

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL

FACULDADE DE DIREITO
CURSO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E SOCIAIS

JUAN FELIPE NUNES SANCHEZ

**O ENTRINCHEIRAMENTO DAS POISON PILLS NAS COMPANHIAS
BRASILEIRAS**

Da adesão à invalidade das cláusulas pétreas

PORTO ALEGRE

2022

JUAN FELIPE NUNES SANCHEZ

**O ENTRINCHEIRAMENTO DAS POISON PILLS NAS COMPANHIAS
BRASILEIRAS**

Da adesão à invalidade das cláusulas pétreas

Trabalho de Conclusão de Curso como
requisito parcial à obtenção do título de
Bacharel em Direito da Faculdade de Direito
da Universidade Federal do Rio Grande do
Sul.

Orientador: Prof. Dr. Carlos Klein Zanini

PORTO ALEGRE

2022

CIP - Catalogação na Publicação

Sanchez, Juan Felipe Nunes
O ENTRINCHEIRAMENTO DAS POISON PILLS NAS COMPANHIAS
BRASILEIRAS: Da adesão à invalidade das cláusulas
pétreas / Juan Felipe Nunes Sanchez. -- 2022.
94 f.
Orientador: Carlos Klein Zanini.

Trabalho de conclusão de curso (Graduação) --
Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade
de Direito, Curso de Ciências Jurídicas e Sociais,
Porto Alegre, BR-RS, 2022.

1. Poison Pills. 2. Mercado de Capitais. 3. Tomada
de Controle. 4. Medidas Defensivas. I. Zanini, Carlos
Klein, orient. II. Título.

Elaborada pelo Sistema de Geração Automática de Ficha Catalográfica da UFRGS com os dados fornecidos pelo(a) autor(a).

JUAN FELIPE NUNES SANCHEZ

**O ENTRINCHEIRAMENTO DAS POISON PILLS NAS COMPANHIAS
BRASILEIRAS**

Da adesão à invalidade das cláusulas pétreas

Trabalho de Conclusão de Curso
apresentado como requisito parcial  
obten o do título de bacharel em Ciências
Jurídicas e Sociais da Faculdade de Direito
da Universidade Federal do Rio Grande do
Sul.

Orientador: Prof. Dr. Carlos Klein Zanini

Aprovado em: PORTO ALEGRE, 11 de outubro de 2022.

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. Carlos Klein Zanini
Universidade Federal do Rio Grande do Sul

Prof.^a Dra. Giovana Valentiniano Benetti
Universidade Federal do Rio Grande do Sul

Prof. Dr. Marco Ant nio Karam Silveira
Universidade Federal do Rio Grande do Sul

RESUMO

Nos anos 2000, o mercado de capitais brasileiro buscou referências externas em favor de sua modernização. Para isso, legislador, regulador e atores do setor pensaram em soluções jurídicas para otimizar e aperfeiçoar a sistemática empresarial nacional. Assim, foi incorporado aos estatutos sociais um instrumento de proteção às tomadas hostis de controle: as poison pills brasileiras. Entretanto, considerando as divergências entre o âmbito de concepção dessas medidas e a realidade brasileira, observa-se que as poison pills nacionais não tem cumprido a sua função, sendo inócuas e contraproducentes para as empresas brasileiras. Mais do que isso, as poison pills brasileiras costumam vir acompanhadas de uma cláusula de imutabilidade, a qual impede a alteração ou remoção das poison pills estatutárias, ou seja, provisão que visa cercear o direito de voto do acionista, ainda que no interesse social, se implicar mudança no conteúdo da medida defensiva à tomada de controle. É dizer, o design das medidas essencialmente brasileiras destoa das práticas internacionais, inovando no sentido de retirar um aspecto essencial da cláusula, qual seja a possibilidade de desarme da cláusula. Assim, verifica-se que os efeitos contraproducentes e lesivos aspiram à perpetuidade pela a inserção da cláusula pétrea acessória às poison pills brasileiras – implicam o verdadeiro entrincheiramento das poison pills nas companhias brasileiras. Esse enraizamento mostra-se decorrente de cláusula contratual essencialmente ilícita e, em alguns casos, de impossível cumprimento. Logo, não podendo ser válida nos termos da legislação civil. Da mesma forma, além de contrárias ao direito brasileiro, não podem ser sanadas ou parcialmente reformadas, de modo que se depreende a incontestável nulidade das cláusulas pétreas, em seu inteiro teor, ou de qualquer provisão que vise ao entrincheiramento por método semelhante. Por fim, caberá um esforço legislativo e regulatório para que não sejam criadas novas cláusulas com vieses semelhantes, conforme já se faz para as companhias a serem listadas no Novo Mercado da B3, bem como para que se determine a remoção das cláusulas pétreas já existentes.

Palavras-chave: *Poison Pills*. Tomadas hostis de controle. Entincheiramento nas companhias. Cláusula Pétrea nos estatutos. Medidas Defensivas.

ABSTRACT

In the 2000's, the Brazilian capital market search external references for your modernization. Thereunto, legislator, regulator and sector agents thought in legal solutions to optimize and improve the national corporate systematic. Thus, were incorporated to the bylaws a protection tool against hostile takeovers: the Brazilian poison pills. However, considering the distinctions between the original conception environment of this anti-takeovers defenses and the Brazilian reality, it can be observed that the Brazilian poison pills does not have accomplished their purpose, seen to be innocuous and counterproductive for the Brazilian companies. More than that, the Brazilian poison pills usually come with a immutability clause which prohibits the poison pills alteration or removal, in other words, a provision that aims to restrain the shareholders voting rights, though in the corporate interest, even if imply a change in the shark repellent content. Therefore, the Brazilian defensive measures design differ from the international practice, innovating by the removal of an essential aspect, the possibility of clause disable. Thus, it seems clear that the counterproductive and harmful effects aspire the perpetuity by the insertion of a deadlock provision attached to the Brazilian poison pills - it imply the truly poison pills entrenchment in the Brazilian companies. This enroot shows it self as consequence of a contractual clause essentially illegal and, in some cases, even impossible to fulfill. Then, it cannot be considered as valid according to the civil legislation. Moreover, beyond the opposition to the Brazilian law, it cannot be remedied or partly rectified, so that can be seen the undeniable nullity of the immutability clause, as a whole, or of any other provision with similar entrenchment purpose. Finally, it will be necessary an legislative and regulatory effort to restrain the creation of new clauses with the same biases, in accordance to what already is applied to the companies wishing to join the Novo Mercado of B3, and also to determine the removal of the existing immutability clauses.

Keywords: Poison Pills. Hostile takeovers. Entrenchment in the companies. Deadlock provision in the bylaws. Defensive measures.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	9
2 O SURGIMENTO DAS <i>POISON PILLS</i>	11
2.1 OS PRIMEIROS CASOS DE MEDIDAS DEFENSIVAS ÀS TAKEOVERS BIDS E A REGULAÇÃO NAS BOLSAS INTERNACIONAIS	11
2.2 AS <i>POISON PILLS</i> COMO SOLUÇÃO ÀS TAKEOVER BIDS.....	14
2.3 A REALIDADE BRASILEIRA: PANORAMA DO CENÁRIO EMPRESARIAL NACIONAL DO SÉCULO XX	17
2.3.1 A CONCENTRAÇÃO DO CAPITAL	18
2.3.1.1 O EMPREENDEDORISMO ESTATAL.....	19
2.3.1.2 A FORMAÇÃO DOS GRUPOS FAMILIARES EMPRESARIAIS	21
2.3.1.3 A EVOLUÇÃO DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS E DO MERCADO DE CAPITAIS.....	25
2.4 A EXPANSÃO DA BOLSA BRASILEIRA: ASPECTOS BÁSICOS DA ESTRUTURA DA S.A. DO BRASIL.....	26
2.4.1 A ADEQUAÇÃO DA LEGISLAÇÃO SOCIETÁRIA PARA O MERCADO DE CAPITAIS.....	28
2.4.2 PAPEL DA CVM NO DESENVOLVIMENTO DO MERCADO: REGULAÇÃO DAS <i>POISON PILLS</i> BRASILEIRAS	28
2.4.3 A ATUAÇÃO DA BOLSA DE VALORES: ESTÍMULO ÀS BOAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA.....	29
2.4.4 AS SOLUÇÕES DE MERCADO: IMPORTAÇÃO DA <i>POISON PILL</i>	30
3 <i>POISON PILL</i> À BRASILEIRA: O ARQUÉTIPO DO CONTROLE ACIONÁRIO E A SUA ALIENAÇÃO EM BOLSA OU BALCÃO	34
3.1 O EFETIVO PODER DE CONTROLE NAS COMPANHIAS	36
3.1.1 A TIPIIFICAÇÃO DO CONTROLE	39
3.1.2 A TRANSFERÊNCIA DO CONTROLE E OS INTERESSES RELACIONADOS	
44	
3.1.2.1.1 A TOMADA “HOSTIL” DO CONTROLE	45
3.1.2.2 A PERTINÊNCIA DA IMPORTAÇÃO DAS <i>POISON PILLS</i>	50
4 O DESIGN DA <i>POISON PILL</i> BRASÍLICA: OBRIGAÇÃO DE REALIZAR A OFERTA PÚBLICA DE AÇÕES	54
4.1. ARAPUCA À TOMADA DE CONTROLE HOSTIL NO BRASIL	54

4.1.1 O GATILHO PARA ATIVAÇÃO DA OPA.....	58
4.1.2 PREDETERMINAÇÃO DO PREÇO DA OPA	59
4.1.3 AS “CLÁUSULAS PÉTREAS”	61
4.2. ALTERAÇÃO DO RUMO DAS CLÁUSULAS DE PROTEÇÃO À DISPERSÃO ACIONÁRIA.....	62
4.3. O ENTRINCHEIRAMENTO DAS <i>POISON PILLS</i> : OPOSIÇÃO DAS CLÁUSULAS PÉTREAS AO DIREITO BRASILEIRO	69
4.3.1. A USURPAÇÃO DO DIREITO DE VOTO	74
4.3.2. A VIOLAÇÃO DA SUPREMACIA ASSEMBLEAR E A SUBVERSÃO DO PRINCÍPIO MAJORITÁRIO.....	78
4.3.3. DA (IN)VALIDADE DA CLÁUSULA DE IMUTABILIDADE	79
5. CONCLUSÃO	84
REFERÊNCIAS.....	87

1 INTRODUÇÃO

Com o desenvolvimento da economia brasileira, os atores do mercado de capitais demandavam melhores práticas de governança e inovações que elevassem o patamar da bolsa brasileiras ao das bolsas internacionais. Assim sendo, ao longo das últimas décadas, pode-se ver o surgimento de novidades legislativas, regulatórias e contratuais em favor de um mercado de capitais mais hígido, como a promulgação da Lei nº 10.303/2001, a criação do Novo Mercado e de técnicas contratuais e estatutárias.

Dentre essas inovações, muitas advêm do direito estrangeiro como um exercício de importação de mecanismos típicos de outras jurisdições adaptadas para o direito nacional. Tal prática, destaca-se que é comum em todo ramo do direito, de modo que, por exemplo, o controle de constitucionalidade encontra substrato no *judicial review* de *Marbury v. Madison*. Para tanto, este trabalho analisa uma das cláusulas mais controversas nos estatutos das companhias brasileiras, cuja origem reputa-se principalmente à tradição da *common law*: a *poison pill* brasileira ou “Cláusula de Proteção à Dispersão Acionária”, baseada na *poison pill* elaborada por Martin Lipton e provisão do art. 5º da Directiva 2004/25/CE.

Contudo, dada a imensa diferença entre os ordenamentos jurídicos, não se pode, usualmente, realizar transplantes por mero exercício de justaposição de mecanismo de determinada jurisdição para outra. No caso das *poison pills*, criaram-se em contexto completamente diferente ao brasileiro, tendo em vista a dissonância tanto na tradição jurídica quanto empresarial entre Brasil e Estados- Unidos. Dessa forma, busca-se, por meio deste estudo, compreender as razões para essa adesão das *poison pills* à moda brasileira.

Além da abordagem de primeiro plano sobre questões relevantes para a compreensão do tema, como o aspecto histórico e o desenvolvimento do mercado e das suas normas, não se visa apenas ao debate da adesão das *poison pills*, mas principalmente o seu funcionamento. É dizer, o presente trabalho pode ser dividido em duas partes: uma primeira destinada à análise das bases e panorama sobre o tema; e uma segunda voltada para ao debate sobre a forma que se deu a importação dessa medida defensiva para o direito brasileiro, direcionando-se, pois, para ao exame da grande inovação essencialmente brasílica – a cláusula pétrea.

Nesse viés, vislumbra-se que, apesar da boa experiência norte-americana, a *poison pill* brasileira não teve sua eficácia posta à prova, dada a vagueza de casos empíricos de tomadas hostis. Dessa forma, não existe uma conclusão firme sobre a sua pertinência ou não, isto é, se a invenção brasileira é proveitosa ou não. Partindo dessa premissa, justifica-se a necessidade do debate doutrinário acerca das *brazilian pills* em seu amplo panorama, mas principalmente em relação ao seu aspecto singular e de maior instigação, qual seja a cláusula acessória de imutabilidade.

Em suma, considerando que as *poison pills* brasileiras já são controversas, a cláusula pétrea, responsável por garantir sua eficácia, gera ainda mais divergências, uma vez que potencializa os desdobramentos, quer sejam positivos ou negativos. É dizer, a cláusula de imutabilidade teria o condão de aumentar a segurança jurídica dos acionistas ou, em outro caso, perpetuar os vícios presentes nas *brazilian pills*, impedindo qualquer correção.

Destarte, o cerne do presente estudo é análise da importação das *poison pills* e avaliação do design da cláusula de proteção acionária direcionada, mais especificamente, para a cláusula pétrea – inovação tipicamente brasileira. Iniciando por uma perspectiva histórica, aspira-se, por meio da compreensão do processo de incorporação do instituto estrangeiro e da sistemática do poder de controle no Brasil, identificar o caráter, natureza, finalidade e pertinência da cláusula pétrea nos estatutos das companhias brasileiras.

2 O SURGIMENTO DAS POISON PILLS

2.1 OS PRIMEIROS CASOS DE MEDIDAS DEFENSIVAS ÀS TAKEOVERS BIDS E A REGULAÇÃO NAS BOLSAS INTERNACIONAIS

Os primeiros registros acerca das *hostile takeovers*¹ ocorreram na Europa, mais especificamente no Reino Unido.² Na época, as ofertas consistiam somente em convencer o Conselho de Administração da sociedade-alvo a vender as suas ações, recomendando aos demais acionistas da companhia a fazerem o mesmo.³ Entretanto, na década de 1950, é possível observar a intensificação das tomadas hostis de controle, seguidas, pois, da pronta regulação das *takeover bids*⁴ pela *common law*.⁵

Contudo, invariavelmente as *tender offers* se apresentou com maior pujança nos Estados Unidos, perto do ano de 1968, recebendo sucessivamente maior destaque pelos tribunais, empresas e juristas da época.⁶ Nessa linha, passou-se a se discutir a regulamentação das aquisições de companhias nos Estados Unidos, na medida que a disposição de leis e precedentes sobre a matéria eram mínimos,⁷ regulando-se quase que apenas pelo *Securities Act* de 1933 e pela iniciativa privada e alguma análise isolada pelas cortes.⁸

¹ O termo se refere às “Tomadas hostis de controle”. (tradução nossa).

² Na Europa continental, a cultura do mercado de capitais era distinta da experiência britânica, uma vez que mais da metade das companhias listadas, nos países da Europa continental, como Bélgica, Alemanha e Itália, possuíam um bloco de controle sólido e definido, na medida que no Reino Unido apenas 9.9% das companhias abertas detinham um controlador definido. BERGLÖF, Erik; e BURKART, Mike, European Takeover Regulation. *Economic Policy*. V.18, n. 36, 15 jul. 2003. p.171-213. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=405660>. Acesso em: 01 jun. 2022.

³ FERREL, Allen. Why Continental European Takeover Law Matters. *Harvard Law and Economics Discussion Paper* n. 0454, 7 fev. 2004, p.10. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=500125. Acesso em: 30 jun. 2022.

⁴ O termo se refere às “Ofertas de tomada de controle”. (tradução nossa).

⁵ Ibid. p.11.

⁶ RAVENSCRAFT, David J. *The 1980 Merger Wave: An Industrial Organization Perspective*. *Federal Reserve Bank of Boston*, vol. 31, 1987. p. 17-18. Disponível em: <https://www.bostonfed.org/-/media/Documents/conference/31/conf31b.pdf>. Acesso em: 30 jun. 2022.

⁷ Conforme Martin Lipton e Paul K. ROWE: “A melhor forma para entender as atuais aquisições hostis é rever o desenvolvimento histórico que as originaram, em 1985, até o panorama legal atual.” “*The best way to understand the current attacks on Delaware is to review the historical developments that gave birth, in 1985, to the current legal framework*”. LIPTON, Martin; ROWE, Paul K. Pills, Polls and Professors. *A Reply to Professor Gilson*. New York University Center for Law and Business Research Paper, n. 01-006, abr. 2001, p. 5. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=398060. Acesso em: 02 jul 2022. (tradução nossa).

⁸ COFFEE JR., John C. *The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control*. The Center for Law and Economic Studies Working Paper. n. 182, jan. 2000, p. 2. Disponível em: https://scholarship.law.columbia.edu/faculty_scholarship/1236. Acesso em 03 jul 2022.

Desse modo, diferente da Inglaterra que praticamente regulou as medidas defensivas ao vislumbrar os primeiros sinais de tomadas hostis, o debate no direito norte-americano perdurou por vários anos até que se evidenciasse uma posição consolidada.⁹ Os atores do mercado movimentavam-se a fim de encontrar uma solução para o impasse das *hostile takeovers*, cuja aplicação, muitas vezes, não corria pela inviabilidade prática.

Sobretudo, destaca-se que as tomadas hostis são justamente comuns aos mercados desenvolvidos de ampla dispersão acionária, evidenciando-se de forma mais aparente e vultuosa nesses cenários. Assim, não haveria lugar mais propício do que um mercado daquela magnitude e tão livre de restrições legais. Ou seja, essas aquisições costumam ocorrer no âmbito de exacerbado número de companhias sem controlador definido, cujo capital se encontra disperso ou pulverizado – características da bolsa norte-americana e britânica.¹⁰

No período em questão, inclusive, surgiram as chamadas “*proxy fights*”¹¹, como uma das poucas formas de tentativas de proteção à aquisição hostil, que consistia em disputas de pedidos públicos de procuração aos acionistas.¹² Entre os diversos casos, cita-se a luta entre Gillete Co. e a Coniston Partners, na qual após a Gillete ter se

⁹ Evidenciava-se justamente o oposto, a precariedade de regulamentação como uma das causas para a onda de fusões e aquisições (muitas delas hostis), especialmente, na década de 1980 nos Estados Unidos, conforme: “Os últimos três presidentes fizeram da desregulamentação uma questão chave. A maioria da ação de desregulamentação tem mirado para o panorama regulatório geral – aumentando a abrangência de novos regulamentos, submetendo novas e antigas regulamentação para avaliar o custo benefício, bem como para reduzir o orçamento das agências reguladoras. É incerto como essas mudanças afetaram a atividade de tomadas de controle. Entretanto, apenas antes ao início da atual onda de tomadas de controle foi instituído um número chave de desregulamentação de leis e regras para certas indústrias específicas. O impacto dessas mudanças regulatórias é bastante óbvio.” “*The last three Presidents have made deregulation a key goal. Most of the deregulatory action has been aimed at the general regulatory framework--increasing the oversight of new regulations, submitting new and old regulations to cost benefit tests, and cutting the budget of regulatory agencies. How these general changes affect merger activity is uncertain. However, just prior to the start of the current merger wave, a number of key deregulatory laws and rulings aimed at specific industries were instituted. The impact of these regulatory changes is more obvious.*” 3. RAVENSCRAFT, David J. *The 1980 Merger Wave: An Industrial Organization Perspective*. Federal Reserve Bank of Boston, vol. 31, 1987. p. 32. Disponível em: <https://www.bostonfed.org/-/media/Documents/conference/31/conf31b.pdf>. Acesso em: 30 jun 2022. (tradução nossa).

¹⁰ FERREL, Allen. *Why Continental European Takeover Law Matters*. Harvard Law and Economics Discussion Paper n. 0454, 7 fev. 2004, p.16. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=500125. Acesso em 30 jun 2022.

¹¹ O termo se refere às “Lutas pela procuração”. (tradução nossa).

¹² Basicamente, os administradores faziam pedidos públicos de procuração para os acionistas a fim de deter a maioria dos votos e, então, rejeitar a oferta hostil. Por sua vez, vale dizer qque pedidos públicos de procuração operam com mais restrições no Brasil, não sendo necessariamente institutos equivalentes, conforme as limitações previstas no capítulo IV, da Resolução CVM 81/22. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução n. 81, de 29 de março de 2022. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/001/resol081.pdf>. Acesso em: 30 jun. 2022.

defendido duas vezes da aquisição por parte da Revlon, sofreu uma terceira investida da Coniston durante seis meses, resultando em acordo entre as partes.¹³

Além disso, as normas dos Estados Unidos, sem levar em consideração o cenário econômico, impõe menos amarras as aquisições de participação acionária, de forma que, até hoje, a SEC,¹⁴ apenas exige que ao adquirir mais de 5% das ações da sociedade seja informada a intenção da aquisição em até 10 dias.¹⁵ Assim, em tese, permite-se a consolidação da posição de controlador antes do prazo para informar o regulador. Trata-se de uma demora lícita que na prática compromete a defesa da companhia-alvo.

