os praticados no mercado. Por outro lado, as poison pills flip-over são o oposto, concedendo aos acionistas o direito de adquirir ações da adquirente (ou seja, da empresa resultante da operação) a preços inferiores aos praticados no mercado. Por fim, o put plan consiste no direito concedido aos acionistas que não aderirem a uma determinada OPA de venderem suas participações por um valor considerado justo.<sup>65</sup>

### **6.1. Classificação das *Poison Pills***

As poison pills estatutárias encontradas com mais frequência nas empresas de capital aberto brasileiras são categorizadas em dois tipos, de acordo com a classificação de Modesto Carvallhosa.<sup>66</sup>

O primeiro tipo, conhecido como "Tipo A" da poison pill, é ativado quando alguém adquire uma porcentagem específica das ações com direito a voto da

---

<sup>65</sup> CARVALHOSA, Modesto. **As *Poison Pills* Estatutárias na Prática Brasileira**: alguns aspectos de sua legalidade. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos de. **Direito Societário: Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 25.

<sup>66</sup> CARVALHOSA, Modesto. KUYVEN, Fernando. **Sociedades Anônimas Vol. 3**. 2ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018, p. 565.

empresa no mercado de ações ou na bolsa de valores, conforme previamente estabelecido nos estatutos sociais da empresa. Essa porcentagem costuma variar na prática, geralmente situando-se entre 10% e 35%. Quando essa porcentagem é adquirida por meio de compras no mercado de ações, os estatutos determinam que uma Oferta Pública de Aquisição (OPA) deve ser realizada para adquirir todas as ações da empresa que estão em circulação no mercado.<sup>67</sup>

O segundo tipo, conhecido como "Tipo B" da poison pill, tem o objetivo de restringir a aquisição de novas ações por parte de um acionista que já comprou uma porcentagem específica das ações minoritárias da empresa no mercado. Nesse cenário, o acionista é obrigado a comunicar sua intenção de adquirir mais ações à direção de relações com investidores da empresa e ao diretor de leilões da BM&FBovespa. Esse aviso resultará na realização de um leilão das ações, no qual tanto o acionista que deseja adquirir mais ações quanto terceiros e outros acionistas podem participar.<sup>68</sup>

Um estudo conduzido por Érica Gorga demonstrou que o uso das poison pills do "Tipo A" e "Tipo B" é comum nas empresas brasileiras<sup>69</sup>. De acordo com esse estudo realizado em 2008, das 84 empresas sem um acionista controlador analisadas, aproximadamente 56% delas incluíram cláusulas de poison pills do "Tipo A" ou "Tipo B" nos estatutos, ou até mesmo elementos dos dois tipos. Além disso, o estudo revelou que a maioria das empresas adotou ou apenas o "Tipo A" ou uma combinação do "Tipo A" com o "Tipo B", enquanto raramente uma empresa adotou exclusivamente o "Tipo B".

## 6.2. Aplicabilidade da *Poison Pills* nas Empresas Brasileiras

Das 112 empresas listadas no segmento, pelo menos 66 estão sob controle majoritário, o que significa que são controladas por um acionista ou grupo de

---

<sup>67</sup> CARVALHOSA, Modesto. KUYVEN, Fernando. **Sociedades Anônimas Vol. 3.** 2ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018, p.565.

<sup>68</sup> CARVALHOSA, Modesto. KUYVEN, Fernando. **Sociedades Anônimas Vol. 3.** 2ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018, p. 565.

<sup>69</sup> GORGA, Érica. Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries. **Northwestern Journal of International Law and Business.** Cornell Law Faculty Publications, 2009.

acionistas que juntos possuem mais de 50% do capital social votante. Isso representa a maioria esmagadora das empresas listadas no Novo Mercado, totalizando cerca de 60% do setor.

Dentro desse grupo de 66 empresas, 29 têm disposições de poison pill em seus estatutos, o que é um número significativo, considerando o desafio prático que um takeover hostil representa quando o controle é majoritário. No entanto, em alguns casos, o estatuto dessas empresas estipula que a poison pill só se aplica se o controle for do tipo difuso. Isso significa que a pílula só entra em vigor quando o controle é detido por menos de 50% do capital social votante ou por um grupo de acionistas não vinculados por um acordo de voto comum e não representam um interesse compartilhado.

Essa previsão estatutária, condicionando a aplicação da poison pill ao controle difuso de que o uso dessa medida serve como um incentivo para aumentar a dispersão acionária. Isso permite que o atual controlador majoritário, que detém mais de 50% do capital social votante, passe a controlar a empresa com menos da metade desse capital.