Nesse sentido, tendo em vista a ausência de segurança para os acionistas dessas companhias, vide a falta de hígidez das medidas legislativas e regulatórias, era latente a eminente necessidade por um instrumento de proteção contra as operações de M&A que ocorriam à fórceps – a onda de *hostile takeovers*.

Assim sendo, apenas posteriormente poderia se evidenciar, de fato, nos EUA, o surgimento da base legal consolidada para regular as medidas defensivas,¹⁶ a partir do *Williams Act* de 1968 e, sobretudo, por meio dos precedentes da Suprema Corte de Delaware.¹⁷ Para tanto, faz-se referência aos primeiros e mais emblemáticos casos tratando da matéria: *Moran v. Household International Inc.*¹⁸ e *Unocal Corp. v.*

¹³ KENNEDY, Dana. Gillette and Coniston reach settlement over proxy fight. The Washington Post. Boston, 2 ago. 1998. Disponível em: <https://www.washingtonpost.com/archive/business/1988/08/02/gillette-and-coniston-reach-settlement-over-proxy-fight/18a77f86-e0f2-451b-9a3b-67e5539350a4/>. Acesso em: 21 jul. 2022.

¹⁴ Nos Estados Unidos, a *Securities and Exchange Commission (SEC)* é a agência nacional, independente, responsável por proteger os investidores e regular o mercado de capitais. É dizer, a SEC está para o mercado de capitais dos Estados Unidos, na medida que a CVM está para o mercado de capitais brasileiro. UNITED STATES SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *The Role of the SEC*. Disponível em: <https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/role-sec>. Acesso em: 27 de jun. 2022.

¹⁵ “Cronograma 13D é um formulário que deve ser preenchido para a *Securities and Exchange Commission (SEC)* dos Estados Unidos quando uma pessoa ou um grupo adquire mais de 5% das ações votantes de uma companhia. O cronograma 13D deve ser preenchido em até 10 dias após ter atingido o percentual de 5%.” (tradução nossa). “*Schedule 13D is a form that must be filed with the U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) when a person or group acquires more than 5% of a voting class of a company's equity shares. Schedule 13D must be filed within 10 days of the filer reaching a 5% stake.*”. UNITED STATES SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. Schedules 13D and 13G. Disponível em: <https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/glossary/schedules-13d-and-13g>. Acesso em: 21 jun. 2022. (tradução nossa).

¹⁶ NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas Defensivas a Tomada de Controle de Companhias*. 2ª ed. Revista, Ampliada e Atualizada. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 358-361.

¹⁷ LIPTON, Martin; ROWE, Paul K. Pills, Polls and Professors. A Reply to Professor Gilson. New York University Center for Law and Business Research Paper, n. 01-006, abr. 2001, p. 6. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=398060. Acesso em: 02 jul. 2022.

¹⁸ DELAWARE. SUPREME COURT. *Moran v. Household International Inc.*, 500 A.2d 1346. NEW CASTLE, 1985. Disponível em: <http://www.wlrk.com/docs/wlrk.vol4macmtab59.02.pdf>. Acesso em: 04 jul. 2022.

Mesapetroleum Co.,¹⁹ ambos ditando, pois, as futuras orientações para regulação das medidas defensivas à tomada de controle hostil nos EUA, bem como os princípios gerais a serem difundidos.

Nesse cenário de vácuo regulatório, incerteza jurídica e um mercado agressivo, os atores do cenário (administradores, economistas e advogados) não possuíam um *playbook* definido. Em outras palavras, conforme Martin Lipton,²⁰ não havia uma orientação segura e previsível de como reagir às ofertas hostis. Por consequência, na década de 80, esse referido advogado apresentou uma proposta de defesa às *takeover bids* chamada de “*Shareholders Rights Plans*” (SRP), mas restou mais conhecida como as famigeradas “*poison pills*”.²¹

2.2 AS POISON PILLS COMO SOLUÇÃO ÀS TAKEOVER BIDS

Em meio ao cenário anteriormente descrito, Martin Lipton trouxe como inovação as *poison pills*,²² que prontamente se popularizaram na medida que puderam funcionar como estabilizador do poder de controle nas companhias abertas, especialmente, nas de capital disperso. Em suma, o SRP, proposto por Lipton, possuía uma série de possíveis desdobramentos que, em termos práticos, tornavam a aquisição extremamente onerosa para o adquirente.

Sobre isso, vale dizer que as *poison pills*, não foram desenhadas para frear toda e qualquer incorporação, uma vez que, conforme Martin Lipton,²³ um grande *player*

¹⁹ DELAWARE. SUPREME COURT. *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946. NEW CASTLE, 1985. Disponível em: <https://static.reuters.com/resources/media/editorial/20190822/Unocal%20Corp%20v%20Mesa%20Petroleum%20Co.pdf>. Acesso em: 04 jul. 2022.

²⁰ LIPTON, Martin; ROWE, Paul K. Pills, Polls and Professors. *A Reply to Professor Gilson*. New York University Center for Law and Business Research Paper, n. 01-006, abr. 2001, p. 15. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=398060. Acesso em 02 jul 2022.

²¹ As *poison pills* são atribuídas ao Martin Lipton, advogado norte-americano, que é tido como o seu idealizador. Embora, não haja exatamente certeza de qual caso específico ensejou a criação do *Shareholders Rights Plan*, há diversos relatos que concedem a Lipton os créditos pela concepção da medida. *Ibid.* 18.

²² O termo “*poison pills*” teria sido atribuído por conta de um banqueiro, não advindo, pois, de Martin Lipton, que assim como outros via tal denominação como pejorativa. Inclusive, no Japão a medida defensiva, criada com base na inovação de Lipton, foi batizada apenas como “*Pill*”, evitando que soasse de forma negativa a cláusula. KOH, Alan K.; NAKAHIGASHI, Masafumi; e PUCHNIAK, Dan W. *Land of the Falling 'poison pill': Understanding Defensive Measures in Japan on Their Own Terms*. University of Pennsylvania Journal of International Law, p. 687–754, 2020, NUS Centre for Asian Legal Studies Working Paper 19/02, NUS EW Barker Centre for Law & Business Working Paper 19/02. fev. 2019. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3332481>. Acesso: 03 jul. 2022; e LIPTON, Martin; e ROWE, Paul K. *Op. Cit.*, p. 13.

²³ “Nesse sentido, deveria ser considerado que por nossas considerações não defendem que as medidas defensivas irão deter qualquer oferta pelas ações da companhia, mas as elas irão impedir os

com grande monta de capital disponível poderia suportar o ônus advindo da medida defensiva. O mecanismo surgiu, segundo João Pedro do Nascimento,²⁴ como um instrumento para que os acionistas e a administração consigam, além de barrar ofertas indesejadas, negociar com o possível adquirente para maximizar o valor a ser pago por ação ou tutelar o interesse social da maneira que julgassem mais adequada.

Nessa linha, no caso paradigmático *Moran v. Household*,²⁵ a Suprema Corte de Delaware não apenas legitimou a legalidade do SRP, mas também fixou a forma como os administradores devem agir diante de uma *tender offer*²⁶, ou seja, no melhor interesse da companhia e de seus acionistas, mantendo integralmente a necessidade de cumprimento dos seus deveres fiduciários – na concepção norte-americana.²⁷⁻²⁸

Por sua vez, os planos das *poison pills* originais são constituídos em direitos especiais que podem ser concedidos aos acionistas, seja de aquisição ou subscrição de ações em patamares consideravelmente abaixo dos preços de mercado, incluindo

tipos de tomadas hostis para as quais foram concebidas”. “*In that connection it should be noted that our recommendations are not shark repellants they will not deter an all cash bid for all of the shares of corporation but they do deter the types of raids they are designed to protect Against.*” LIPTON, Martin. *Takeovers: Protecting Shareholders Against Front-End Loaded Tender Offers and Bust-Up Proxy Fights*. New York: WACHTELL, LIPTON, ROSEN & KATZ, 13 dez. 1982. Disponível em: <https://theliptonarchive.org/wp-content/uploads/246-Takeovers-Protecting-Shareholders-Against-Front-End-Loaded-Tender-Offers-and-Bust-Up-Proxy-Fights-dated-December-13-1982.pdf>. Acesso em 01 set 2022. (tradução nossa).

²⁴ “As medidas defensivas não podem representar óbice absoluto e intransponível à toma de controle, formando-se o entendimento, com o julgamento do caso *Moran v. Household*, de que as medidas defensivas não podem impedir completamente e tornar impossível a tomada de controle, mas devem funcionar como método capaz de estruturar a defesa contra a tomada de controle hostil”. NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas Defensivas a Tomada de Controle de Companhias*. 2ª ed. Revista, Ampliada e Atualizada. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p.138.

²⁵ Os acionistas da Household detinham opções de compra, na forma de *flip over*, por conta de Plano de *poison pill* em seu estatuto. Assim, em suma, quando da tomada hostil de controle, que efetivamente incorporasse a companhia, os acionistas da Household poderiam adquirir ações da sociedade resultante da operação pela metade do seu valor. DELAWARE. SUPREME COURT. *Moran v. Household International Inc.*, 500 A.2d 1346. NEW CASTLE, 1985. Disponível em: <http://www.wlrk.com/docs/wlrk.vol4macmtab59.02.pdf>. Acesso em: 04 jul. 2022.

²⁶ O termo se refere às “Ofertas hostis”. (tradução nossa).

²⁷ Os deveres fiduciários, nome que recebe em tradução, são típicos e amplamente conhecido na *common law* como os deveres inerentes à posição que os administradores ocupam. Dessa forma: “Tem-se arguido que nos anos de 1980 as cortes de Delaware aplicaram à incidência de deveres fiduciários aos administradores no sentido para que resistam às negativas para retirar as *poison pills* apenas quando a oferta seja formulada de forma abusiva ou contra os interesses dos acionistas da companhia-alvo”. “*It has been argued that in the 1980s the Delaware courts applied fiduciary duties to directors in such a way as to sustain refusals to redeem poison pills only where the bid was formulated abusively as against the target shareholders.*” DAVIES, Paul; HOPT, Klaus; RINGE; Wolf-Georg. *Control Transactions*. in. KRAAKMAN, Reinier. *The Anatomy of Corporate Law: A comparative and Functional Approach*. 3 ed., Reino Unido: Oxford University Press, 2017, p. 218. (tradução nossa).

²⁸ Os artigos 153 ao 157, da Lei nº 6.404/76, preveem os deveres dos administradores no Brasil, analogamente aos *fiduciary duties* da *common law*, dentre os quais integram os de diligência, lealdade e informar a serem melhor tratados ao decorrer da presente tese. BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.

não só, mas também conversão e resgate.²⁹ Assim sendo, no modelo de *SRP* dos EUA (*poison pills* clássica) as companhias que sofressem uma oferta hostil poderiam, para diluir a base acionária, distribuir aos seus acionistas – na forma de dividendos – direitos à aquisição de ações de emissão em condições privilegiadas (exceto ao acionista que estivesse tentando tomar controle da companhia).³⁰

Partindo dessa premissa, indica-se que existem outras modalidades de *poison pills*, não se limitando apenas ao modelo *flip in/flip over* descrito em *Moran V. Household*, assim como outros modelos de medidas defensivas (apelidados como *Shark Repellent*)³¹, conforme apontado por João Pedro Scalzilli.³² O mecanismo acabou por cumprir o seu papel, sendo assentado à tradição da *common law*, vide os diversos precedentes que viriam a surgir, bem como a sua difusão no mercado, sendo utilizado até os dias atuais, com grande relevância, conforme se observa no estrondoso caso da tentativa de aquisição da Twitter Inc.³³

²⁹ CLARK, Robert Charles. *Corporate Law*. Boston/Toronto. Little, Brown and Company, 1986, p. 574.

³⁰ A enfoque do presente texto não é realizar um estudo de direito comparado entre as medidas defensivas, contudo, não se pode esquivar da impossibilidade legal da aplicação do *Shareholders Rights Plan* no Brasil. A legislação societária brasileira impõe a isonomia entre os acionistas, não podendo se ofertar direito diversos para acionistas da mesma classe, nos termos do artigo 109, §1º, da Lei nº 6.404/76. Nesse sentido, Nelson Eizirik: “O princípio da igualdade não é absoluto, significa apenas que o estatuto pode criar ações de classe diversas, tendo em vista os direitos atribuídos a cada uma delas, não podendo estabelecer tratamento privilegiado para acionistas integrantes da mesma classe.” EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume 1 – Arts. 1º a 120. São Paulo. Quartier Latin, 2011. p.608. Igualmente, sobre os direitos de subscrição e conversão, sequer o estatuto social – órgão soberano da companhia – pode privar os sócios de exercê-lo, consoante o artigo 109, IV, da Lei nº 6.404/76. São poucas as legislações que o preveem como um direito inerente à posição de acionista, vedando a sua restrição por instrumentos estatutários. O objetivo da Lei das S.A., nesse caso, é permitir a manutenção da posição acionária em caso de aumento de capital, evitando a diluição do acionista – diluição essa que é a exata finalidade do *Shareholders Rights Plan*. *Ibid.* p.603-604.

³¹ Destaca-se que as “*poison pills*” não se confundem com as medidas defensivas (*Shark Repellents*), na medida que a primeira se trata de uma espécie, enquanto a segunda é gênero. Sendo assim, as *Shark Repellents* podem ser traduzidas como medidas defensivas, incluindo *Staggered Board*, *Golden Parachute*, Cláusula de Proteção à Dispersão Acionária e, dentre elas e outras, as *poison pills*, conforme se apresentará ao longo do estudo. No Brasil, a recém introdução, por meio da Lei n.º 14195/2021, do art. 110-A na Lei n.º 6404/76, que dispõe sobre a utilização do voto plural, típico do direito estrangeiro, na sociedade anônima, é exemplo outra de medida defensiva que não se confunde com o instituto das *poison pills*, merecendo, inclusive, estudo próprio. BRASIL. Lei nº 14.195, de 26 de agosto de 2021.

³² Na prática, pode-se ver que as companhias do exterior adotam diversas modalidades de medidas defensivas, tais quais: *staggered board*, *crown jewel defense*, *Golden parachute* etc. SCALZILLI, João Pedro. *Mercado de Capitais, Ofertas Hostis e Técnicas de Defesa*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. *passim*. Da mesma forma, ainda podem ser subdivididas em diversos grupos, como Preventivas ou Posteriores; Estatutárias, contratuais ou Institucionais, por exemplo. NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas Defensivas a Tomada de Controle de Companhias*. 2ª ed. Revista, Ampliada e Atualizada. São Paulo: Quartier Latin, 2019. *passim*.

³³ Na tentativa de aquisição do controle do Twitter por parte do empresário Elon Musk, utilizou-se da *poison pill*, por parte do *Board* para fins de negociação, o que, inclusive, implicou a mudança do rumo da negociação para uma incorporação pela totalidade da companhia-alvo. LEVINE, Matt. *Twitter Has a Poison Pill Now Also crypto hostile takeovers and TAS manipulation*. 18 abr. de 2022. Disponível em: <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2022-04-18/twitter-has-a-poison->

Destarte, o sucesso das *poison pills* atraiu olhares de outros ordenamentos jurídicos, ainda que com contextos, princípios e institutos totalmente distintos dos EUA. Assim, ao optar pela importação desses mecanismos, os juristas e legisladores de cada um desses países precisaram adaptar as medidas defensivas para os liames do seu direito. Entre esses Estados nacionais, inclui-se o Brasil, com uma realidade de concentração acionária, formação do capital e sistemática societária bastante diferentes da tradição ianque.

2.3 A REALIDADE BRASILEIRA: PANORAMA DO CENÁRIO EMPRESARIAL NACIONAL DO SÉCULO XX

Após a Segunda Guerra Mundial, o mundo passou por um novo processo de industrialização e modernização da economia – e do direito.³⁴ Novas tecnologias surgiram, o acesso à informação foi facilitado, possibilitando maior intercâmbio de experiências, bem como efetivação de negócios ao redor do globo. Por sua vez, o mercado de capitais e as grandes companhias mobilizaram-se a fim de preparar o seu arcabouço – por meio de mecanismos jurídicos capazes de estruturar esses negócios em grande escala – para a mudança da ordem econômica mundial.³⁵

Nesse sentido, conforme Eduardo Munhoz³⁶, em referência à doutrina histórica brasileira, no cenário nacional também houve adaptações para possibilitar a interação com o mercado internacional, visando à industrialização do país, bem como ao patamar de um ator forte; com uma economia competitiva. Entretanto, diferente de como se deu no retrospecto dos países da *common law*, a experiência brasileira

[pillnow#:~:text=So%20what%20does%20this%20have,are%20the%20actual%20legal%20documents](#)
Acesso em: 12 jul. 2022.

³⁴ Começou a se entender que o desenvolvimento de um Direito Societário, que tutelasse as relações jurídicas, inclusive perante os mais vulneráveis, implicava melhoria do cenário econômico. Dessa forma, economistas e juristas adotaram, paulatinamente, a tendência de que o “bom” exercício do Direito Comercial; a aplicação de fatores aprimorados não era mais uma opção, mas sim uma necessidade para a prosperidade do mercado. PARGENDLER, Mariana. *Evolução do Direito Societário: Lições do Brasil*. São Paulo: Saraiva, 2013, p.33.

³⁵ NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas Defensivas a Tomada de Controle de Companhias*. 2ª ed. Revista, Ampliada e Atualizada. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p.21.

³⁶ Assim, Eduardo Munhoz cita aos notórios historiadores: “A oligarquia rural, vivendo o ocaso do regime escravista e fincada no coronelismo, enfrentava o fim do sistema da República Velha, instalado desde 1891. Com a subida de Getúlio Vargas ao poder uma nova ordem política era inaugura. O país se industrializava e se urbanizava.” PRADO JR., Caio. *Formação do Brasil Contemporâneo*. 23. ed. São Paulo: Brasiliense, 2008; HOLANDA, Sérgio Buarque de. *Raízes do Brasil*. 26. ed. São Paulo: Companhia das Letras, 1995; e FURTADO, Celso. *Formação Econômica do Brasil*. Edição comemorativa 50 anos. São Paulo: Companhia das Letras, 2009. *apud* MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva.2013. p. 21.

assemelha-se mais a italiana e alemã, direcionando-se, conforme Mariana Pargendler, para a concentração do capital em vez da dispersão.³⁷

2.3.1 A CONCENTRAÇÃO DO CAPITAL

O Brasil, semelhantemente aos países da Europa continental,³⁸ desenvolveu a sua economia com base na concentração de patrimônio, quer seja por conta do seu alinhamento com a tradição tipicamente romanista ou pelas razões políticas e sociais de um país pouco desenvolvido – como era o Estado brasileiro na época.³⁹ É dizer, a partir da aceleração da economia e evolução nas formas de alocação do capital, nos anos de 1950,⁴⁰ as nações (incluindo o Brasil) precisaram de uma organização; mercado que incentivasse a atividade econômica, consolidando, pois, uma capacidade competitiva para as suas empresas, mais especificamente, as suas sociedades anônimas.

Nessa linha, de um lado os Estados Unidos e Reino Unido lidaram com essa demanda por meio da concessão de maior liberdade e autonomia privada, dispersão acionária. É o caso da American Telephone and Telegraph Company (AT&T), citado por Berle e Means,⁴¹ associado à disponibilidade de recursos,⁴². Assim, nesses países foi-se regulando de forma casuística, típicas da *common law*, eventuais conflitos.

³⁷ “No mesmo ano em que Adolph Berle e Gardiner Meas publicaram a célebre descrição do crescimento das empresas de propriedade difusa nos Estados Unidos, o Brasil promulgou uma nova norma concebida deliberadamente para incentivar a concentração da propriedade e do controle”. PARGENDLER, Mariana. *Evolução do Direito Societário: Lições do Brasil*. São Paulo: Saraiva, 2013. p.101.

³⁸ FERREL, Allen. Why Continental European Takeover Law Matters. Harvard Law and Economics Discussion Paper n. 0454, 7 fev. 2004. p.11. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=500125. Acesso em 30 jun. 2022

³⁹ Assim, trata Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira: “O direito brasileiro de sociedades por ações é, tradicionalmente, filiado ao sistema romanístico, acolhendo as normas em geral vigentes na Europa.” LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*. 2 ed. atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 13.

⁴⁰ MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva: 2013. p. 71-80.

⁴¹ “[Companhia Americana de Telefone e Telégrafo] com ativos de quase cinco bilhões de dólares, com 454,000 empregados e acionistas no número de 567,694 (...) Então, a companhia moderna, igualmente revolucionária, alocou o patrimônio de inúmeros indivíduos sob o mesmo controle”. “[*American Telephone and Telegraph Company*] With assets of almost five billions of dollars, with 454,000 employees, and stockholders to the number of 567,694 (...) Then, the modern corporation, equally revolutionary in its effect, placed the wealth of innumerable individuals under the same central control.” BERLE, Adolf. A; e MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation and Private Property*. Nova Iorque. The Macmillan Company. 1933. p.3. (tradução nossa).

⁴² Na década de 1930, nos EUA, já existiam grandes companhias com vasto número de acionistas, cujo capital se sujeitava à gerência de um grupo responsável por administrar essa união de esforços que era a *US Corporation*. Ibid. p.5-6.

Do outro, contudo, o caminho do Brasil foi oposto, na medida que a atividade e desenvolvimento empresarial deu-se pela presença de poucos e fortes atores de mercados que concentravam recursos,⁴³ isto é, com um viés desenvolvimentista oligárquico, desde o Império e durante a República: o próprio Estado brasileiro^{44,45} e as tradicionais empresas das elites familiares.⁴⁶

2.3.1.1 O EMPREENDEDORISMO ESTATAL

Na trajetória brasileira, assim como de outros países, a Sociedade Anônima surgiu como uma necessidade não apenas das pessoas privadas, mas do próprio Estado. Para tanto, observa-se a primeira companhia nativa do Brasil (não considerando as de origem estrangeira que operavam em seu território), conhecida como o primeiro Banco do Brasil que fora criada, em 1808,⁴⁷ por uma exigência do governo. A família real precisava emitir moeda para financiar os gastos da monarquia, bem como para incentivar o desenvolvimento do comércio e indústria locais.⁴⁸⁻⁴⁹

⁴³ MUNHOZ, Eduardo Secchi. Aquisição de controle na sociedade anônima. São Paulo: Saraiva.2013. p. 80-81.

⁴⁴ Descreve Mariana Pargendler: “Assim como na maioria dos países, as empresas públicas e as sociedades de economia mista tornaram-se mais, e não menos, comuns no Brasil do século XX, e especialmente na segunda metade do século.” PARGENDLER, Mariana. Evolução do Direito Societário: Lições do Brasil. São Paulo: Saraiva, 2013. p.169.

⁴⁵ Mariana Pargendler, destaca, ainda, que a participação societária não se limitava apenas nas companhias em que o Estado figurava como controlador, mas também nas que possuía condição de minoritário: “A tendência à propriedade societária concentrada também era evidente nas empresas em que o governo detinha participação minoritária”. *Ibid.* p.174.

⁴⁶ Nessa linha: “A típica sociedade anônima brasileira do século XX caracterizou-se por um controle muito concentrado nas mãos de famílias proprietárias ou do Estado; uma separação entre direitos de participação econômica e de voto, por meio de uso de ações preferenciais sem direito a voto ou de estruturas piramidais; e uma valorização muito baixa dos interesses dos minoritários.” *Ibid.* p. 100.

⁴⁷ “O Banco do Brasil foi instituído pelo alvará de 12 de outubro de 1808, pelo príncipe regente d. João, na cidade do Rio de Janeiro. Denominado tanto como Banco Nacional quanto como Banco Público pelo seu ato criação, o Banco do Brasil foi constituído com o objetivo de que se pusessem ‘em ação os cômputos estagnados assim em gêneros comerciais, como em espécies cunhadas’, além de promover a indústria nacional ‘pelo giro e combinação dos capitais isolados’ e auxiliar o Estado a captar os recursos necessários para o financiamento de suas atividades.” LOBO, Rodrigo. Banco do Brasil. In: *Dicionário da Administração Pública Brasileira do Período Colonial (1500-1822)*. Disponível em: <https://goo.gl/Sp8hDx>. Acesso em: 16 jul. 2022.

⁴⁸ PARGENDLER, *Op. Cit.*, p.170.

⁴⁹ “Este processo de reestruturação perdurou ao longo do período joanino (1808-1821), mas acompanhou as linhas gerais do modelo de administração que se firmara desde o final do século XVIII, onde a crescente complexidade dos negócios do Estado exigiu maior agilidade nos processos burocráticos para fazer frente às demandas do vasto império ultramarino português.” CABRAL, Dilma e CAMARGO, Angélica Ricci (orgs.) Guia da Administração Brasileira Império e Governo Provisório (1822-1891). Rio de Janeiro: Arquivo Nacional, 2017. Disponível em: <https://goo.gl/tW2VZ6>. Acesso em: 16 jul. 2022.

Destaca-se, pois, que esse pontapé inicial, do Estado, não se limitou às empresas públicas do Império, na medida que ao longo de toda a República, até os dias atuais, viu-se a criação de diversas companhias em todos os níveis de entes federados, com características semelhantes. Mais do que isso, no século XX, é possível observar uma guinada na criação de empresas públicas e sociedades de economia mista, muito devido à intervenção estatal nos anos 1930, em face da Grande Depressão (*New Deal*). Assim, vê-se que diversas políticas foram implantadas pelos governos, a fim de recuperar o desempenho das companhias atuantes no Brasil, como as políticas para o setor ferroviário que sofrera sucessivas quedas e fora socorrido pela União.⁵⁰

Nesse viés, não apenas para recuperar e assistir às empresas, o governo de Getúlio Vargas marca o início um plano de desenvolvimento (PND) industrial do país,⁵¹ constituindo, pois, a Companhia Siderúrgica Nacional (CSN), em 1941, e a Companhia Vale do Rio Doce (CVRD) em 1942.⁵² Ainda, nesse contexto, criam-se, em 1952, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE), inicialmente, na

⁵⁰ Para tanto, referencia-se a análise da situação de uma das companhias ferroviárias que atuavam no nordeste brasileiro: “Nesse período, a política ferroviária da União exerceu uma influência relevante sobre o desempenho da companhia por meio de medidas como: a política nacional de redução dos fretes ferroviários, implantada em 1930 com a perspectiva de elevação da carga transportada e da receita das ferrovias; a redução dos custos de importação de carvão, principal combustível das ferrovias; e a renegociação do pagamento de juros devidos atrasados em troca de novos investimentos em construção de estradas de ferro [cf. Brasil, Diretoria Geral de Estatísticas (1933, p. 47-48 e 78)]. Nessa fase, a Great Western apresentou aumento das receitas em 1930, 1932 e 1933 e queda das despesas em 1931, 1932, 1934 e 1935.” DE SIQUEIRA, Tagore Villarim. *As Primeiras Ferrovias do Nordeste Brasileiro: Processo de Implantação e o Caso da GreatWestern Railway*. REVISTA DO BNDES, RIO DE JANEIRO, V. 9, N. 17, p. 169-220, jun. 2002.). Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/17000/1/PRArt139511_Primeiras%20Ferrovias%20do%20Nordeste%20Brasileiro%20Caso%20da%20Great%20Western%20Railway_P.pdf. Acesso em: 16 jul. 2022.

⁵¹ A própria forma como se foi criada as referidas estatais durante o período conhecido como “Estado Novo”, mostra o teor da concentração acionária no Brasil e a tendência do abuso do poder, violação essa que não se restringe ao Presidente da República ou aos grandes empresários. Dessa forma, destaca-se o Art. 180, da Constituição Federal de 1937, autorizando uma cumulação de poderes na pessoa do Chefe do Executivo, nos seguintes termos: “Art 180 - Enquanto não se reunir o Parlamento nacional, o Presidente da República terá o poder de expedir decretos-leis sobre todas as matérias da competência legislativa da União.” BRASIL. [Constituição (1937)]. *Constituição dos Estados Unidos do Brasil*, de 10 de novembro de 1937. Brasília: Presidência da República, 2016. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao37.htm. Acesso em: 16 jul. 2019.

⁵² “Autoriza a constituição da Companhia Siderúrgica Nacional e dá outras providências” e “O PRESIDENTE DA REPÚBLICA, usando da atribuição que lhe confere o art. 180 da Constituição e tendo em vista os estudos técnicos finais realizados pela Comissão Executiva do Plano Siderúrgico Nacional, na conformidade do art. 3º do decreto-lei n. 2.054, de 4 de março de 1940, para a construção de uma usina siderúrgica.” BRASIL. Decreto-Lei n.º 3.002, de 30 de janeiro de 1941. Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/legin/fed/declei/1940-1949/decreto-lei-3002-30-janeiro-1941-412984-publicacaooriginal-1-pe.html>. Acesso em: 16 jul. 2022; e BRASIL. Decreto-Lei nº 4.352, de 1º de junho de 1942. Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/legin/fed/declei/1940-1949/decreto-lei-4352-1-junho-1942-414669-republicacao-68227-pe.html>. Acesso em: 16 jul. 2022.

forma de uma agência do governo federal, que viria a se chamar Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).⁵³ Não obstante, impreterivelmente, cita-se a concepção, em 1953, de uma das maiores petrolíferas do mundo, a sociedade que viria a se tornar a Petrobras.⁵⁴

Partindo, pois, do retrospecto acima analisado, resta evidente a relevância da participação do Estado no desenvolvimento do mercado brasileiro, das companhias e, por conseguinte, do Direito Comercial. Para tanto, essas empresas (CSN, Vale e Petrobras entre outras não expressamente citadas), ainda seguem ativas até hoje e, mais do que isso, figurando entre as companhias com maior valor mercado na bolsa brasileira.⁵⁵

2.3.1.2 A FORMAÇÃO DOS GRUPOS FAMILIARES EMPRESARIAIS

Além dessa figura do Estado como controlador, que serve tanto para contextualizar o cenário brasileiro e as relações de poder na sociedade anônima brasileira, é fundamental direcionar o enfoque para os agentes do setor privado. Isto é, ao analisar a história das companhias e do mercado de capitais brasileiro, vislumbra-se que, desde o período colonial, havia a tendência de concentração do poder e das riquezas nas mãos de poucos.

Assim, no início da atividade comercial, a criação de companhias ocorria como exceção, sobre um regime de leis especiais concedidas a poucos indivíduos (fase dos

⁵³ Conforme Mariana Pargendler: “O BNDE foi criado pela Lei 1.628, de 1952, como uma agência do governo federal, mas foi transformado numa sociedade anônima integralmente estatal pela Lei 5.562, de 1971. As propostas iniciais de estabelecer o banco como uma sociedade de economia mista acabaram sendo rejeitadas por causa da falta de interesse privado em projetos de financiamento de longo e da exigência do Banco Mundial de uma garantia do governo em troca dos seus empréstimos para o Banco.” PARGENDLER, Mariana. *Evolução do Direito Societário: Lições do Brasil*. São Paulo: Saraiva, 2013. p.181-182.

⁵⁴ BRASIL. Lei n.º 2.004, de 3 de outubro de 1953. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l2004.htm. Acesso em: 16 jul. 2022.

⁵⁵ A Petrobras (Petróleo Brasileiro S.A.) e a Vale S.A. são as duas maiores companhias presente na bolsa brasileira, ambas constituídas originalmente pelo Estado, perfazendo o seguinte valor de mercado: PETROBRAS com valor de mercado correspondente a R\$ 375.189.893,34 (trezentos e setenta e cinco bilhões, cento e oitenta e nove milhões, oitocentos e noventa e três mil reais e trinta e quatro centavos); VALE com valor de mercado correspondente a R\$ 339.684.771,47 (trezentos e trinta e nove bilhões, seiscentos e oitenta e quatro milhões, setecentos e setenta e um mil reais e quarenta e sete centavos). Destaca-se, pois, que a Vale S.A. opera como empresa privada, na medida que a Petrobras continua como sociedade de economia mista, sob o controle estatal. B3 S.A. – BRASIL, BOLSA, BALCÃO. Serviço de dados da B3. Valor de mercado das empresas listadas. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/valor-de-mercado-das-empresas-listadas/bolsa-de-valores-diario/. Acesso em: 16 jul. 2022.

privilégios).⁵⁶ Superada a primeira fase, o Império, embora houvesse facilitado a criação da Sociedade Anônima, ainda regulava fortemente a atividade empresarial. Porém, a partir daquele momento, permitindo que os particulares criassem as suas próprias companhias, desde que obtivessem a devida permissão do governo (fase da autorização).⁵⁷

Depreende-se, pois, que se tratava de um direito estatal e não mais corporativista (como nas corporações de ofício europeias),⁵⁸ mas ainda de classe, na medida que a coroa concedia a determinados indivíduos a categoria de empresários – formato que perduraria até o fim do século XIX.⁵⁹ Por sua vez, somente após 1882 as companhias puderam ser usufruídas plenamente pela iniciativa privada, na medida que se poderia livremente constituir as suas sociedades por ações.⁶⁰

Nessa linha, dá-se a ideia que, em tese, qualquer pessoa poderia criar a sua própria S.A., desempenhando atividade comercial a fim de auferir lucros. Todavia, é preciso ter em mente que a sociedade brasileira, como um todo, vivia transformações em outras esferas. Portanto, cumpre observar que a edição da legislação comercial é contemporânea à extinção da escravização (Lei Eusébio de Queiroz como propulsor desse movimento) e a Lei de Terras, que justamente dificultava o acesso aos “despossuídos” a aceder à propriedade privada,⁶¹ bem como considerar que há muitos anos já existiam famílias com vasto patrimônio acumulado e com domínio sobre o

⁵⁶ TOMAZETTE, Marlon. Curso de direito empresarial: teoria geral e direito societário. Vol.1. 10ed. São Paulo: Saraiva Educação. 2019. p.440.

⁵⁷ Conforme Art. 295, do Código Comercial de 1850: “Art. 295 - As companhias ou sociedades anônimas, designadas pelo objeto ou empresa a que se destinam, sem firma social, e administradas por mandatários revogáveis, sócios ou não sócios, só podem estabelecer-se por tempo determinado, e com autorização do Governo, dependente da aprovação do Corpo Legislativo quando hajam de gozar de algum privilégio: e devem provar-se por escritura pública, ou pelos seus estatutos, e pelo ato do Poder que as houver autorizado. BRASIL. Lei n.º 556, de 25 de junho de 1850. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lim/lim556.htm. Acesso em: 17 jul. 2022.

⁵⁸ “O Decreto 575, de 1849, visava explicitamente a “instituir as normas para a constituição de qualquer sociedade anônima”, impondo a exigência de autorização governamental prévia para toda constituição de qualquer sociedade anônima e exigindo das empresas que buscassem privilégios especiais à obtenção de autorização legislativa específica. (...) o decreto conferia ampla discricionariedade ao governo para decidir sobre pedidos de constituição de companhias.” PARGENDLER, Mariana. Evolução do Direito Societário: Lições do Brasil. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 68.

⁵⁹ TOMAZETTE, *Op. Cit.* p. 37.

⁶⁰ Apesar da vigência do Código Comercial em 1850, destaca-se que a necessidade de autorização do governo para constituição de uma sociedade anônima somente foi retirada do texto legislativo em 1882, conforme a Lei nº3150/1882. 48. BRASIL. Lei nº 3150, de 04 de novembro de 1882. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lim/LIM3150.htm. Acesso em: 17 jul. 2022.

⁶¹ CROCE, Marcus Antônio. A Economia do Brasil do Século XIX. XI Congresso Brasileiro de História Econômica, 2015, p. 7. Disponível em: https://www.abphe.org.br/arquivos/2015_marcus_antonio_croce_a-economia-do-brasil-no-seculo-xix.pdf. Acesso em: 17 jul. 2022.

mercado, não existindo, pois, o efetivo incentivo à democratização acionária e participação da comunidade civil no mercado.⁶²

Dessa maneira, ao longo da história brasileira, pode-se ver que as elites atuaram e seguem atuando de forma dominante em suas regiões, conforme a acumulação de riquezas e sucessão do patrimônio ao longo das décadas. Os privilégios da coroa aos seus aliados, restrições aos oponentes e descaso com outra parcela da sociedade, causaram efeitos que reverberam até hoje, resultando em um alto nível de concentração acionária nas companhias brasileiras.⁶³

Em que pese o advento da Lei nº 6.404/76, a criação da CVM e outras políticas que visam à maior abertura do mercado e dispersão do capital, com diversos mecanismos de tutela aos acionistas, investidores e demais *stakeholders*, é fundamental a periódica análise desses instrumentos, a fins de adequá-los ou revogá-los quando oportuno. Como bem explica Érica Gorga, as famílias das elites, de qualquer sorte, ainda continuariam a buscar extrair benefício das companhias, tendo em vista sua posição de controlador:

*“As empresas brasileiras eram caracterizadas pela forte concentração de propriedade e uma governança corporativa fraca. As famílias magnatas retêm normalmente a propriedade das ações votantes, e retiram altos benefícios particulares advindos do controle da companhia. A administração era composta inteiramente ou quase integralmente por representantes da família ou do grupo controlador.”*⁶⁴

Dessa maneira, considerando a exclusividade e peculiaridades referentes à consolidação da propriedade no Brasil, é preciso uma análise conjuntural para determinação da organização do poder nas companhias brasileiras.⁶⁵ Embora o foco

⁶² A título de exemplo, a Família Moreira Salles fundou o atual maior banco privado do Brasil, o Itaú Unibanco, bem como criou um grupo econômico com participação relevante em múltiplos negócios. Assim sendo, no final do século XIX, consta que a Família já possui diversos negócios, contando com lojas, plantações de café e operações de concessão de créditos. PAULA, Sergio Goes de. Por dentro dos acervos: João Moreira Salles, o patriarca. Instituto Moreira Salles, 09 de abril de 2018. Disponível em: <https://ims.com.br/por-dentro-acervos/joao-moreira-salles-o-patriarca/>. Acesso em: 17 jul. 2022.

⁶³ PARGENDLER, Mariana. Evolução do Direito Societário: Lições do Brasil. São Paulo: Saraiva, 2013. p.100.

⁶⁴ *“Brazilian firms were characterized by strong ownership concentration and weak corporate governance. Family tycoons typically retained ownership of voting shares, and extracted very high private benefits from control of the corporations. Boards were composed entirely or “almost entirely of insiders or representatives of the controlling family or group.”* GORGA, Érica. Changing the Paradigm of Stock Ownership: From Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence From Brazil and Consequences for Emerging Countries. In: American Law & Economics Annual 18th Association Meeting. Working Paper 76. mai. 2008. p. 445. (tradução nossa).

⁶⁵ “Compreender os fatos determinantes da mudança na propriedade acionária no Brasil requerem uma investigação detalhada de diversas variáveis. Algumas delas podem incluir o nível de desenvolvimento econômico, políticas tributárias e concorrenciais, direitos trabalhistas, direitos dos credores e dos acionistas, políticas comerciais e industriais, atividade no setor de fusões e aquisições, crenças culturais, relações políticas entre as famílias dominantes e a estrutura de poder, o desenvolvimento da

deste trabalho não seja entender as estruturas da propriedade acionária, certamente a sua mínima compreensão é de impreterível relevância para entender o ecossistema das *poison pills* brasileiras.

Por fim, insta dizer que o poder é objeto de desejo pelo ser humano, não se limitando aos governantes, mas em praticamente toda relação humana. Nietzsche, traz em sua obra a ideia de “vontade de poder” (*Wille zur Macht*) como inerente à condição humana, traduzida na forma de um desejo de domínio, sobre os outros ou o ambiente.⁶⁶ Na Sociedade Anônima e no mercado, esse anseio é claro, de tal modo que os típicos acionistas controladores, embora já detenham a participação suficiente para manter o seu *status*, buscam de todos os modos mitigar eventuais disputadas ao controle – inclusive por cláusulas e manobras que possam a ser ilícitas, no caso, o âmago do presente trabalho.⁶⁷

iniciativa privada, e listagem nos mercados internacionais. Algumas variáveis podem estar relacionadas com algumas características num micro aspecto como o tamanho da companhia, idade, estrutura de capital, necessidades financeiras, nível os benefícios usurpados pelo controlador, setor da indústria, entre outros.” *“Understanding the determinants of changes in corporate ownership in Brazil requires detailed investigation of several variables. Some of these may include macro variables such as the level of financial development, tax and competition policy, labor rights, shareholder and debt holder rights, industrial and trade policy, merger activity, cultural beliefs, political relationships between dominant families and the power structure, private initiative development, and listing in outside markets. Some variables may be attributed to micro-related firm-specific characteristics such as company size, age, capital structure, finance needs, level of private benefits of control extraction, industry segment, and others.”* GORGA, Érica. Changing the Paradigm of Stock Ownership: From Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence From Brazil and Consequences for Emerging Countries. In: American Law & Economics Annual 18th Association Meeting. Working Paper 76. mai. 2008. p. 485. (tradução nossa).

⁶⁶ “Onde quer que encontrasse o que é vivo encontrei a vontade de domínio, até na vontade do que obedece, encontrei a vontade de ser senhor. Sirva o mais fraco ao mais forte: eis o que lhe incita a vontade, que quer ser senhora do mais fraco. É essa a única alegria que não se quer privar. E como o menor se entrega ao maior, para gozar do menor e dominá-lo, assim o maior se entrega também e arrisca a vida pelo poder”. NIETZSCHE, Friedrich. Assim falou Zaratustra. São Paulo: Martin Claret, 1999, p. 71. *apud*. MONTARDO, Sandra Portella. A vontade de Schopenhauer a Nietzsche: um impulso para duas transcendências. BOCC. Biblioteca On-line de Ciências da Comunicação, 2005. p. 7.