No caso das outras empresas que não têm controle majoritário (46 empresas), 29 delas possuem poison pill em seus estatutos.

### **6.2.1. Cláusulas Pétreas ou Pílulas Blindadas**

A questão de se atribuir às cláusulas de poison pill o caráter de "cláusulas pétreas" nos estatutos sociais das empresas de capital aberto é um tema bastante controverso na doutrina empresarial. Secchi Munhoz aborda esse assunto e acredita que:

Também é comum que a OPA estatutária venha entrincheirada, isto é, acompanhada de outras cláusulas que visam a impedir sua modificação ou supressão. São duas as modalidades mais frequentes: (i) a imposição, ao acionista que votar a favor da modificação ou da supressão da cláusula, do dever de realizar a OPA estatutária; e (ii) a suspensão dos direitos de voto do acionista que, ao adquirir a participação acionária mínima nela prevista, deixar de formular a oferta, com fundamento no art. 120 da Lei das S.A.<sup>70</sup>

---

<sup>70</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de Controle na Sociedade Anônima**, São Paulo: Editora Saraiva, 2013, p.333.

Para esclarecer como essas sanções podem ser incorporadas a um estatuto social, podemos analisar a redação dos parágrafos 5º e 11 do artigo 39 do Estatuto Social da Lojas Renner S.A.<sup>71</sup>

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

Parágrafo 11 - A alteração que limite o direito dos acionistas à realização da OPA prevista neste Artigo ou a exclusão deste Artigo obrigará o(s) acionista(s) que tiver(em) votado a favor de tal alteração ou exclusão na deliberação em Assembleia Geral a realizar a OPA prevista neste Artigo.<sup>72</sup>

A controvérsia em torno desse tema se concentra na imposição de sanções aos acionistas que votarem a favor da alteração ou exclusão da cláusula de poison pill que prevê a realização da OPA estatutária. Isso ocorre porque considera-se juridicamente questionável a inclusão de uma cláusula que restrinja o direito de voto de um acionista.

Nesse contexto, Modesto Carvalhosa oferece a seguinte visão:

Sobre a sanção (...), é importante observar a extrema ilegalidade desse tipo de disposição estatutária. Leva esse teratológico dispositivo estatutário a uma situação de imutabilidade da *poison pill* estatutária, pois esta, uma vez alterada ou excluída do estatuto, causa efeitos devastadores no patrimônio

---

<sup>71</sup> Estatuto Social das Lojas Renner S.A. Artigo 39 - Qualquer pessoa ou Grupo de Acionistas que adquira ou se torne titular de ações de emissão da Companhia, em quantidade igual ou superior a 20% (vinte por cento) do total de ações de emissão da Companhia ("Acionista Comprador") deverá, no prazo máximo de 60 (sessenta) dias a contar da data de aquisição ou do evento que resultou na titularidade de ações em quantidade igual ou superior a 20% (vinte por cento) do total de ações de emissão da Companhia, realizar ou solicitar o registro de, conforme o caso, uma OPA da totalidade das ações de emissão da Companhia, observando-se o disposto na regulamentação aplicável da CVM, os regulamentos da B3 e os termos deste Artigo. Disponível em: <<http://lojasrenner.mzweb.com.br/governanca-corporativa/estatuto-e-politicas/>>. Acesso em 17 out. 2022.

<sup>72</sup>Estatuto Social das Lojas Renner S.A Disponível em: <<http://lojasrenner.mzweb.com.br/governanca-corporativa/estatuto-e-politicas/>>. Acesso em:17 out. 2022.

dos acionistas que a excluíram, mesmo que não tenha participado de nenhuma transação que leva ao acionamento do gatilho.<sup>73</sup>

Dada essa situação e a controvérsia gerada por essa disposição, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) emitiu uma opinião sobre o assunto por meio do Parecer de Orientação CVM nº 36/09<sup>74</sup>. Nesse parecer, a CVM afirmou que essa disposição de prejudicar os acionistas que votarem pela supressão ou alteração das cláusulas que preveem a OPA estatutária não está de acordo com diversos princípios e normas da legislação societária, principalmente com os artigos 115, 121, 122, I e 129 da Lei das Sociedades por Ações (LSA). No entanto, a CVM não proibiu completamente tais cláusulas, apenas declarou que não aplicaria penalidades em processos administrativos aos acionistas que votassem pela supressão ou alteração das cláusulas de poison pill estatutária

Portanto, ainda existem controvérsias quanto à aplicação das cláusulas de poison pill no Brasil. Além disso, se essas cláusulas forem inseridas como cláusulas pétreas, surgem dúvidas sobre sua legalidade, validade e aplicabilidade. No entanto, esse instrumento oferece uma certa segurança à administração e aos próprios acionistas, pois impede a desestabilização da empresa por meio da aquisição de controle no mercado de ações.