⁶⁷ É o caso da JBS S.A., ITÁU UNIBANCO HOLDING S.A., BOA SAFRA SEMENTES S.A., cujo bloco de controle detém, respectivamente, 48,83%, 45,97% e 60,32%, das ações com direito a voto. Conforme disposto no quadro de composição acionária das companhias citadas. ITAU UNIBANCO HOLDING S.A. Relação com Investidor: Composição Acionária. Disponível em: <https://www.itaubank.com.br/relacoes-com-investidores/itau-unibanco/governanca-corporativa/composicao-acionaria/>; JBS S.A. Relação com Investidor: Composição Acionária. Disponível em: <https://ri.jbs.com.br/investidores-esg/governanca-corporativa/composicao-acionaria-e-societaria/>; e BOA SAFRA SEMENTES S.A. Relação com Investidor: Composição Acionária. Disponível em: <https://ri.boasafra.com.br/quem-somos/estrutura-acionaria/>. Acesso em: 05 ago. 2022.

2.3.1.3 A EVOLUÇÃO DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS E DO MERCADO DE CAPITAIS

Como já exposto, diferente das companhias estado-unidenses, a ascensão do contexto empresarial brasileiro ocorreu em razão, quase que exclusiva, da atuação do Estado e de algumas poucas famílias.⁶⁸ Ainda que igualmente tenha havido grande concentração de riquezas em parte do cenário norte-americano, sempre foi relevante a participação da população nessa bolsa,⁶⁹ diferente do que ocorria no restrito e oligárquico setor empresarial brasileiro.⁷⁰

Partindo de um patamar autoritário, com grande regulação pelo governo, utilizava-se a Sociedade Anônima como uma forma de acumulação de capital,⁷¹ nos termos de decretos diversos e, posteriormente, nos termos do Código Comercial de 1850.⁷² Porém, com o Decreto nº 3150, de 1882, viu-se maior abertura para constituição de novas empresas,⁷³ requerendo, portanto, complemento equivalente à tutela oferecida aos seus *stakeholders*.⁷⁴

Destarte, no Brasil, a partir da alteração no regime de constituição das sociedades anônimas⁷⁵, facilitou-se a disseminação desse tipo societário⁷⁶. Logo, com

⁶⁸ Conforme os pontos 2.3.2.1. e 2.3.2.2.

⁶⁹ Nesse sentido, Berle e Means narram: “Dezenas e até centenas de milhares de trabalhadores e propriedade valem centenas de milhões de dólares, pertencentes a dezenas ou até centenas de milhares de indivíduos, estando combinados por meio de um mecanismo corporativo único que organiza tudo por meio um controle e uma gestão unificada”. *“tens and even hundreds of thousands of workers and property worth hundreds of millions of dollars, belonging to tens or even hundreds of thousands of individuals, are combined through the corporate mechanism into a single producing organization under unified controle and management”*. BERLE, Adolf. A; e MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation and Private Property*. Nova Iorque. *The Macmillan Company*. 1933. p. 3. (tradução nossa).

⁷⁰ PARGENDLER, Mariana. *Evolução do Direito Societário: Lições do Brasil*. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 100.

⁷¹ “O jurista francês George Ripert viu a sociedade anônima como “uma máquina jurídica tão útil quanto aquelas utilizadas na indústria”, a funcionar como um “maravilhoso instrumento criado pelo capitalismo para direcionar a poupança para a criação e operação de empresas.” RIPERT, George. *Aspects Juridiques du Capitalisme Moderne*. Paris: Libraire generale de droit et de jurisprudence, 1946. p. 106. *apud*. PARGENDLER, *Op. Cit.*, p. 31.

⁷² TOMAZETTE, Marlon. *Curso de direito empresarial: teoria geral e direito societário*. Vol.1. 10ed. São Paulo: Saraiva Educação. 2019.p.37.

⁷³ “Os efeitos das políticas societária e bancária liberais que começaram a partir de 1882 e culminaram nas reformas de 1890 mostraram-se substanciais. (...) Apenas seis meses após as reformas jurídicas de 1890, São Paulo viu a criação de pelo menos 222 companhias e bancos, o que contrasta fortemente com as trinta empresas desse tipo em funcionamento até 1897.” PARGENDLER, *Op. Cit.*, p. 94.

⁷⁴ “a constituição de sociedades anônimas deslançou. Constituíram-se, entre 1850 e 1852 treze novas companhias no Brasil, mais do que o total somado nos quarenta anos anteriores.” PARGENDLER, *Op. Cit.*, p. 76.

⁷⁵ TOMAZETTE, *Op. Cit.*, p. 37.

⁷⁶ TOMAZETTE, *Op. Cit.*, p. 440.

a multiplicação do número de companhias, o direito comercial brasileiro precisou aperfeiçoar seus institutos, instituindo-se a Lei nº 2.627/1940 depois substituída pela Lei nº 6.404/76, ou Lei das S.A., assim como a Lei nº 6.385/76, ou Lei do Mercado de Capitais, demais textos normativos, regulações pela CVM e outros textos de lei, como a Lei de Liberdade Econômica (Lei nº 13.874/2019) – que vigem até hoje.

2.4 A EXPANSÃO DA BOLSA BRASILEIRA: ASPECTOS BÁSICOS DA ESTRUTURA DA S.A. DO BRASIL

Finalmente, considerando o retrospecto exposto, a Lei n.º 6.404/76, das sociedades por ações, passou a ditar os parâmetros de funcionamento das companhias, as quais se estruturam por órgãos sociais, cada um com sua respectiva função. Para tanto, indica-se a Assembleia Geral, o Conselho de Administração, a Diretoria e o Conselho Fiscal como pilares fundamentais da Sociedade Anônima brasileira.

Por sua vez, toda essa estrutura das companhias é constituída por meio de uma hierarquia na qual o a Assembleia Geral figura como o órgão máximo, responsável e capaz de decidir sobre todos os negócios da companhia, tratando-se de órgão soberano.⁷⁷ Nelson Eizirik descreve, portanto, a Assembleia Geral da seguinte forma:

“Pode ser definida como o conjunto de acionistas reunidos, mediante convocação e instalação realizadas de acordo com a Lei das S.A. e o estatuto, para deliberar sobre matéria de interesse social. A assembleia tem competência para decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento. Constitui um órgão deliberativo, na medida em que o processo de formação da vontade dá-se, necessariamente, por meio da reunião de seus membros, decidindo o órgão por votação majoritária dos acionistas.”⁷⁸

⁷⁷ Conforme Francisco Mussnich e Vitor Lobão Melo lecionam: “O princípio da soberania da assembleia geral, positivado na Lei das S.A., principalmente na norma constante em seus arts. 121 e 122, que define a assembleia geral como órgão máximo e soberano das companhias brasileiras (inclusive para aprovar a reforma do seu estatuto social — art. 122, I.” MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; LOBÃO MELO, Vitor de Britto. Análise prática e considerações sobre a realidade e a aplicação das medidas de proteção à tomada hostil de controle nos estatutos sociais das companhias abertas brasileiras (Brazilian Pills). In: COUTO SILVA, Alexandre. Direito societário: estudos sobre a lei de sociedades por ações. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 266.

⁷⁸ EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume 2 – Arts. 121 a 188. São Paulo. Quartier Latin, 2011, p.14.

Por conseguinte, depreende-se a importância da Assembleia, na medida que quem alcançar a maioria dos votos poderá direcionar a companhia conforme o seu desejo. É dizer, o acionista ou grupo de acionistas que consiga a maioria, em votação na Assembleia Geral, poderá ditar os rumos da companhia, que poderá ou não estar alinhada com o interesse social.

Sendo assim, destaca-se que a Lei nº 6.404/76 trouxe holofotes justamente para quem detém esse poder de comandar a vontade social: o Acionista Controlador.⁷⁹ Dessa forma, o legislador impôs uma série de deveres e obrigações, a fim de coibir eventuais abusos por parte do controlador em detrimento da empresa, acionistas minoritários e demais *stakeholders*, conforme o parágrafo único, do artigo 116, da Lei nº 6.404/76. Nesse liame, expõem Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho:

“Tendências societárias modernas, chamadas institucionalistas, tendem a reconhecer de forma crescente a convivência na sociedade anônima de diversos interesses por ela afetados: acionistas, trabalhadores, comunidade em que atua. Essa convivência, reconhecida pelo art. 116, parágrafo único, da lei societária, em forma apenas de dever do controlador, acaba logicamente por levar à inclusão dos interesses afetados pela atividade da sociedade em seus órgãos.”⁸⁰

Por sua vez, depreende-se que o histórico de concentração de capital brasileiro implicou a consolidação de estruturas acionárias igualmente concentradas,⁸¹ identificando-se na maioria das companhias abertas a figura de um Controlador bem definido, com exacerbado percentual das ações votantes.⁸²

Nesse viés, a excessiva concentração de ações e a expansão do mercado de capitais brasileiro, com a intenção de caminhar rumo a dispersão e difusão do capital - demandou a necessidade de intervenção dos reguladores, legisladores, advogados e acionistas. Desse modo, a fim de alinhar as condutas do mercado com os princípios

⁷⁹ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; LOBÃO MELO, Vitor de Britto. Análise prática e considerações sobre a realidade e a aplicação das medidas de proteção à tomada hostil de controle nos estatutos sociais das companhias abertas brasileiras (Brazilian Pills). In: COUTO SILVA, Alexandre. Direito societário: estudos sobre a lei de sociedades por ações. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 254.

⁸⁰ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. O poder de controle na sociedade anônima. 6ed. rev. e atual. Rio de Janeiro. Ed. Forense. 2014, p.51.

⁸¹ Igualmente, vale dizer que das 327 companhias abertas listadas em bolsa, 269 possuem controlador definido, isto é, 82,2% possuíam um bloco concentrado, perpetuando o a concentração da propriedade. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Boletim de Mercado nº. 89, de março de 2021. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/boletimmercado/anexos/BoletimdeMercado_89_032021.pdf. Acesso em: 22 jul. 2022.

⁸² TONUSSI, Érico Lopes. Oferta Pública de aquisição de controle: casos práticos e o desenvolvimento da regulamentação aplicável. Revista de Direito Empresarial. v.3, n. 8. mar./abr. 2015. p. 72.

do direito comercial, tratou-se de disciplinar esses conflitos entre controlador e *stakeholders*.⁸³

2.4.1 A ADEQUAÇÃO DA LEGISLAÇÃO SOCIETÁRIA PARA O MERCADO DE CAPITAIS

Para tanto, igualmente com o intuito de criar um ambiente mais saudável de investimentos, tanto para investidores institucionais quanto para o investidor pessoa física de menor poder aquisitivo, editaram-se normas visando instituir maiores padrões de governança para o mercado, visando à tutela dos investidores.

Nesse contexto, inseriu-se, por meio da Lei nº 10.303/2001, o artigo 254-A na redação da Lei das S.A., como uma forma de tutelar aos minoritários quando da alienação de controle, determinando o *tag along* de 80%, dentre outras alterações.⁸⁴ Da mesma forma, alterou-se a Lei nº 6.385/76, que trata do mercado de valores mobiliários, na medida que determinados títulos e contratos entraram dentro do escopo de regulação da CVM, aplicando-se, pois, aos derivativos, por exemplo, a categoria de valores mobiliários.⁸⁵ Mais do que isso, a CVM é conferida a natureza de entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Economia, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes – destacada dos interesses particulares.⁸⁶

2.4.2 PAPEL DA CVM NO DESENVOLVIMENTO DO MERCADO: REGULAÇÃO DAS POISON PILLS BRASILEIRAS

Nessa linha, a legislação trouxe a CVM como um agente para atuar autônoma e ativamente na regulação do mercado, reiterando a necessidade do estabelecimento de normas entre outras funções da autarquia para as finalidades descritas no art. 4º

⁸³ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; LOBÃO MELO, Vitor de Britto. Análise prática e considerações sobre a realidade e a aplicação das medidas de proteção à tomada hostil de controle nos estatutos sociais das companhias abertas brasileiras (Brazilian Pills). In: COUTO SILVA, Alexandre. Direito societário: estudos sobre a lei de sociedades por ações. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 255.

⁸⁴ *Ibid.* p.254.

⁸⁵ CHEDIK, Julian Fonseca Peña. A reforma do mercado de valores mobiliários. In: LOBO, Jorge. Reforma da lei das sociedades anônimas: Inovações e questões controvertidas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001. Rio de Janeiro. Forense. 2002. p. 527.

⁸⁶ CHEDIK, *Loc. Cit.*

da Lei nº 6.385/76.⁸⁷ Aumentaram-se as competências da CVM para que interagisse com o mercado, devendo editar numerosas normas sobre diversas matérias entre outras atribuições, como o julgamento e a aplicação de sanções. A título de exemplo, sobre a alienação de controle, os deveres descritos no Art. 254-A, §2º e §3º, da Lei nº 6.404/76.

Desde então, a CVM tem atuado no sentido de estruturar da melhor forma possível o mercado de capitais, deliberando e publicando uma série instruções e resoluções. Assim, pouco depois da vigência da Lei nº 10.303/2001, no sentido de tratar de assuntos sem previsão legal e de suma relevância, surge, relacionada ao objeto do presente debate, a Instrução CVM nº361, revogada pela recentemente pela Resolução nº 85/22, dispondo sobre o procedimento aplicável às ofertas públicas de aquisição de ações de companhia aberta.

2.4.3 A ATUAÇÃO DA BOLSA DE VALORES: ESTÍMULO ÀS BOAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA

Não obstante, além das alterações legislativas e das normas publicadas pela CVM, a própria bolsa de valores de São Paulo, BOVESPA (posteriormente BM&BOVESPA e, hoje, conhecida como B3), visou à maior transparência e isonomia no mercado. Isto é, a fim de desenvolver a bolsa nacional, atraindo capital, tratou-se de se oferecer maior segurança aos investidores, criando-se, em 2000, novos segmentos de listagem, quais sejam o Nível 1, Nível 2 e o Novo Mercado.⁸⁸

A aparição dos níveis de governança corporativa deu-se justamente dos problemas advindos da concentração de acionária na bolsa brasileira. No caso, a lei das sociedades anônimas permitia que as companhias abertas emitissem até 2/3 do

⁸⁷ CHEDIAK, *Op. Cit.*, p. 539.

⁸⁸ “Lançado no ano 2000, o Novo Mercado estabeleceu desde sua criação um padrão de governança corporativa altamente diferenciado. A partir da primeira listagem, em 2002, ele se tornou o padrão de transparência e governança exigido pelos investidores para as novas aberturas de capital, sendo recomendado para empresas que pretendam realizar ofertas grandes e direcionadas a qualquer tipo de investidor (investidores institucionais, pessoas físicas, estrangeiros etc.). Na última década, o Novo Mercado firmou-se como um segmento destinado à negociação de ações de empresas que adotam, voluntariamente, práticas de governança corporativa adicionais às que são exigidas pela legislação brasileira. A listagem nesse segmento especial implica a adoção de um conjunto de regras societárias que ampliam os direitos dos acionistas, além da divulgação de políticas e existência de estruturas de fiscalização e controle.” B3 S.A. – BRASIL, BOLSA, BALCÃO. Segmentos de listagem. Disponível: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/novo-mercado/. Acesso em: 23 jul. 2022.

seu capital social em ações preferenciais (sem direito a voto),⁸⁹ de modo que o controlador poderia deter apenas 17% do capital total ou ainda a menos, a depender da estrutura de controle, e ainda comandar os rumos da companhia.⁹⁰

Dessa forma, quando da alienação de controle de companhia aberta, a lei ainda não concedia proteção adequada a todos os acionistas. Não havia uma saída para que os minoritários pudessem vender as suas ações conjuntamente ao controlador, então alienante. Por consequência, pagava-se um prêmio elevado acionista detentor do controle enquanto os demais viam-se compelidos a se desfazer de suas ações pelo preço que fosse.⁹¹

Para melhor elucidação, o Nível 1, além de requerer a divulgação de informações adicionais às exigidas por lei, pressupõe o *free float* mínimo de 25%, ou seja, manter 25% das ações em circulação no mercado.⁹² O Nível 2, por sua vez, ainda adiciona mais regras, como a composição de 20% de conselheiros independentes com mandato de até 2 anos e *tag along* de 100%, para ações ordinárias e preferenciais.⁹³ Finalmente o Novo Mercado, maior nível de governança, sequer permite outras classes de ações, admitindo apenas ações ordinárias (com direito ao voto), bem como a obrigatoriedade de instauração de um comitê de auditoria.⁹⁴

2.4.4 AS SOLUÇÕES DE MERCADO: IMPORTAÇÃO DA *POISON PILL*

Diante desses esforços legislativos, do regulador do mercado e até da própria bolsa, o mercado de capitais brasileiro estaria, em tese, enquadrado nos devidos

⁸⁹ Conforme antiga redação do Art. 15, §2º, da Lei nº 6.404/76.

⁹⁰ SANTANA, Maria Helena. O Novo Mercado por Maria Helena Santana. In: SANTANA, Maria Helena; et. al., Novo Mercado and Its Followers: Case Studies in Corporate Governance Reform. 2008. p. 6-10. Disponível em: [http://www.b3.com.br/data/files/2C/46/8A/B7/88337610515A8076AC094EA8/Focus%205_Capitulo%20Novo%20Mercado%20IFC%202008 .pdf](http://www.b3.com.br/data/files/2C/46/8A/B7/88337610515A8076AC094EA8/Focus%205_Capitulo%20Novo%20Mercado%20IFC%202008.pdf). Acesso em: 23 jul. 2022.

⁹¹ GORGA, Érica. Changing the Paradigm of Stock Ownership: From Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence From Brazil and Consequences for Emerging Countries. In: *American Law & Economics Annual 18th Association Meeting*. Working Paper 76. mai. 2008. p. 479.

⁹² B3 S.A. – BRASIL, BOLSA, BALCÃO. Regulamento de listagem do Nível 1. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/nivel-1/. Acesso em 23 jul. 2022.

⁹³ B3 S.A. – BRASIL, BOLSA, BALCÃO. Regulamento de listagem do Nível 2. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/nivel-2/. Acesso em 23 jul. 2022.

⁹⁴ B3 S.A. – BRASIL, BOLSA, BALCÃO. Regulamento de listagem do Novo Mercado. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/novo-mercado/. Acesso em 23 jul. 2022.

moldes de governança e com uma estrutura legal e regulatória adequada. Ou seja, a bolsa brasileira estaria apta a receber maiores volumes de investimentos, empresas e investidores, sanando os antigos vícios e conflitos de agência, de modo que diversas empresas aderiram aos novos níveis de listagem⁹⁵ a fim de valorizar as suas ações.⁹⁶

Entretanto, assim como Lipton, nos Estados Unidos, desenvolveu o *Shareholders Rights Plan* como uma medida defensiva às tomadas de controle hostil, as companhias brasileiras se adaptaram conforme a mudança, já exposta, das estruturas e normas acerca da propriedade acionária.⁹⁷ Desse modo, as companhias brasileiras adotaram as suas próprias medidas defensivas à aquisição de controle hostil, tendo em vista a exposição às *tender offers* que a dispersão acionária representava, advindo o modelo, predominante até hoje, da obrigação de realizar uma OPA por atingimento de participação mínima, formalmente identificada como: “cláusula de proteção à dispersão acionária”.⁹⁸

Esse modelo de cláusula *anti-takeover*⁹⁹, na prática, foi apelidado de *poison pill* brasileira, por ser inspirada no modelo original norte-americano. Contudo, conforme será exposto mais adiante, tratam-se de provisões completamente distintas, seja pela tradição romanística no Brasil e impedimentos legais de se aplicar as formas de *flip-in/flip-over* ou pela conveniência para as companhias que as implementaram.¹⁰⁰

Nessa linha, Mariana Pargendler expõe o Direito Comercial brasileiro, nos oitocentos, como uma amálgama entre legislação mercantil de outras Estados nacionais, como o francês, reiteradamente adequada conforme os interesses

⁹⁵ Atualmente, há 202 empresas listadas no Novo Mercado. B3 S.A. – BRASIL, BOLSA, BALCÃO Empresas listadas. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm. Acesso em: 23 jul. 2022.

⁹⁶ Desde a abertura do Novo Mercado, dezenas de companhias buscaram entrar no maior nível da governança da bolsa, sendo a Companhia de Concessões Rodoviárias (CCR) a primeira empresa a ser listada no segmento, em 20 de novembro de 2001. CCR S.A. CCR e BM&FBovespa comemoram 10 anos do primeiro IPO do Novo Mercado: Empresa estreou o segmento mais rígido do mercado de capitais brasileiro. 1º de fevereiro de 2012. Disponível em: http://www.grupoccr.com.br/assets/grupoccr/files/misc/310efe6b21224979af595e209802fe33_ccr_e_b_m_fbovespa_comemoram_10_anos_primeiro_pdf.pdf. Acesso em: 23 jul. 2022.

⁹⁷ GORGA, Érica. Changing the Paradigm of Stock Ownership: From Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence From Brazil and Consequences for Emerging Countries. In: *American Law & Economics Annual 18th Association Meeting*. Working Paper 76. mai. 2008. p. 479.

⁹⁸ MUNHOZ, Eduardo Secchi. Aquisição de controle na sociedade anônima. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 287.

⁹⁹ O termo se refere às “Contra aquisições hostis”. (tradução nossa).

¹⁰⁰ ZANINI, Carlos Klein. “A Poison Pill Brasileira: Desvirtuamento, Antijuridicidade e Ineficácia”, in ADAMEK, Marcelo Vieira Von (coord.), *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*, São Paulo, Malheiros, 2011. p. 260.

sociais.¹⁰¹ Essa espécie de mimetismo legislativo implicou, portanto, uma “tradição” de importação de diversos institutos que, posteriormente, necessitaram adequação para o ambiente brasileiro - é o caso das *poison pills* aqui analisadas.

De qualquer sorte, o fato é que com a ascensão do mercado de capitais na primeira metade dos anos 2000, viu-se a difusão dessas cláusulas de proteção à dispersão acionária nos estatutos sociais das companhias abertas.¹⁰² Assim, pode-se ver maior estímulo à abertura do capital, de modo que companhias com capital pulverizado passaram a negociar em bolsa sem a insegurança de ser dominada por um comprador mal-intencionado.¹⁰³

Todavia, as companhias brasileiras, novatas, segundo Francisco Müssnich e Vitor Lobão Melo,¹⁰⁴ inseriam as cláusulas de proteção à dispersão acionária sem a devida análise, visando apenas à manutenção dos fundadores no poder após a abertura do capital. Dessa maneira, pode-se ver a disseminação desse mecanismo, inclusive, nas empresas com controle majoritário,¹⁰⁵ trazendo, pois, o questionamento acerca da validade, do propósito e da eficiência das “*brazilian pills*” ou pílulas brasileiras, cuja aplicação, em tese, dar-se-ia casuisticamente.¹⁰⁶

¹⁰¹ PARGENDLER, Mariana. Evolução do direito societário: lições do Brasil. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 115-119.

¹⁰² “A ressurreição do mercado acionária brasileiro, experimentada a partir do ano de 2006, introduziu no cenário jurídico nacional temas até então praticamente inexplorados, como o das *poison pills*. Traduzidas literalmente, essas “pílulas de veneno” consistiriam em mecanismos destinados a impedir, inibir ou dificultar uma tomada de controle”. ZANINI, Carlos Klein. “A Poison Pill Brasileira: Desvirtuamento, Antijuridicidade e Ineficácia”, in ADAMEK, Marcelo Vieira Von (coord.), Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos, São Paulo, Malheiros, 2011. p. 256-257.

¹⁰³ Era o caso da Submarino, cujo *free float* chegava a 97,47%, em 25.04.2006; e das Lojas Renner, que possuía 94,32% de *free float*, em 21.03.2006. Ressalta-se que em ambas as empresas o *free float* virtualmente chegava a 100%, na medida que nenhum acionista conseguia deter, isolado, o controle da companhia, bem como não existia Acordo de Acionistas. VIEIRA, Jorge; MARTINS, Eliseu; e FÁVERO, Luiz Paulo Lopes. Poison pills no Brasil: um estudo exploratório. 2ª versão. Revista Contabilidade & Finanças, USP. São Paulo. v. 20, n. 50. maio/agosto 2009. p.17-18. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rcf/a/FzmcqRV9MR9BZzmW5XKwWLC/?format=pdf&lang=pt>. Acesso em: 23 jul. 2022.

¹⁰⁴ “Surfando nesta onda, certas companhias abertas a maioria composta de novatas recém admitidas a negociação de suas ações, com a promessa de manutenção dos seus controladores/fundadores no poder após abertura de capital — inseriram cláusulas de proteção a tomada hostil de controle em seus estatutos sociais.” MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; LOBÃO MELO, Vitor de Britto. Análise prática e considerações sobre a realidade e a aplicação das medidas de proteção à tomada hostil de controle nos estatutos sociais das companhias abertas brasileiras (Brazilian Pills). In: COUTO SILVA, Alexandre. Direito societário: estudos sobre a lei de sociedades por ações. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 256.

¹⁰⁵ Ver estatuto social da Irani Papel Embalagem S.A., que possui a cláusula de proteção à dispersão acionária, mesmo sendo controlada por um grupo de empresas pertencentes a uma única sociedade controladora. IRANI PAPEL EMBALAGEM S.A. Relações com Investidores: Estatuto Social. Disponível em: <https://ri.irani.com.br/governanca-corporativa/visao-geral/>. Acesso em: 23 jul. 2022.

¹⁰⁶ MÜSSNICH, Op. Cit., p.258.

Mais do que isso, acessoriamente às *poison pills* brasileiras, passaram-se a introduzir outras disposições nos estatutos sociais, direcionadas não somente para o emissor da oferta hostil, mas também outras provisões aos próprios acionistas da companhia-alvo. Além do estabelecimento de elevadíssimos preços da OPA e do gatilho baixíssimo para sua ativação, o ponto mais questionável e debatível é sobre a “cláusula pétrea”.

Nesse sentido, passou-se a utilizar, conjuntamente, às *poison pills* brasileiras essa espécie de cláusula de imutabilidade, cuja redação comumente passou a dispor que: todo acionista que votar em favor da supressão ou alteração da cláusula de proteção à dispersão acionária seria obrigado a realizar uma OPA, nos mesmos moldes da referida cláusula.¹⁰⁷ Redação que acabaria por agravar eventuais problemas atrelados ao modelo brasileiro, consoante Carlos Klein Zanini.¹⁰⁸

Por conseguinte, essa disposição habitual das “cláusulas pétreas” evidencia os rumos que as *poison pills* pátrias têm tomado no Brasil. São, portanto, o centro deste trabalho os novos mecanismos que não se sabe se militam em favor ou prejuízo do acionista. Como expõe João Pedro do Nascimento¹⁰⁹, as *poison pills* clássicas possuem duas características essenciais: gatilho e possibilidade de desarme, de modo que a ausência do segundo elemento, na prática brasileira, é a fonte dos desdobramentos de maior controvérsia e impacto sobre as tomadas hostis de controle no Brasil.

Dessa forma, busca-se percorrer a espinha dorsal da cláusula de imutabilidade, que acompanha as *poison pills* brasileiras, analisando, pela ótica dos princípios do direito comercial e da legislação aplicável, a licitude e validade da “cláusula pétrea”. Logo, o âmago deste trabalho é identificar se é caso de disposição válida e legítima ou é uma forma de entrincheiramento da OPA estatutária para fim de manutenção do poder de controle.

¹⁰⁷ ZANINI, Carlos Klein. “A Poison Pill Brasileira: Desvirtuamento, Antijuridicidade e Ineficácia”, in ADAMEK, Marcelo Vieira Von (coord.), Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos, São Paulo, Malheiros, 2011. p. 273.

¹⁰⁸ “O desvirtuamento, a antijuridicidade e ineficiência encontrados na *poison pill* brasileira restam sobremaneira agravados pela sua quase imodificabilidade. É que, visando assegurar sua eficácia – consistente no impedimento à aquisição de uma parcela relevante de participação acionária -, a *poison pill brasileira* costuma vir acompanhada de mecanismos destinados a tornar praticamente impossível sua retirada dos estatutos sociais nos quais inserida.” ZANINI, *Loc. Cit.*

¹⁰⁹ NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. Medidas Defensivas a Tomada de Controle de Companhias. 2ª ed. Revista, Ampliada e Atualizada. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 189-191.

3 POISON PILL À BRASILEIRA: O ARQUÉTIPO DO CONTROLE ACIONÁRIO E A SUA ALIENAÇÃO EM BOLSA OU BALCÃO

Superada a trajetória das companhias do ponto de vista histórico da economia e legislação pertinente, cabe enquadrar os conceitos-chaves para a discussão acerca da estrutura do controle acionário, a sua alienação e, por fim, o design da *poison pill* brasileira. Para tanto, parte-se da ideia de que toda companhia possui cinco características fundamentais: personalidade jurídica, responsabilidade limitada, ações transferíveis, administração delegada em estrutura de um conselho e propriedade do investidor.¹¹⁰

Sobre esses elementos, evidente que todos se relacionam com o objeto deste trabalho em algum teor, como é caso da administração desvinculada da propriedade do capital,¹¹¹ cujas decisões impactam diretamente o rumo da companhia, principalmente na experiência norte-americana, na qual o *board* é decisivo em caso de uma *hostile takeover*, conforme bem descrito por Eduardo Munhoz¹¹² e João Pedro do Nascimento.¹¹³ Porém, considerando as diferenças das normas e princípios societários que vigoram no Brasil e nos países de *common law*, a tendência é de que a presente reflexão orbite os eixos da transferibilidade das ações e, primordialmente, da propriedade do investidor, adaptando-se, pois, para o direito pátrio.¹¹⁴

Nessa vereda, conforme expõe-se mais adiante, as *poison pills* brasileiras possuem, em tese, um certo condão de estimular a livre circulação – atrelada à transferibilidade acionária – no sentido de manter um *free float* mínimo. Isto é, visando

¹¹⁰ ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier; e PARGENDLER, Mariana. What Is Corporate Law? in: KRAAKMAN, Reinier. *The Anatomy of Corporate Law: A comparative and Functional Approach*. 3 ed. Oxford University Press. Reino Unido. 2017, p. 5.

¹¹¹ Conforme descrição de Eduardo Munhoz, baseada nos artigos de Lipton: “Como já se observou, a defesa veemente do papel ativo dos administradores nos processos de aquisição de controle tem origem em artigo de LIPTON, advogado responsável pela criação das primeiras *poison pills*. O advogado desenvolve a tese de que o sistema societário norte-americano põe os administradores no centro da estrutura de poder, cabendo-lhes tomar as decisões empresariais relevantes”. (MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 204-205.)

¹¹² MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva. 2013. p. 203-204.

¹¹³ NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas Defensivas a Tomada de Controle de Companhias*. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 201-203.

¹¹⁴ A compreensão da concentração e dispersão da propriedade acionária (do capital) é o ponto de partida deste escrito, uma vez que *poison pills* visam a regular a transferência de controle que, ao fim e ao cabo, decorre justamente da propriedade das ações com direito a voto. Para tanto, Comparato refere-se à célebre obra de Berle e Means para apontar a dissociação entre controle e propriedade. (BERLE, Adolf A.; e MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation and Private Property*, Nova Iorque, Ed. Revsita, 1967, p.8. *apud*. COMPARATO, Fábio Konder e FILHO, Calixto Salomão. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 6ª Ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2014. p. 104.)

à maior liquidez das ações no mercado.¹¹⁵ Para tanto, como já sinalado, as *poison pills* costumam inclusive receber o nome de “Cláusula de Proteção à Dispersão Acionária”.

Por outro lado, o segundo ponto, da propriedade do acionista, diz respeito à consolidação da participação do adquirente de ações em bolsa ou balcão. Ou seja, justamente o investidor que gozou da transferibilidade acionária para compor participação na sociedade.

Esse último eixo, sobre a propriedade, destaca-se ainda mais a sua magnitude para o tema deste estudo. A relação entre propriedade, poder de controle (assim como sua alienação) e a consolidação de participação relevante por acionista minoritário ou por terceiro estranho a companhia, é a linha mestra que indica toda a lógica tangente às *poison pills* brasílicas.¹¹⁶

No caso, conforme descrito mais adiante, o alcance de determinado percentual de ações é justamente a medição para ativação da referida medida defensiva,¹¹⁷ assim sendo, utiliza-se como critério, a propriedade do investidor. Todavia, indica-se que a posição acionária, estipulada como gatilho, não necessariamente – quase nunca – implica a alteração do controle da companhia. Por conseguinte, não havendo a efetiva oferta hostil ou tentativa de tomada do controle, sequer poderia se falar em uso de medida defensiva, mas sim, segundo Carlos Klein Zanini, de provisão oligárquica, com intuito de manutenção do poder de controle.¹¹⁸

¹¹⁵ A questão da liquidez é controversa, sendo amplamente questionada pela doutrina, uma vez que, ao se analisar o teor das *poison pills* brasileiras, não se observa necessariamente relação com a liquidez (*free float* mínimo). Nesse sentido, argumentam Marcos Barbosa Pinto e Otávio Yazbek. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Memorando, Dir. Marcos Barbosa Pinto e Dir. Otávio Yazbek, de 14 de abril de 2008, p. 5. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/2278248/mod_folder/content/0/Memorando%20Poison%20Pill_s.pdf?forcedownload=1. Acesso em: 9 ago. 2022.

¹¹⁶ Assim como a propriedade é a base para a compreensão, o seu controle é aspecto derivado que dita o seu rumo. Desse modo, Comparato o define como: “O Controle é, pois, o direito de dispor dos bens alheios como um proprietário. Controlar uma empresa significa poder dispor dos bens que lhe são destinados, de tal arte que o controlador se torna senhor de sua atividade econômica.” COMPARATO, Fábio Konder e FILHO, Calixto Salomão. O Poder de Controle na Sociedade Anônima. 6ª Ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2014. p. 104.

¹¹⁷ Como aponta Modesto Carvalhosa, o modelo de *poison pill* pressupõe o atingimento de posição; percentual de ações. CARVALHOSA, Modesto. As *Poison pills* estatutárias na Prática Brasileira: alguns aspectos de sua Legalidade. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGAO, Leandro Santos de. Direito Societário: Desafios Atuais. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 25.

¹¹⁸ Nesse viés, expõe: “A experiência demonstra que a *poison pill* brasileira tem sido largamente adotada em companhias submetidas a um bloco de controle perfeitamente conhecido e identificado. Em tais circunstâncias, sua utilização acarreta o desvirtuamento do instituto, na medida em que ao invés de impedir a formação de um bloco de controle, passa a tutelá-lo.” ZANINI, Carlos Klein. “A *Poison Pill* Brasileira: Desvirtuamento, Antijuridicidade e Ineficácia”, in. ADAMEK, Marcelo Vieira Von (coord.), Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos, São Paulo, Malheiros, 2011, p. 277.

Assim sendo, partindo dos eixos acima elencados, bem como dos conflitos de agência, em especial, controlador e minoritários,¹¹⁹ no caso das *poison pills* brasileiras, adentra-se à estrutura da aquisição de controle e da Cláusula de Proteção à Dispersão Acionária. Por fim, deve se ter em conta as incongruências típicas do modelo pátrio¹²⁰ e, sobretudo, a grande mazela ou aberração jurídica que acompanham as “*poison pills*” – as cláusulas pétreas.¹²¹

3.1 O EFETIVO PODER DE CONTROLE NAS COMPANHIAS

Inicialmente, vale recordar a definição de Fábio Konder Comparato, em sua célebre obra, que é tida como significado consolidado do que, de fato, seria o poder de controle nas companhias:

“A definição do poder de dominação ou controle, na sociedade anônima – já o dissemos – é sempre feita em função da assembleia geral, pois ela é o órgão primário ou imediato da corporação, que investe todos os demais e constitui a última instância decisória. Embora, num caso determinado, devam participar da reunião, também os administradores e o auditor independente, se houver (Lei nº 6.404/76, art. 134, §1º), nas assembleias gerais só vota o acionista e, ainda assim, desde que sus ações não sejam ao portador (art. 112).”¹²²

¹¹⁹ Conforme a análise da doutrina, observa-se que os problemas das *poison pills*, tanto no Brasil quanto no exterior, decorrem do desvirtuamento de sua finalidade (proteger o interesse da companhia e maximizar o valor para os acionistas) e conflito de interesses (uma classe buscando vantagem sobre a outra). Assim, em caso de conflitos de um grupo com outro, exemplo, majoritários e minoritários, o direito deve intervir a fim de endereçar a solução mais alinhada com os princípios societários. Nesse sentido, na célebre obra coordenada por Reinier Krakman: “Os conflitos de agência podem levantar problemas em companhias com controle disperso ou concentrado: o controlador encarregado são os administradores da companhia alvo no primeiro caso e o acionista controlador no segundo. Em ambas as hipóteses, a regulação das tomadas de controle endereça as tensões entre controlador e minoritários.” “*Agency problems may arise in both widely held and controlled target corporations: the incumbent controller is the target board in the former case and the blockholder in the latter. In both cases, takeover regulation addresses the tensions between the “controller” and the (minority) shareholders.*” DAVIES, Paul; HOPT, Klaus; RINGE, Wolf-Georg. *Control Transactions*. in. KRAAKMAN, Reinier. *The Anatomy of Corporate Law: A comparative and Functional Approach*. 3 ed. Oxford University Press. Reino Unido. 2017, p. 211. (tradução nossa).

¹²⁰ ZANINI, Carlos Klein. “A Poison Pill Brasileira: Desvirtuamento, Antijuridicidade e Ineficácia”, in ADAMEK, Marcelo Vieira Von (coord.), *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*, São Paulo, Malheiros, 2011. *Passim*.

¹²¹ Dentre vários aspectos que circundam o tema da aquisição de controle, as cláusulas pétreas inseridas na seara do modelo brasileiro de provisão *anti-takeover*, parecem ser o elemento de maior urgência. Para tanto, conforme se apresentará mais adiante, as consequências da sua aplicação–agravam todos os demais vícios e problemas da Cláusula de Proteção à Dispersão Acionária.

¹²² COMPARATO, Fábio Konder e FILHO, Calixto Salomão. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 6ª Ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2014, p.43.

Somado, Tullio Ascarelli explica o poder de controle como: “a possibilidade de um ou mais sujeitos imporem a própria decisão à assembleia social”.¹²³ Da mesma forma, Bulhões Pedreira e Lamy Filho entendem como: “o poder supremo da estrutura hierárquica da companhia exercido pelo acionista controlador - titular da maioria pré-constituída dos votos na Assembleia Geral.”¹²⁴

Por sua vez, a legislação identifica esse acionista controlador (detentor do poder) por meio do art. 116, da Lei nº 6.404/76, no sentido de que:

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 assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e
- b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.¹²⁵

Dessa maneira, segundo o posicionamento de Ascarelli e Comparato, à prima facie, apresenta-se a propriedade acionária como o âmago da temática do poder controle, uma vez que apenas a titularidade da maior parte das ações, com direito a voto, garantiria o poder decisório desse acionista ou grupo de acionistas.¹²⁶ Entretanto, ainda que o conceito de propriedade seja substancialmente importante para a disciplina, o próprio autor referencia o fenômeno da separação entre controle e propriedade na sociedade anônima moderna, citando tanto a Marx quanto à obra de Berle e Means, de tal modo que ser o proprietário da maior parte das ações não implica diretamente no exercício do controle da companhia.¹²⁷

¹²³ ASCARELLI, Tullio. *Problemi giuridice*. Milão: Giuffré, 1959, p.267, nota de rodapé n. 28. *apud*. NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas Defensivas a Tomada de Controle de Companhias*. 2ª ed. Revista, Ampliada e Atualizada. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 43.

¹²⁴ LAMY FILHO, Alfredo e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das companhias*, coordenadores Alfredo Lamy Filho; José Luiz Bulhões Pedreira. Vol. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 824.

¹²⁵ BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 15 jul. 2022.

¹²⁶ Nesse viés, apontam Lamy Filho e Bulhões Pedreira: “O grupo controlador somente se configura quando os titulares de direito de voto que o compõem se acham vinculados por acordo de voto, ou sob controle comum, e somente caracteriza o grupo controlador o acordo pelo qual os acionistas se obrigam a exercer os seus direitos de voto como instrumento para deterem em comum ou compartilharem o poder de controle. A interpretação da lei já conduzia à conclusão de que o acordo de acionistas pode ter por objeto o controle da companhia, o que foi confirmado pela nova redação do caput do artigo 118 dada pela Lei nº 10.303/2001, ao incluir expressamente o exercício do poder de controle como objeto dos acordos de acionistas.” LAMY FILHO, Alfredo e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das companhias*, coordenadores Alfredo Lamy Filho; José Luiz Bulhões Pedreira. Vol. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 816.

¹²⁷ Conforme Comparato, em citação à Karl Marx: “No entanto, um dos fenômenos básicos da sociedade anônima, já anunciado *ante litteram* por Karl Marx e, largamente demonstrado, pela primeira vez na célebre pesquisa de Berle e Means nos Estados Unidos, com base em dados estatísticos de 1929, é a possibilidade de dissociação entre propriedade acionária e poder de comando empresarial.”