---

<sup>73</sup> CARVALHOSA, Modesto. KUYVEN, Fernando. **Sociedades Anônimas Vol. 3.** 2ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018, p. 567.

<sup>74</sup> A CVM entende que a aplicação concreta dessas disposições acessórias [ônus aos acionistas que votarem pela supressão ou alteração das cláusulas de proteção à dispersão acionária] não se compatibiliza com diversos princípios e normas da legislação societária em vigor, em especial os previstos nos arts. 115, 121, 122, I, e 129 da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Por esse motivo, a CVM não aplicará penalidades, em processos administrativos sancionadores, aos acionistas que, nos termos da legislação em vigor, votarem pela supressão ou alteração da cláusula de proteção à dispersão acionária, ainda que não realizem a oferta pública prevista na disposição acessória. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Parecer de Orientação CVM 36, 23 jun. 2009. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare036.html>. Acesso em: 17 out. 2022.

## 6. CONCLUSÃO

Dessa forma, conforme o exposto acima, podemos identificar dois pontos cruciais:

(i) A importância de considerar atentamente o regime de proteção dos acionistas minoritários estabelecido na Lei das S.A. ao elaborar estatutos sociais e contratos, tanto para empresas de capital aberto quanto para empresas de capital fechado. Isso se torna particularmente relevante devido ao risco de abuso de poder por parte do controlador e ofertas para aquisição de controle.

(ii) Algumas disposições das poison pills podem se tornar verdadeiros obstáculos para os acionistas minoritários, especialmente quando sua aplicação é distorcida, limitando a circulação das ações e tornando a administração da empresa imutável, frequentemente em benefício do controlador.

Além disso, ao analisar as proteções legalmente conferidas aos acionistas minoritários, fica evidente uma falta de regulamentação adequada pela Lei das S.A. quando se trata da classe minoritária em transações de aquisição de controle em empresas de capital fechado. Isso reflete uma grande autonomia concedida ao controlador em comparação com os minoritários.

Como observado, as poucas disposições na Lei das S.A. que visam proteger os acionistas minoritários se aplicam principalmente a empresas de capital aberto, deixando os acionistas minoritários de empresas de capital fechado, que constituem uma parte significativa das sociedades anônimas no Brasil, desprotegidos. Portanto, a solução para essas lacunas legislativas está na implementação de mecanismos de proteção estabelecidos contratualmente com o controlador, além das disposições dos estatutos sociais das empresas, a fim de garantir a segurança dos acionistas minoritários. Essas proteções frequentemente abordam restrições à circulação das ações dos minoritários e do controlador, bem como a possibilidade de subscrição de novas ações pelos minoritários, especialmente em caso de mudança de controle acionário.

No mais, temos observado um sério desvio na aplicação das poison pills, onde os controladores buscam evitar o uso desses mecanismos de proteção, visando lucros maiores com a venda de suas participações ou, até mesmo, usando as poison pills para restringir a administração de maneira ineficaz e alinhada com seus

interesses nas empresas, tornando esses mecanismos como cláusulas rígidas nos estatutos e contratos das empresas, o que claramente entra em conflito com a legislação societária atual.

Consequentemente, há a necessidade de conduzir estudos adicionais para: (i) desenvolver novos mecanismos de proteção a serem incluídos na legislação societária para proteger os acionistas minoritários de empresas de capital fechado, semelhante às proteções existentes para empresas de capital aberto e a OPA obrigatória; e (ii) estabelecer limites legais claros para o uso de poison pills e outros mecanismos de proteção, a fim de garantir que eles sejam alternativas eficazes para proteger os acionistas minoritários em empresas de capital aberto e fechado, evitando casos frequentes de abuso de controle e aquisições hostis que vão contra os interesses das empresas.

## 7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

### Livros

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### Legislação

\_\_\_\_\_. **Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002**. Institui o Código Civil. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 11 jan. 2002. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/L10406\\_compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406_compilada.htm)>. Acesso em: 14 set. 2022.

BRASIL. **Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm)>. Acesso em: 13 out. 2022.

**Parecer de Orientação CVM 36, 23 jun.** 2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>.

gov.br /legislacao/pareceres-orientacao/pare036.html>. Acesso em: 17 out. 2022.

### **Artigos eletrônicos**

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

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

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