Nesse sentido, João Pedro Nascimento¹²⁸ destaca o teor da segunda parte do art. 116, da Lei das S.A., aduzindo que a consolidação do controle não se efetiva com a mera propriedade da maioria das ações. Para tanto, é imprescindível para a caracterização do controle o uso real dos direitos de sócios para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia, é dizer: “o poder de controle não decorre meramente de relações de direito, mas também pressupõe o exercício efetivo, com base em relações de fato”.¹²⁹

Por fim, impreterivelmente, Bulhões Pedreira e Lamy Filho, esclarecem sobre o exercício do efetivo poder de controle:

“O requisito de que a pessoa (ou grupo de pessoas) exerça efetivamente o poder de dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia se explica porque a definição do artigo 116 da Lei abrange pessoas naturais, e a experiência mostra que há pessoas naturais que, embora sejam titulares da maioria dos votos, não exercem efetivamente o poder de controle, como no caso da viúva do empresário que o sucede na maioria dos direitos de voto mas deixa a administração da companhia entregue aos administradores profissionais em que o marido confiava, sem exercer efetivamente o poder de controle.”¹³⁰

Por conseguinte, depreende-se, pois, que embora o texto legal trate de “acionista controlador”, não se limita apenas a um único acionista. Assim, pode ser um conjunto vinculado por instrumentos contratuais, como acordo de acionistas, – não apenas a propriedade de percentual majoritário por um único acionista garante o efetivo exercício do poder de dominação.¹³¹ Mais do que isso, o controle efetivo poderá ser imputado, inclusive, a quem sequer detenha a qualidade de acionista,

COMPARATO, Fábio Konder e FILHO, Calixto Salomão. O Poder de Controle na Sociedade Anônima. 6ª Ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2014, p. 43-44.

¹²⁸ NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. Medidas Defensivas a Tomada de Controle de Companhias. 2ª ed. Revista, Ampliada e Atualizada. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 45.

¹²⁹ ASCARELLI, Tullio. Problemi giuridice. Milão: Giuffrè, 1959, p.267, nota de rodapé n. 28. apud. NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. Medidas Defensivas a Tomada de Controle de Companhias. 2ª ed. Revista, Ampliada e Atualizada. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 43.

¹³⁰ LAMY FILHO, Alfredo e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. Direito das companhias, coordenadores Alfredo Lamy Filho; José Luiz Bulhões Pedreira. Vol. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p.817.

¹³¹ Assim explica Modesto Carvalhosa sobre o modelo de acordo de acionistas direcionada para o exercício do poder de controle, o qual, segundo o autor, seria, inclusive, o tipo de acordo mais importante: “O mais relevante tipo de acordo de acionistas no direito brasileiro é o que tem por objeto o exercício do poder de controle, do qual decorre não apenas a sua plena oponibilidade à companhia, como vinculação desta os seus termos, na medida em que é parte substancialmente interessada na sua execução. Existe uma unidade jurídica entre o contrato de sociedade (estatuto social) e o acordo de controle, como referido. Isto posto, o acordo de controle, por força da nova redação dada ao art. 118 da lei societária pela Lei n. 10.303, de 2001, institui entre nós o regime de *pooling agreement*, consagrado há mais de um século pela doutrina e pela jurisprudência norte-americanas. Por meio dessa modalidade de acordo, os acionistas signatários instituem uma comunhão para, assim, exercer o controle societário.” CARVALHOSA, Modesto. Acordo de acionistas: homenagem a Celso Barbi Filho. 2 ed. São Paulo: Saraiva, 2015, p. 115.

como é o caso do direcionamento das atividades e órgãos sociais por conta dos administradores.¹³²

3.1.1 A TIPIFICAÇÃO DO CONTROLE

Sobre os tipos, parte-se da premissa, estabelecida no ponto anterior, de que para haver consolidação do poder de controle é preciso que uma pessoa ou um grupo exerça, de fato, as competências de direcionar o rumo da companhia, de forma não esporádica. Dessa forma, a depender das características do quadro acionário da companhia, em relação à concentração, dispersão ou pulverização do capital, define-se o tipo de controle que¹³³, conforme Berle e Means¹³⁴, poderá ser definido como: (a) totalitário ou quase totalitário; (b) majoritário; (c) minoritário; (d) administrativo ou gerencial; e (e) por meio de mecanismo legal.¹³⁵

Entretanto, para os fins deste trabalho, utiliza-se a segmentação do poder proposta por Comparato¹³⁶ e amplamente aceita pela doutrina.¹³⁷ Logo, suprime-se a

¹³² Ver item 3.2.1.2.

¹³³ Para se evitar eventuais dúvidas e questionamentos, elucida-se que, embora seja de extrema relevância, o tema do controle externo não será integrado a este rol de tipos de controle. Tendo em vista que o enfoque do presente trabalho é a sobre a cláusula de proteção à dispersão acionária, não será discorrido sobre transferência do controle externo por se entender que a *poison pill* estatutária não influi diretamente sobre esse tipo de controle.

¹³⁴ Para tanto: “Cinco maiores tipos podem ser diferenciados, por meio de uma linha estreita que separa cada tipo. Entre esses incluem-se (1) controle por meio de quase toda a propriedade, (2) controle majoritário, (3) controle por meio de mecanismo legal sem controle majoritário, (4) controle minoritário e (5) controle gerencial”. “Five major types can be distinguished, though no sharp dividing line separates type from type. These include (1) control through almost complete ownership, (2) majority control, (3) control through a legal device without majority ownership, (4) minority control, and (5) management control.” BERLE, Adolf. A; e MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation and Private Property*. Nova Iorque. The Macmillan Company. 1933, p 70. (tradução nossa).

¹³⁵ João Pedro Scalzilli explica as tendências do mercado, expostas por Berle e Means, que possibilitaram o surgimento de outras formas de poder de controle, destacando, pois, a injeção de grande monta de capital e o absenteísmo dos acionistas. Nesse viés: “o ingresso fenomenal de recursos e de acionistas no seio da sociedade anônima e a postura absenteísta da maioria desses – resultaram na existência de uma diversidade de situações de controle, dentre as quais descritas por Berle e Means: (i) controle através da propriedade quase total das ações com direito de voto; (ii) controle majoritário; (iii) controle através de um dispositivo legal sem propriedade majoritária; (iv) controle minoritário; (v) controle administrativo.” SCALZILLI, João Pedro. *Mercado de Capitais, Ofertas Hostis e Técnicas de Defesa*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 38.

¹³⁶ COMPARATO, Fábio Konder e FILHO, Calixto Salomão. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 6ª Ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2014, p. 67.

¹³⁷ NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas Defensivas a Tomada de Controle de Companhias*. 2ª ed. Revista, Ampliada e Atualizada. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 49.

categoria de “controle por meio de mecanismo legal”¹³⁸ na medida que seria apenas um desdobramento de outras formas.¹³⁹

Assim sendo, dentro das quatro formas de controle adotadas, o (i) controle quase totalitário, como o nome induz, funda-se da titularidade de quase todas as ações com direito a voto. Dessa maneira, sem grande esforço, o controlador, em tese, importaria tranquilamente a sua vontade diante da companhia, por meio da assembleia, com base no artigo 129, da Lei nº 6.404/76.

Atenta-se, contudo, que a doutrina não é unívoca,¹⁴⁰ de modo que Berle e Means defendem a inclusão de sociedade unipessoais ou subsidiária integral nessa categoria,¹⁴¹ enquanto Comparato aduz que a mera existência de outro acionista, ainda que com ínfima participação, alteraria totalmente as normas aplicáveis a uma sociedade com um único sócio e a dinâmica do poder de controle.¹⁴²

Em outras palavras, de acordo com o último autor, com a existência de apenas um acionista não haveriam outros interesses a considerar, inexistindo, portanto, necessidade de quaisquer regras para regular conflitos – entre acionistas – no geral.¹⁴³ Por outro lado, ao existir outros integrantes na composição acionária, dever-se-ão observar os seus interesses e a sua necessária participação.¹⁴⁴

(ii) O controle majoritário, por sua vez, consolida-se com percentual superior à metade do capital social votante, garantindo, pois, o efetivo controle da companhia.

¹³⁸ COMPARATO, Fábio Konder e FILHO, Calixto Salomão. O Poder de Controle na Sociedade Anônima. 6ª Ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2014, p. 44.

¹³⁹ Para tanto, Scalzilli argumenta nos seguintes termos: “Consideramos o controle por mecanismo legal uma forma de exercício de uma das espécies acima referidas, mais especificamente as três primeiras.” SCALZILLI, João Pedro. Mercado de Capitais, Ofertas Hostis e Técnicas de Defesa. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 204, p.38.

¹⁴⁰ NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. Medidas Defensivas a Tomada de Controle de Companhias. 2ª ed. Revista, Ampliada e Atualizada. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 50.

¹⁴¹ BERLE, Adolf. A.; e MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation and Private Property*. Nova Iorque. The Macmillan Company. 1933, p. 70.

¹⁴² BERLE, Adolph A.; MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation and Private Property*. Nova Iorque, Ed. revista. 1967, p. 67. *apud*. COMPARATO, *Op. Cit.*, p. 44.

¹⁴³ Cada vez, mais a prática societária, alinhada com os parâmetros ESG, estabelece responsabilidade perante pessoas que não necessariamente integrem a categoria de *shareholders*, tais como credores e trabalhadores. Logo, em que pese a lição de Comparato, embora não seja o enfoque do debate, não se desconsidera, aqui, a existência, de fato, de interesses opostos – mesmo em sociedade unipessoal – e, portanto, a necessidade de normas para coordenar essa forma outros conflitos de agência. ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; e KRAAKMAN, Reinier. Agency Problems and Legal Strategies. in. KRAAKMAN, Reinier. *The Anatomy of Corporate Law: A comparative and Functional Approach*. 3 ed. Oxford University Press. Reino Unido, 2017, p. 30.

¹⁴⁴ Para tanto, o legislador claramente demonstra a sua preocupação de tutelar os interesses de todos os acionistas, por menor que seja a sua participação. Assim, destaca-se, o art. 221, da Lei nº 6.404/76, exige o aval da unanimidade dos sócios ou acionistas para transformação (alteração do tipo societário) ou, em caso de disposição no estatuto ou contrato social em sentido diversos, demanda a garantia do direito de retirada do sócio dissidente.

Ademais, como assinalado e suficientemente discorrido, anteriormente, não se demanda que um único acionista, isoladamente, possua mais de 50% das ações ordinárias. Desse modo, admite-se a união de grupo de acionistas reunidos por acordo de acionistas, nos termos do art. 118, da Lei nº 6.404/76, para que exerçam o poder de controle de forma conjunta.¹⁴⁵

Sobre as outras duas formas de controle, sinaliza-se que possuem distinção primordial das duas primeiras. No caso, a diferença é de que o exercício do poder de controle se efetiva sem a propriedade da maioria das ações com direito a voto. Assim, o controlador não atinge metade do capital social votante ou sequer possui participação, reforçando, pois, o fenômeno apresentado por Berle e Means – dissociação de propriedade e controle.¹⁴⁶

Nessa seara, o (iii) controle minoritário é exercido por acionista ou grupo de acionistas que possuam menos da metade do capital votante. Trata-se, pois, de modelo mais presente em mercado dispersos, nos quais não se observa o acúmulo de grandes participações societárias nas companhias, por um acionista ou grupo. Igualmente, em mercados desenvolvidos, com grande injeção de capital, presencia-se alto número de investidores desinteressados ou impossibilitados de participar da gestão¹⁴⁷ e votação sobre os negócios sociais.¹⁴⁸

Destarte, nesse contexto, abre-se a brecha para o surgimento desse controlador minoritário, cuja participação não necessita alcançar a maioria do capital social votante para o exercício efetivo do poder de controle. Logo, bastaria apenas que esse acionista ou grupo de acionistas atingisse a maioria dos votos presentes na assembleia geral, pouco importando se seria representada a titularidade 5% ou 49% da totalidade das ações com direito a voto.

Nesse diapasão, é pertinente a alusão oferecida por Berle e Means:

“The larger the company and the wider the distribution of its stock, the more difficult it appears to be to dislodge a controlling minority. As a financial

¹⁴⁵ LAMY FILHO, Alfredo e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. Direito das companhias, coordenadores Alfredo Lamy Filho; José Luiz Bulhões Pedreira. Vol. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 824.

¹⁴⁶ Para tanto: “Conforme a propriedade acionária se tornou mais amplamente dispersa, a propriedade das ações e o controle sobre o patrimônio social passou a remanescer cada vez menos nas mesmas mãos”. *“As the ownership of corporate wealth has become more widely dispersed, ownership of that wealth and control over it have come to lie less and less in the same hands.”*. BERLE, Adolf. A; e MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation and Private Property*. Nova Iorque. The Macmillan Company, 1933, p. 69. (tradução nossa).

¹⁴⁷ REGO, Marcelo Lamy. Pedido de procuração para votar. In. CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; e ARAGÃO, Leandro Santos de (coord.) – Direito Societário – Desafios Atuais – São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 320-321.

¹⁴⁸ BERLE, Adolf. A; e MEANS, *Op. Cit.*, p.68.

*operation it would be practically impossible for and outside interest to purchase a majority of the stock of the General Motors Corporation; even a Rockefeller would think twice before endeavoring to purchase a majority ownership of the Standard Oil Company of Indiana.”*¹⁴⁹

Todavia, há matérias que exigem *quórum* específico para aprovação em assembleia, uma vez que representam mudança crucial nos rumos da companhia, vide o quórum para alteração do objeto social, não sendo possível a sua votação apenas pela maioria dos presentes em assembleia. Dessa maneira, além dos casos em que se exige unanimidade dos votos dos acionistas, como o art. 221 da Lei nº 6.404/76,¹⁵⁰ há ainda matérias que se requer pelo menos metade do capital social votante para a sua aprovação, conforme o rol do art. 136, da Lei nº 6.404/76.¹⁵¹

Por último, (iv) reputa-se ao dito controle gerencial ou administrativo, cuja premissa diverge dos demais, uma vez que não se alicerça na propriedade acionária, mas apenas no exercício do poder de controle pelos administradores da companhia. Trata-se, pois, do típico controle em companhias pulverizadas, com *free float* acima de 95%, ou ainda, *free float* virtual de 100% nas quais os acionistas não alcançam participação suficiente para a consolidação do controle.

Dessa maneira, os administradores, por meio de pedidos públicos de procuração, direcionados aos acionistas, controlam as decisões e orientam os rumos da companhia – essa prática, já utilizada há décadas no exterior, é conhecida como “*proxy machinery*”.¹⁵² Ressalva-se, pois, que no Brasil devem ser observados os

¹⁴⁹ “*Enquanto maior a companhia e a distribuição de ações, a grande dificuldade parece ser desfazer o controle minoritário. Em relação a uma operação financeira, seria praticamente impossível para um agente externo adquirir a maioria das ações da General Motors; até mesmo Rockefeller pensaria duas vezes antes de visar à aquisição da maioria das ações da Standard Oil Company de Indiana*” BERLE, Adolf. A; e MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation and Private Property*. Nova Iorque. The Macmillan Company, 1933, p. 80. (tradução nossa).

¹⁵⁰ “Art. 221. A transformação exige o consentimento unânime dos sócios ou acionistas, salvo se prevista no estatuto ou no contrato social, caso em que o sócio dissidente terá o direito de retirar-se da sociedade.”

¹⁵¹ A Lei nº 6.404/76 estabelece a necessidade de aprovação de, pelo menos, metade do capital votante para, por exemplo, os casos incisos, I; IV; VI e X do artigo 136: (1) criação de ações preferenciais ou aumento de classe de ações preferenciais existentes; (2) - fusão da companhia, ou sua incorporação em outra; (3) - mudança do objeto da companhia; (4) - dissolução da companhia.

¹⁵² Lamy Rego explica esse mecanismo de pedido de procuração (*proxy machinery*) como uma das formas pelo exercício do poder de controle, destacando, pois, a desproporção entre o elevado poder e baixo risco de quem abuse desse instituto. REGO, Marcelo Lamy. Pedido de procuração para votar. In. CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; e ARAGÃO, Leandro Santos de (coord.) – *Direito Societário – Desafios Atuais* – São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 322-323.

requisitos do artigo 126, §2º, da Lei nº 6.404/76¹⁵³ e a Resolução 81/22, que revogou a ICVM nº 481.¹⁵⁴

Ainda, João Pedro do Nascimento sinaliza a existência de um embate doutrinário em relação à existência do controle gerencial, protagonizado por Nelson Eizirik e Ricardo Macedo.¹⁵⁵ Porém, em que pese a juventude do mercado capitais brasileiro, o cenário evoluiu desde à época do estudo de Eizirik,¹⁵⁶ expandindo-se, pois, em ritmo vultuoso.¹⁵⁷ Nesse sentido, por mais que a B3 não possua a musculatura das bolsas norte-americanas e britânica, não rara é a identificação de empresas em que os administradores exerçam a maior influência, tendo em vista a excessiva dispersão acionária que algumas companhias detém.¹⁵⁸

Por fim, destaca-se que a exposição da distinção das formas dos poderes não se trata de abstração de conceito sem relevância prática, para mero gozo de juristas e entusiastas da matéria, de forma que não se identificam os sintomas do que Genaro Carrió alude ser: “a doença profissional da nossa classe”.¹⁵⁹ Assim como entender o processo de concentração do capital no Brasil é imprescindível para compreender o ambiente comercial, a capacidade de identificação das formas de controle é um dos pilares deste estudo. Entender a maneira como o efetivo poder de controle se molda

¹⁵³ No caso, o pedido de procuração, segundo o §2º, do art. 126, da Lei das S.A., deve: a) conter todos os elementos informativos necessários ao exercício do voto pedido; b) facultar ao acionista o exercício de voto contrário à decisão com indicação de outro procurador para o exercício desse voto; e c) ser dirigido a todos os titulares de ações cujos endereços constem da companhia.

¹⁵⁴ A Resolução 81/22 da CVM dispõe sobre informações, pedidos públicos de procuração, participação e votação a distância em assembleias de acionistas. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução n. 81, de 29 de março de 2022. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/001/resol081.pdf>. Acesso em: 09 ago. 2022.

¹⁵⁵ NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. Medidas Defensivas a Tomada de Controle de Companhias. 2ª ed. Revista, Ampliada e Atualizada. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 54.

¹⁵⁶ Campos Salles de Toledo traça o paralelo entre a realidade estado-unidense e brasileira, porém aduzindo, em que pese a disparidade de dispersão acionária, é plenamente possível ver companhias de capital pulverizado. TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. Poison pill: *modismo ou solução?* In. CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; e ARAGÃO, Leandro Santos de (coord.) – Direito Societário – Desafios Atuais – São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 174-175.

¹⁵⁷ Assim, Carlos Klein Zanini aponta o reerguimento do mercado acionário brasileiro, em 2006, cuja anos seguintes se prosseguiram de intensa atividade na bolsa. ZANINI, Carlos Klein. “A Poison Pill Brasileira: Desvirtuamento, Antijuridicidade e Ineficácia”, in ADAMEK, Marcelo Vieira Von (coord.), Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos, São Paulo, Malheiros, 2011. p. 256.

¹⁵⁸ DIEGUES, Michelle Baruhm. Difusão de controle: a ampliação da dispersão acionária na Bolsa de Valores de São Paulo, 12 set. 2022. Disponível em: <file:///D:/SSRN-id4216864.pdf>. Acesso em: 13 set. 2022.

¹⁵⁹ CARRIÓ, Genaro. Notas sobre derecho y lenguaje. 4. Ed. Buenos Aires: Abeledo-Perrot, 1990, p.100.

implica a compreensão de quais companhias, condições e quando caberia a inserção das *poison pills* e a sua controversa cláusula pétrea.¹⁶⁰

Mais explicitamente, por mais elementar que seja, importa a distinção na medida que a dispersão ou pulverização acionária é premissa para a existência das *poison pills*. Em caso de controle majoritário ou totalitário, não há de se falar em necessidade de medidas defensivas, uma vez que a aquisição do controle dependerá necessariamente de aceite do controlador.

Dessa forma, apenas em uma companhia com capital disperso faz sentido criar entraves contra tomadas hostis, visando a tutela dos pequenos investidores. Contudo, em uma companhia com bloco de controle definido, as vezes com mais da metade do capital social, questiona-se qual o sentido, finalidades e interesses de tornar extremamente onerosa (quase impossível) a alternância do controle.

3.1.2 A TRANSFERÊNCIA DO CONTROLE E OS INTERESSES RELACIONADOS

A esta altura, é nítida a influência do poder de controle sobre o ecossistema da companhia, uma vez que a figura do controlador importa para a definição de diversas relações jurídicas da sociedade. Ademais, conforme Bulhões Pedreira e Lamy Filho,¹⁶¹ o conceito de controlador apareceu pela primeira vez – no Direito Comercial Internacional – no diploma brasileiro, de modo que a legislação pátria buscou coibir abusos desse acionista com poder de mando. Para tanto, a lei buscou estabelecer diversas normas em favor dos acionistas minoritários, como é o caso do Art. 254 – A da Lei nº 6.404/76, inserido pela Lei nº 10.303 de 2001.¹⁶²

¹⁶⁰ Modesto Carvalhosa aponta a pertinência do debate que se propõe no presente trabalho, não falando acerca de cabimento ou não do instituto, mas sim de legalidade e legitimidade. Nesse sentido: “as medidas estatutárias que têm sido descuidadamente utilizadas pelas companhias brasileiras como forma de evitar alterações do poder de controle nas companhias em virtude da aquisição de um determinado percentual acionário nelas previsto. A licitude e a legitimidade dessas iniciativas ou medidas que visem dificultar, reduzir ou mesmo eliminar a possibilidade de ocorrência de ofertas hostis de aquisição do poder de controle, genericamente denominadas *poison pills*, devem ser analisadas sob a perspectiva da estrutura do capital acionária da companhia em que tais cláusula estão inseridas.” CARVALHOSA, Modesto. As *Poison pills* estatutárias na Prática Brasileira: alguns aspectos de sua Legalidade. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGAO, Leandro Santos de. Direito Societário: Desafios Atuais. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 20.

¹⁶¹ LAMY FILHO, Alfredo e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. Direito das companhias. 2. Ed. atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 591-592.

¹⁶² “Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutive, 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.”

Por sua vez, a troca de titular desse poder é bastante complexa, uma vez que se trata de transação de magnitude substancial, devendo observar diversos preceitos legais, estatutários e regulatórios. Essas restrições e deveres justificam-se, pois, pela amálgama de interesse envolvidos,¹⁶³⁻¹⁶⁴ sejam dos adquirentes ou dos cedentes, conforme bem expõe Luís André Negrelli de Moura Azevedo:

“Os *takeovers* hostis, não raro, causam enorme comoção na sociedade em geral, em decorrência do natural gigantismo de tais operações e do amplo espectro de interesses envolvidos, permitindo que muitas vezes os governos retomem discursos (e iniciativas concretas) de conotação protecionistas, nacionalista e, por vezes, estatizante. (...) E não se pode esquecer que também são partes interessadas os acionistas, administradores, empregados e stakeholders da própria companhia ofertantes, os quais sofrerão as consequências, positivas ou negativas, da aquisição do controle de uma companhia aberta.”¹⁶⁵

Em que pese a multidisciplinaridade deste fenômeno complexo, não se almeja à análise sob a luz de outras áreas do direito, como concorrencial e trabalhista, e do conhecimento, como o estudo da questão política e econômica.¹⁶⁶ Destarte, limita-se tão somente ao estudo pela ótica societária e, dentro dessa seara, restringe-se à breve compreensão do conceito de tomada hostil de controle e a concepção da sua cláusula defensiva.

3.1.2.1.1 A TOMADA “HOSTIL” DO CONTROLE

A palavra “hostil, *à prima facie*, qualifica uma ação como negativa, isto é, desagradável, invasiva, rival, agressiva ou em oposição. Assim, ao se falar de uma oferta de aquisição do controle hostil, surge um ideal pessimista acerca da transação e, portanto, que deve ser repelida. Todavia, as tomadas de controle não necessariamente representam uma ameaça, podendo inclusive gerar valor aos acionistas da companhia-alvo. Dessa maneira, é pertinente vislumbrar o porquê dessa

¹⁶³ DAVIES, Paul; HOPT, Klaus; RINGE, Wolf-Georg. Control Transactions. in. KRAAKMAN, Reinier. The Anatomy of Corporate Law: A comparative and Functional Approach. 3 ed. Oxford University Press. Reino Unido. 2017 p. 207.

¹⁶⁴ LIPTON, Martin; ROWE, Paul K. Pills, Polls and Professors. A Reply to Professor Gilson. New York University Center for Law and Business Research Paper, n. 01-006, abr. 2001, p. 11. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=398060. Acesso em 02 jul. 2022.

¹⁶⁵ MOURA AZEVEDO, Luís André Negrelli de. A oferta pública para aquisição de controle sob a perspectiva da companhia aberta ofertante. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGAO, Leandro Santos de. Direito societário: desafios atuais. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 91-92.

¹⁶⁶ João Pedro Scalzilli faz referência clara à complexidade da transferência do controle, defendendo impreterível investigação minuciosa, por diversas perspectivas distintas, para que se possa ter uma total compreensão do tema. SCALZILLI, João Pedro. Mercado de Capitais, Ofertas Hostis e Técnicas de Defesa. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 121.

denominação, na medida que essa suposta hostilidade é justamente a causa da aplicabilidade da medida defensiva.

Em relação à transferência de controle, entende-se que pode ocorrer de forma amistosa ou hostil – sendo o segundo caso de maior interesse para o presente estudo. *In casu*, Paulo Fernando Campos Salles de Toledo as distingue como sendo a aquisição amigável aquela negociada diretamente entre o interessado e o controlador, enquanto a aquisição hostil se daria pela OPA voluntária de aquisição de controle, ou método semelhante que não oportunizasse diálogo entre adquirente e companhia-alvo.¹⁶⁷

O autor, contudo, observa a posição de António Menezes Cordeiro,¹⁶⁸ cuja definição de hostilidade circunda apenas a negociação com os administradores. Somado, Paul Davies, Klaus Hopt e Wolf-Georg Ringe descrevem uma aquisição amigável como aquela em que se estrutura a tomada de controle como uma oferta contratual ou uma proposta de fusão, aquisição ou incorporação,¹⁶⁹ sem adentrar no mérito do seu endereçamento e intenções do ofertante.

Sem preterir as posições acima exaradas, a distinção entre ofertas hostis e amigáveis exposta por João Pedro do Nascimento parece ser mais adequada e completa, esclarecendo suficientemente o tema. Para tanto, define as propostas amistosas da seguinte maneira:

“As aquisições de controle consideradas amigáveis são aquelas realizadas com o consentimento dos administradores e/ou de determinados acionistas e/ou grupos de acionistas relevantes da companhia-alvo e, em alguns casos, conduzidas em atendimento à solicitação destes. Na maioria dos casos em que a aquisição de controle é realizada de forma amigável a mesma será concretizada por meio de negociações que resultarão na celebração de contrato de compra e venda de ações, em quantidade capaz de assegurar o controle ao adquirente. Todavia, não se deve excluir as ofertas públicas de aquisição de ações como mecanismo realizado também nos casos de operações amigáveis.”¹⁷⁰

¹⁶⁷ TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *Poison pill: modismo ou solução?* In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; e ARAGÃO, Leandro Santos de (coord.) – *Direito Societário – Desafios Atuais* – São Paulo: Quartier Latin, 2009 p. 158.

¹⁶⁸ Nesse viés, expõe o autor nos seguintes termos: “por definição, a ‘hostilidade’ terá de o ser em relação à administração e não aos acionistas: estes são sempre objecto do tratamento ‘amigável’, pressuposto por qualquer oferta pública, que lhes dará a oportunidade (que usarão ou não) de vender, arrecadando um prêmio”. CORDEIRO, António Menezes. *Manual de direito das sociedades*, II v., *Das sociedades em especial*, n. 260, p. 634, Coimbra: Almedina, 2006. *apud*. TOLEDO, *Loc. Cit.*

¹⁶⁹ DAVIES, Paul; HOPT, Klaus; RINGE; Wolf-Georg. *Control Transactions*. in: KRAAKMAN, Reinier. *The Anatomy of Corporate Law: A comparative and Functional Approach*. 3 ed. Oxford University Press. Reino Unido. 2017 p. 205.

¹⁷⁰ NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas Defensivas a Tomada de Controle de Companhias*. 2ª ed. Revista, Ampliada e Atualizada. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 98.

Por conseguinte, se por um lado as ofertas amigáveis são todas aquelas que buscam o diálogo com a administração e parte relevante dos acionistas, as *hostile takeovers* caracterizaram-se pelo contrário. Assim, as tomadas hostis podem consideradas como todas aquelas em que há relutância pela administração ou por um acionista ou grupo de acionistas em face das investidas de eventual adquirente.¹⁷¹

Impreterivelmente, cita-se Plínio José Lopes Shiguematsu, atrelando a categorização de tomada de controle, como amistosa ou hostil, com base na forma que é direcionada à administração e acionistas da companhia.¹⁷² Este conceitua a oferta amigável como uma negociação comum, ou seja, como uma típica operação de M&A, cujo objeto é a incorporação de ações que garantam o controle da empresa-alvo.¹⁷³

Por outro lado, a doutrina define como hostil a oferta não solicitada ou rejeitada pelos administradores e acionistas, pontuando, pois, justamente a agressividade dessa forma de aquisição.¹⁷⁴ No caso das companhias abertas, essa hostilidade é acentuada pela dificuldade de coordenação entre os acionistas, não apenas pela ampla publicidade, mas também pelo grande número de integrantes do corpo acionário – aumentando os custos de agência.¹⁷⁵ Ainda, João Pedro Scalzilli traz a ideia de que a oferta hostil ocorre quando alguém, pessoa física ou jurídica, propõe uma oferta visando à aquisição de participação acionária suficiente para garantir o poder de controle sem sequer avisar aos administradores ou controladores, passando por cima destes.¹⁷⁶

Porém, mais de um dos autores supracitados ressaltam que a denominação hostil, trata-se de mero jargão jurídico, na medida que a oferta, por mais que seja contra a vontade dos controladores ou dos administradores, pode ser bastante

¹⁷¹ SCALZILLI, João Pedro. Mercado de Capitais, Ofertas Hostis e Técnicas de Defesa. São Paulo: Quartier Latin, 2015.p. 121.

¹⁷² SHIGUEMATSU, Plínio José Lopes. Mecanismos de Proteção e Estratégias de Defesa em Tomadas Hostis de Controle. In. CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de e ARAGÃO, Leandro Santos de. (Coord.). Direito Societário – Desafios atuais. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 391.

¹⁷³ SHIGUEMATSU, *Loc. Cit.*

¹⁷⁴ Shiguematsu ainda traz como elemento da hostilidade a pressão que o adquirente exerce sobre a administração da companhia-alvo, na medida que comumente o comprador manifesta ao mercado a sua intenção antes de direcionar a oferta. Dessa forma, não apenas os acionistas da empresa-alvo, mas se aponta a mídias, analistas e reguladores passar exigir ações dos administrados. SHIGUEMATSU, *Loc. Cit.*

¹⁷⁵ DAVIES, Paul; HOPT, Klaus; RINGE; Wolf-Georg. Control Transactions. in. KRAAKMAN, Reinier. The Anatomy of Corporate Law: A comparative and Functional Approach. 3 ed. Oxford University Press. Reino Unido. 2017 p. 206.

¹⁷⁶ SCALZILLI, *Op. Cit.*, 122.

positiva para estes. Nesse viés, Martin Lipton e Paul K. Rowe destacam que, conforme pesquisas sobre o cenário norte-americano, geralmente os acionistas da companhia-alvo obtêm lucros na medida que os acionistas da adquirente dificilmente percebem ganhos relevantes ou até suportam prejuízos.¹⁷⁷

Igualmente, a doutrina internacional faz referência a estudos empíricos que identificam a geração ou destruição de valor quando da ocorrência das tomadas hostis. Assim, refere que, não raramente, uma aquisição hostil é lucrativa para a companhia-alvo, enquanto que a companhia-adquirente não constata acréscimo no valor de suas ações ou verifica perdas na cotação.¹⁷⁸

Nesse viés, Paul Davies, Klaus Hopt e Wolf-Georg Ringe apontam que as *takeover bids*, no geral, produzem valor. Mas questionam a sua necessidade ou pertinência, considerando os riscos e custos que englobam a transação, nos seguintes termos:

“Em geral, as tomadas de controle parecem gerar valor para ambos os grupos juntos. Ainda assim, julgando apenas pela perspectiva do adquirente, muitas tomadas acabam por ser uma decisão economicamente errada. Isso aumenta o questionamento do porquê, em primeiro lugar, das tomadas de controle acontecerem.”¹⁷⁹

Partindo das premissas apontadas, observa-se que a oferta hostil não é obrigatoriamente ruim, contradizendo a sua etimologia. Embora ela seja lançada de

¹⁷⁷ Assim sendo, com base no estudo “*Hostile Takeover in the 1980s: The Return to Corporate Specialization*”, defendem Martin Lipton e Paul Rowe: “Em contraste aos ganhos dos acionistas da companhia-alvo, o patrimônio da companhia adquirente apresentou pouco crescimento ou até mesmo diminuiu durante o tempo da transação.” “*In contrast to the gains of target company shareholders, however, the wealth of acquiring company shareholders showed little change or even decreased around the time of the transaction.*” BHAGAT, Sanjai; SHLEIFER, Andrei; e VISHNY, Robert W. *Hostile Takeovers in the 1980s: The Return to Corporate*. Brookings Papers on Economic Activity, 21, issue 1990 *Microeconomics*, p. 1-84. 1990. *apud*. LIPTON, Martin; ROWE, Paul K. Pills, Polls and Professors. A Reply to Professor Gilson. New York University Center for Law and Business Research Paper, n. 01-006, abr. 2001, p. 29. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=398060. Acesso em: 02 jul. 2022. (tradução nossa).

¹⁷⁸ ROMANO, Robert. A Guide to Takeover: Theory, Evidence, and Regulation, 9 *YALE JOURNAL ON REGULATION* 119, 122 (1992); MARTYNOVA, Marina; e RENNEBOOG, Luc. A Century of Corporate Takeovers: What Have We Learned and Where Do We Stand? 32 *JOURNAL OF BANKING & FINANCE* 2148, 2153 (2008); HOPT, Klaus J.; Takeover Defenses in Europe: A Comparative, Theoretical and Policy Analysis, 20 *COLUMBIA JOURNAL OF EUROPEAN LAW* 249, 252 (2014). *apud*. DAVIES, Paul; HOPT, Klaus; RINGE; Wolf-Georg. Control Transactions. in. KRAAKMAN, Reinier. *The Anatomy of Corporate Law: A comparative and Functional Approach*. 3 ed. Oxford University Press. Reino Unido. 2017, p. 206.

¹⁷⁹ “Overall, however, takeovers appear to create value for both groups taken together. Nevertheless, judged solely from the bidder’s perspective, many takeovers turn out to have been an economic misjudgement in retrospect. This raises the question of why takeovers happen in the first place.” DAVIES, Paul; HOPT, Klaus; RINGE; Wolf-Georg. Control Transactions. in. KRAAKMAN, Reinier. *The Anatomy of Corporate Law: A comparative and Functional Approach*. 3 ed. Oxford University Press. Reino Unido. 2017, p. 207. (tradução nossa).

maneira a dificultar a coordenação dos acionistas, não se trata de um mecanismo criado necessariamente para prejudicar os integrantes da companhia-alvo¹⁸⁰. Para tanto, reputa-se à posição de Paulo Fernando Campos Salles de Toledo que esclarece primorosamente a “hostilidade” da oferta:

“Cumpra-se notar que a oferta ‘hostil’ nem sempre será prejudicial à companhia. Pode ocorrer que seja vantajosa para a empresa e para os acionistas, trazendo novos aportes de capital, técnicas avançadas de gestão, integração a um grupo econômico forte, possibilidade de concorrer mais eficazmente nos segmentos de mercado em que atua, aumentando o seu *market share*, etc. O adjetivo usualmente empregado para essa espécie de aquisição do controle muitas vezes não se justifica, como se vê.”¹⁸¹

Assim sendo, o termo “hostil” parece demandar um sujeito a ser atingido, é dizer, a aquisição de controle poderia ser distinguida em relação a quem seria por ela lesado. Trata-se mais de um dos diversos conflitos de interesses endêmicos das companhias¹⁸²⁻¹⁸³ e um debate acerca dos deveres e do papel da administração e do

¹⁸⁰ DAVIES, Paul; HOPT, Klaus; RINGE, Wolf-Georg. Control Transactions. in. KRAAKMAN, Reinier. *The Anatomy of Corporate Law: A comparative and Functional Approach*. 3 ed. Oxford University Press. Reino Unido. 2017, p. 207.

¹⁸¹ TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. Poison pill: *modismo ou solução?* In. CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; e ARAGÃO, Leandro Santos de (coord.) – *Direito Societário – Desafios Atuais* – São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 158.

¹⁸² Igualmente, refere-se que os conflitos de agência não se limitam ao embate entre administradores e acionistas, existindo da mesma forma entre acionista controlador e minoritários, por exemplo. Para tanto: “A maioria do direito societário pode ser compreendido diante de três fontes principais de oportunismos que são inerentes às companhias: conflitos entre administradores e acionistas, conflitos entre acionistas controladores e não-controladores, e conflitos entre acionistas e outras partes de contratos firmados pela companhia, como credores e empregados.” “*Most of corporate law can be understood as responding to three principal sources of opportunism that are endemic to such organization: conflicts between managers and shareholders, conflicts between controlling and non-controlling shareholders, and conflicts between shareholders and the corporation’s other contractual counterparties, including particular creditors and employees.* ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier; e PARGENDLER, Mariana. *What Is Corporate Law?* in. KRAAKMAN, Reinier. *The Anatomy of Corporate Law: A comparative and Functional Approach*. 3 ed. Oxford University Press. Reino Unido. 2017, p. 2. (tradução nossa).

¹⁸³ Para tanto, observa-se a definição do que seriam os conflitos de agência, conforme John Armour, Henry Hansmann e Reinier Kraakman: “Em particular, quase toda relação contratual, na qual uma parte (o agente) promete performance para outro (o principal), é potencialmente objeto de um conflito de agência. O cerne da dificuldade é que, por conta do agente comumente possui melhor informação que o principal, sobre fatos relevantes, o principal não pode facilmente garantir por si mesmo que a performance do agente está alinhada com o que foi prometido. Como consequência, o agente possui um incentivo para agir de maneira oportunista em relação a qualidade da sua performance, de modo que o principal deve dispendar recursos para monitorar o agente. Enquanto maior liberdade para o agente, maior tendem a ser os custos de agência.” “*In particular, almost any contractual relationship, in which one party (the ‘agent’) promises performance to another (the ‘principal’), is potentially subject to an agency problem. The core of the difficulty is that, because the agente commonly has better information than does the principal, about the relevant facts, the principal cannot easily assure himself that the agent’s performance is precisely what was promised. As a consequence, the agent has an incentive to act opportunistically skimping on the quality of the agent’s performance, the principal must engage in costly monitoring of the agent. The greater the discretion the agent must be given, the larger these ‘agency costs’ are likely to be.*” ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; e KRAAKMAN, Reinier. *Agency Problems and Legal Strategies* in. KRAAKMAN, Reinier. *The Anatomy of Corporate Law: A*

controlador do que uma efetiva agressão à empresa.¹⁸⁴⁻¹⁸⁵ Não sendo esse o enfoque do trabalho, considerar-se-á como aquisições hostis àquelas formas que não dialogam com a administração e com a base acionária, podendo surgir como escalada acionária, Oferta Pública de Aquisição de ações (OPA) ou qualquer outra forma.¹⁸⁶

3.1.2.2 A PERTINÊNCIA DA IMPORTAÇÃO DAS POISON PILLS

Dentro do panorama de oferta hostil, descrito acima, observou-se, no início do século XX, a inserção das *poison pills* nos estatutos sociais das companhias abertas brasileiras,¹⁸⁷ assim como alterações legislativa e regulatórias visando à tutela do minoritários quando da aquisição hostil.¹⁸⁸ Paulatinamente, a cláusula, junto com suas

comparative and Functional Approach. 3 ed. Oxford University Press. Reino Unido. 2017 p. 29. (tradução nossa). Não obstante, Édith Ginglinger trata do conflito entre controlador e minoritários e administradores e acionistas como inerentes a qualquer tema dentro da seara de governança corporativa e criação de valor: “Essa escolha nos permite explorar dois tipos de conflitos de agência entre acionistas minoritários e majoritários, de uma parte, e entre acionistas e administradores, de outra parte, de analisar as disposições, permitindo as reduzir e estudar os seus impactos no valor da companhia.” “*Ce choix nous permet d’explorer deux types de conflits d’agence entre actionnaires minoritaires et actionnaires majoritaires, d’une part, et entre actionnaires et dirigeants, d’autre part, d’analyser les dispositions permettant de les réduire et d’étudier leurs conséquences sur la valeur de la firme.*” GINGLINGER Édith. Quelle gouvernance pour créer de la valeur? In: Revue d’économie financière, n°106, 2012. Système financier et création de valeur, p. 2. (tradução nossa).

¹⁸⁴ Dada a profundidade do tema, ver: (i) SCALZILLI, João Pedro. Mercado de Capitais, Ofertas Hostis e Técnicas de Defesa. São Paulo: Quartier Latin, 2015.p. 77-120; p.159-196; e (ii) NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. Medidas Defensivas a Tomada de Controle de Companhias. 2ª ed. Revista, Ampliada e Atualizada. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 283-332.

¹⁸⁵ Referencia-se aqui sobre o larguíssimo debate sobre os conflitos de interesse nas companhias, claramente presente em uma tomada de controle hostil. Considera-se, pois, o maior nível informacional dos administradores (agent) e o seu interesse por manter a sua posição no *board* em vez de buscar a maximização de valor ao acionista (principal). Nesse sentido: “Essa evidência sugere que muitas aquisições são direcionadas por objetivos dos administradores mais do que os acionistas, assim administradores tentam pagar um sobre a companhia-alvo para atender aos seus objetivos particulares” “*This evidence suggests that many acquisitions are driven by the objectives of managers rather than of shareholders, so that managers are willing to overpay for the targets to pursue their own goals.*” BHAGAT, Sanjai; SHLEIFER, Andrei; e VISHNY, Robert W. Hostile Takeovers in the 1980s: The Return to Corporate. Brookings Papers on Economic Activity, 21, issue 1990 Microeconomics, p. 1-84, 1990, p.4. (tradução nossa).

¹⁸⁶ Em que pese as diversas segmentações de notável relevância para a temática do poder de controle, como a distinção entre aquisição derivada e originária ou a diversas formas de transferência do controle acionária, limita-se a conceituação do termo “hostil”, a fim de justamente analisar apenas a pertinência da adoção da cláusula objeto deste estudo pelas companhias brasileiras e não todos os seus desdobramentos e raízes. NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. Medidas Defensivas a Tomada de Controle de Companhias. 2ª ed. Revista, Ampliada e Atualizada. São Paulo: Quartier Latin, 2019. *passim*.

¹⁸⁷ ZANINI, Carlos Klein. “A Poison Pill Brasileira: Desvirtuamento, Antijuridicidade e Ineficácia”, in ADAMEK, Marcelo Vieira Von (coord.), Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos, São Paulo, Malheiros, 2011, p. 257.

¹⁸⁸ Érica Gorga apresenta: “Em 2001, a reforma das Lei Empresarial 6404/76 reintroduziu uma regra obrigatória de *tag along* quando da alienação do controle. Essa regra, do Artigo 254-A, prevê para os acionistas minoritários o direito de receber 80% do preço pago ao acionista controlador por suas ações na alienação do controle. Adicionalmente, a Bovespa sobrepesou as vendas particulares de controle.

disposições acessórias, foi quase que incorporada à estrutura básica de uma sociedade anônima brasileira listada em bolsa, sem o devido estudo da pertinência de sua adoção¹⁸⁹.

Dessa feita, a influência norte-americana e apetite por um mercado mais atraente ao investidor¹⁹⁰ foram responsáveis por direcionar as empresas e juristas brasileiros a importarem a sua *poison pill*¹⁹¹. *À priori*, parecia ser inovação jurídica apta a melhorar o ambiente de negócios e as práticas de governança. A única questão, é que, considerando as diferenças do direito brasileiro e estado-unidense, foi preciso realizar ajustes, adaptando as cláusulas para os parâmetros do direito pátrio.¹⁹²

Não obstante, destaca-se que o instrumento original, como já visto, foi desenvolvido no âmbito anglo-saxão pela preponderância de companhias com

Introduziu um 'super' direito de *tag along* no segmento de listagem do Novo Mercado e Nível 2. Debaixo dessa regra, o adquirente do controle numa venda particular deve indenizar todos os outros acionistas que o adquirente tenha vendido a ele as suas ações nos seis meses anteriores da alienação do controle. O adquirente será demandado a pagar o mesmo preço pago às ações do acionista controlador. A indenização deverá tomar local no topo da oferta hostil para adquirir a totalidade das ações como exigido pela Lei n.º 6404/07" *"In 2001, a reform to Corporations Law 6404/76 reintroduced a mandatory rule for tag along rights in sales of control. This rule, Article 254-A, provides that minority voting shareholders must receive eighty percent of the price paid for a controlling shareholder's voting shares in a sale of control. Additionally, Bovespa burdened private sales of corporate control. It introduced a 'super' tag-along right in the listing requirements of Novo Mercado and Level 2. Under this rule, the acquirer of control in a private sale must indemnify all other shareholders from whom the acquirer purchased shares six months before the control transaction. The acquirer will be required to pay the same price paid to the shares of the controlling shareholder. Indemnification should take place on top of the usual tender offer to acquire all minority shares as required by Corporate Law 6404/76. "* GORGA, Érica. Changing the Paradigm of Stock Ownership: From Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence From Brazil and Consequences for Emerging Countries. In: American Law & Economics Annual 18th Association Meeting. Working Paper 76. mai. 2008. p. 479. (tradução nossa).

¹⁸⁹ Nesse sentido, Carlos Klein Zanini destaca a imprescindibilidade de identificar as semelhanças e diferenças quando da utilização de mecanismos jurídicos estrangeiros: "A diversidade da realidade brasileira desautoriza, contudo, o simplismo da mera importação dos argumentos brandidos no Direito Norte-Americano." ZANINI, Carlos Klein. "A Poison Pill Brasileira: Desvirtuamento, Antijuridicidade e Ineficácia", in ADAMEK, Marcelo Vieira Von (coord.), Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos, São Paulo, Malheiros, 2011. p. 257. Oportunamente, o autor faz referência à antiga lição de Tomás de Aquino, corroborando a impossibilidade de justaposição de instrumento jurídico idênticos para cenários diversos, qual seja: "Por outro lado, por parte do homem, cujos atos são regulados por lei, esta pode retamente mudar-se, por causa da mudança das condições dos homens, aos quais convêm coisas diversas segundo as suas diversas condições". AQUINO, Tomás De. Suma Teológica: Questão 97, artigo 1º. Disponível em: <https://sumateologica.files.wordpress.com/2017/04/suma-teolc3b3gica.pdf>. Acesso em: 21 ago. 2022.

¹⁹⁰ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; LOBÃO MELO, Vitor de Britto. Análise prática e considerações sobre a realidade e a aplicação das medidas de proteção à tomada hostil de controle nos estatutos sociais das companhias abertas brasileiras (Brazilian Pills). In: COUTO SILVA, Alexandre. Direito societário: estudos sobre a lei de sociedades por ações. São Paulo: Saraiva, 2013.p.255.

¹⁹¹ GORGA, Érica. *Op. Cit.*, p. 480.

¹⁹² Conforme já sinalado no ponto 2.4.5, não se pode preterir as diferenças da tradição da *common law* típica dos Estados Unidos e as bases jurídicas brasileiras, qual seja a tradição romanística fundamentada no direito continental europeu. Para isso, sobre o retrospecto de importações jurídicas e distinções entre as famílias jurídicas. PARGENDLER, Mariana. Evolução do Direito Societário: Lições do Brasil. São Paulo: Saraiva, 2013. p.97-107.

controle minoritário ou gerencial, vulneráveis às aquisições hostis. Do outro lado, no Brasil a regra é a do controle majoritário, menos suscetível às *takeovers bids*.¹⁹³ A diferenciação importa já que para casos distintos não se pode dar a mesma solução.

Nessa linha, a importação implicou modelo bastante divergente da concepção de Lipton,¹⁹⁴ principalmente por conta da inviabilidade jurídica.¹⁹⁵ À título de exemplo, na medida que as *poison pills* originais, do tipo *flip-in/flip-over* permitem a subscrição de ações com desconto para os acionistas, salvo o adquirente hostil, o princípio da isonomia impede que não se ofertem os mesmos direitos para acionistas da mesma classe no Brasil, incluindo o adquirente hostil.

Destarte, as *poison pills* vigentes no direito brasileiro foram as cláusulas cujo objeto estabelece ao adquirente de determinada participação societária a obrigação de lançar a OPA por todas as ações da companhia-alvo.¹⁹⁶⁻¹⁹⁷ Mais do que isso, a OPA deve ser a preço preestabelecido, em patamares exacerbados,¹⁹⁸ gerando não

¹⁹³ GORGA, Érica. Changing the Paradigm of Stock Ownership: From Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence From Brazil and Consequences for Emerging Countries. In: American Law & Economics Annual 18th Association Meeting. Working Paper 76. mai. 2008, p. 480.

¹⁹⁴ Ainda que caiba a citação das diferenciações e os vícios que delas advém, o foco deste trabalho não se direciona para uma análise comparativa abrangente sobre a inserção das *Poison Pills* no Brasil. Assim, tangencia-se o tema por sua inerente indissociabilidade para a descrição da configuração atual desse tipo de cláusula no ordenamento jurídico brasileiro.

¹⁹⁵ Ao tratar do design das *Poison Pills* brasileiras, como já exaustivamente descrito, não é possível a mera transposição dos vastos mecanismos típicos dos ianques. Assim, a doutrina já se ocupou amplamente de descrever a longa lista de possíveis formas das medidas defensivas, *Poison Pills* e *shark repellants*. Mais do que isso, observa-se variados estudos direcionados a examinar cada uma das modalidades, as suas razões, desdobramentos e viabilidade de importação. SHIGUEMATSU, Plínio José Lopes. Mecanismos de Proteção e Estratégias de Defesa em Tomadas Hostis de Controle. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de e ARAGÃO, Leandro Santos de. (Coord.). Direito Societário – Desafios atuais. São Paulo: Quartier Latin, 2009.p.390-439; SCALZILLI, João Pedro. Mercado de Capitais, Ofertas Hostis e Técnicas de Defesa. São Paulo: Quartier Latin, 2015.p. 197-238; e NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. Medidas Defensivas a Tomada de Controle de Companhias. 2ª ed. Revista, Ampliada e Atualizada. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 185-270.

¹⁹⁶ Érica Gorga explica: “No Brasil, a medida defensiva predominante é a provisão no estatuto social da companhia que permite aos acionistas a vender as suas ações a um adquirente que atinja determinado percentual de ações. Nesse sentido, parece que em caso de uma tomada de controle hostil ativa-se um gatilho atrelado a uma participação baixa no quadro acionário.” “*In Brazil, the predominant takeover defense is a provision in the company’s charter that allows current shareholders to sell their shares to an acquirer who attains a critical limit of target’s shares. In this sense it resembles the mandatory tender offer required by law but is triggered by a lower threshold of shares’ acquisition.*” GORGA, Loc. Cit. (tradução nossa).

¹⁹⁷ CARVALHOSA, Modesto. As *Poison pills* estatutárias na Prática Brasileira: alguns aspectos de sua Legalidade. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGAO, Leandro Santos de. Direito Societário: Desafios Atuais. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 25.

¹⁹⁸ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Memorando, Dir. Marcos Barbosa Pinto e Dir. Otavio Yazbek, de 14 de abril de 2008, p. 5. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/2278248/mod_folder/content/0/Memorando%20Poison%20Pills.pdf?forcedownload=1. *Passim*.

apenas entraves para eventual oferta hostil, mas um acalorado debate sobre as controvérsias que advém dessas *poison pills* essencialmente brasileiras.

4 O DESIGN DA POISON PILL BRASÍLICA: OBRIGAÇÃO DE REALIZAR A OFERTA PÚBLICA DE AÇÕES

A este ponto, consideram-se esclarecidas as noções a respeito da concentração do capital brasileiro e o seu impacto sobre a temática do poder de controle e a sua aquisição na sociedade anônima aberta. Igualmente, a relevância prática do diagnóstico de cada tipo de controle, isto é, a identificação sobre em quais formas se apresenta o controle é relevante quando da inserção da *poison pill* nacional ou qualquer outra forma de medidas defensiva.

Não obstante, como já visto, a definição hostil nada mais é do que uma convenção jurídica, na qual a palavra “hostil” não implica necessariamente da qualificação de uma oferta como ruim, mas sim em oposição a um grupo de interesse – geralmente o controlador.

Assim sendo, partindo dessas premissas, elucida-se, a seguir, como efetivamente se moldam as *poison pills* brasileiras, quase sempre inseridas e raramente necessárias. É dizer, considerando as raízes históricas e a realidade do mercado de capitais brasileiro, traz-se o breve panorama prático das denominadas *poison pills* brasileiras, focando-se na categoria estatutária, também conhecida como “Cláusula de Proteção à Dispersão Acionária”.

4.1. ARAPUCA À TOMADA DE CONTROLE HOSTIL NO BRASIL

Considerando a existência de um número exacerbadamente inferior de medidas defensivas no Brasil, a saída que a maioria das companhias adotou foi a inserção, em massa, da chamada *brazilian poison pill*.¹⁹⁹ Importa a distinção nominativa, conforme Francisco Mussnich e Vitor Lobão Melo,²⁰⁰ bem como corroborado por João Pedro do Nascimento,²⁰¹ uma vez que sinaliza ao mercado (internacional principalmente) que se trata de uma medida singular e única, diferente

¹⁹⁹ GORGA, Érica. Changing the Paradigm of Stock Ownership: From Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence From Brazil and Consequences for Emerging Countries. In: American Law & Economics Annual 18th Association Meeting. Working Paper 76. mai. 2008. p. 480.

²⁰⁰ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; LOBÃO MELO, Vitor de Britto. Análise prática e considerações sobre a realidade e a aplicação das medidas de proteção à tomada hostil de controle nos estatutos sociais das companhias abertas brasileiras (Brazilian Pills). In: COUTO SILVA, Alexandre. Direito societário: estudos sobre a lei de sociedades por ações. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 253-254.

²⁰¹ NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. Medidas Defensivas a Tomada de Controle de Companhias. 2ª ed. Revista, Ampliada e Atualizada. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 203.

da concepção original, ainda que com grande influência da Directiva 2004/25/CE,²⁰² tendo seus efeitos diversos, por conta de vedações legais do direito brasileiro. Para tanto, explica Carlos Zanini:

“Seja como for, a recorrência com que a obrigatoriedade de realização de oferta pública pelo adquirente de determinado percentual de participação acionária é adotada pelas companhias brasileiras listadas na BM&F-Bovespa aliada à raridade com que é empregada nos Estados Unidos e às diferenças funcionais das cláusulas nos dois Países autorizam nominá-la como a autêntica *poison pill* brasileira.”²⁰³

Ainda, o referido autor alude que a disseminação da Cláusula de Proteção à Dispersão Acionária se deve, em suma, pelos empecilhos da implementação da *poison pill* clássica e de grande parte dos outros *Shark Repellants*.²⁰⁴ Contudo, Modesto Carvalhosa aponta que esse mecanismo jurídico, criado para enfraquecer eventual *tender offer*, pode ser segmentada em: (i) *poison pill* legal, (ii) *poison pill* contratual e (iii) *poison pill* estatutária.²⁰⁵

Assim, a primeira resulta da obrigação de *tag along* de 80% em hipótese de alienação de controle, nos termos do Art. 254-A, da Lei nº 6.404/76. Dessa forma, quando da troca de controle, o legislador visou à garantia do direito dos minoritários.

²⁰² TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *Poison pill: modismo ou solução?* In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; e ARAGÃO, Leandro Santos de (coord.) – *Direito Societário – Desafios Atuais* – São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 166; e COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6ed. rev. e atual. Rio de Janeiro. Ed. Forense. 2014, p. 214.

²⁰³ ZANINI, Carlos Klein. “A *Poison Pill* Brasileira: Desvirtuamento, Antijuridicidade e Ineficácia”, in ADAMEK, Marcelo Vieira Von (coord.), *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*, São Paulo, Malheiros, 2011, p. 260.

²⁰⁴ Assim sendo: “A predileção das companhias brasileiras pela *poison pill* que obriga à realização da oferta pública quando atingido determinado percentual de participação pode ser explicada, em boa medida, pelas dificuldades que seguramente adviriam da tentativa de introdução no Brasil de outras espécies de pílulas muito mis comuns nos Estados Unidos da América.” NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas Defensivas a Tomada de Controle de Companhias*. 2ª ed. Revista, Ampliada e Atualizada. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 203.

²⁰⁵ CARVALHOSA, Modesto. *As *Poison pills* estatutárias na Prática Brasileira: alguns aspectos de sua Legalidade*. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGAO, Leandro Santos de. *Direito Societário: Desafios Atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 23-24.

Para tanto, reconhece inclusive o prêmio²⁰⁶⁻²⁰⁷ sobre o controle,²⁰⁸ restrito ao acionista controlador vide o deságio de 20% aos minoritários.²⁰⁹

Por sua vez, a segunda categoria traz a ideia de um contrato à parte do estatuto social com eficácia interna. Ou seja, com base no art. 118 da Lei nº 6.404/76,²¹⁰ os acionistas signatários do acordo de acionistas se vinculam no sentido de conceder espécie de preferência para o adquirir o controle, por exemplo,²¹¹ impedindo uma tomada externa.²¹² No geral, ressalvadas as suas especificidades, essas cláusulas visam a dissuadir eventual tentativa de tomada hostil, tal qual a *poison pill* estatutária,²¹³ porém sem implicar mais desdobramentos ou obstruções ao adquirente hostil.²¹⁴

²⁰⁶ Eizirik alude à ideia de prêmio como valor intrínseco à condição de sócio: “A propósito, considera-se que o poder de controle constitui um bem ao qual é atribuído valor próprio, que não se confunde com o valor individual das ações que garantem o seu exercício. Em vista disso, nas operações de transferência de controle, são atribuídos às ações componentes do bloco de controle, em regra, preços mais elevados do que aqueles pelos quais as demais ações são normalmente negociadas no mercado secundário; a diferença é usualmente denominada “ágio” ou “prêmio de controle”. EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume 3 – Arts. 198 a 300. São Paulo. Quartier Latin, 2011, p.414.

²⁰⁷ SHIGUEMATSU, Plínio José Lopes. Mecanismos de Proteção e Estratégias de Defesa em Tomadas Hostis de Controle. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de e ARAGÃO, Leandro Santos de. (Coord.). Direito Societário – Desafios atuais. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p.411-412.

²⁰⁸ Sobre a qualificação da natureza jurídica do controle, Comparato e Calixto Salomão defendem que não é bem disponível de ser alienado pelo controlador. No caso, trazem a ideia do controlador como um órgão da sociedade que detém a posse do poder de controle, mas não a propriedade, de modo que o prêmio pelo poder de controle não se justificaria. COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. O poder de controle na sociedade anônima. 6ed. rev. e atual. Rio de Janeiro. Ed. Forense. 2014. p.89-119. Entretanto, o direito de exercer a posse do poder de controle nitidamente explicaria o ágio a ser pago ao controlador que ceda esse *status* a eventual adquirente.

²⁰⁹ CARVALHOSA, Modesto. As Poison pills estatutárias na Prática Brasileira: alguns aspectos de sua Legalidade. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGAO, Leandro Santos de. Direito Societário: Desafios Atuais. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 23-24.

²¹⁰ Inclusive, destaque que a legislação evoca a competência de deliberação do poder de controle para o acordo de acionistas, vinculando não somente os acionistas signatários, mas também os administrados. CARVALHOSA, Modesto. Acordo de acionistas: homenagem a Celso Barbi Filho. 2 ed. São Paulo: Saraiva, 2015, p. 211.

²¹¹ Dessa maneira, João Pedro Scalzilli elucida: “uma companhia que possui ações negociadas em bolsa tem, usualmente, um determinado percentual das suas ações que não estão em circulação bursátil, mas sim nas mãos da família controladora. Desta forma, a celebração, entre os membros desta família, de um acordo que prevê o direito de preferência entre eles para a aquisição dessas ações que estão “fora da Bolsa” impede que um potencial ofertante negocie em separado com alguns destes, para, posteriormente, já em poder de uma posição acionária que lhe dê mais segurança, lançar ao mercado uma oferta hostil, na tentativa de buscar as ações que lhe faltam para controlar definitivamente a companhia”. SCALZILLI, João Pedro. Mercado de Capitais, Ofertas Hostis e Técnicas de Defesa. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 237.

²¹² CARVALHOSA, Modesto. As Poison pills estatutárias na Prática Brasileira: alguns aspectos de sua Legalidade. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGAO, Leandro Santos de. Direito Societário: Desafios Atuais. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 25.

²¹³ Tanto Carvalhosa (Ibid. p. 26) quanto Comparato (COMPARATO, Fábio Konder; e SALOMÃO FILHO, Calixto. *Op. Cit.*, p. 125.) reconhecem o caráter parassociedade das técnicas estatutárias e das técnicas contratuais.

²¹⁴ SCALZILLI, *Op. Cit.*, p. 245.

Por fim, a *poison pill* brasileira, com o maior impacto sobre o mercado nacional,²¹⁵ é a cláusula estatutária, prevendo que o atingimento de determinado percentual de participação societária implicaria a obrigação de lançamento de Oferta Pública de Aquisição pelas demais ações da companhia.²¹⁶ Ou seja, caso algum minoritário ou terceiro alcançasse o percentual máximo estabelecido, disparara-se o gatilho da OPA estatutária, obrigando a esse adquirente o lançamento da oferta pela totalidade de ações.²¹⁷

Para melhor elucidação, colaciona-se a redação comum da *poison pill* brasileira:

“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.”²¹⁸

²¹⁵ GORGA, Érica. Changing the Paradigm of Stock Ownership: From Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence From Brazil and Consequences for Emerging Countries. In: American Law & Economics Annual 18th Association Meeting. Working Paper 76. mai. 2008. p. 480.

²¹⁶ GORGA, *Loc. Cit.*

²¹⁷ SCALZILLI, João Pedro. Mercado de Capitais, Ofertas Hostis e Técnicas de Defesa. São Paulo: Quartier Latin, 2015. 240.

²¹⁸ LOJAS RENNER S.A. Relações com Investidores: Estatuto Social. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/d/13154776-9416-4fce-8c46-3e54d45b03a3/cd753be2-52f6-4c3a-ab3e-c78e6c77dca0?origin=1>. Acesso em: 27 ago. 2022.

4.1.1 O GATILHO PARA ATIVAÇÃO DA OPA

Dentre as disposições mais importantes da *poison pill* brasileiras, considera-se o “gatilho”,²¹⁹ que estipulará em que momento será acionada a cláusula.²²⁰⁻²²¹ Esse gatilho, por sua vez, no Brasil acaba por ser automático, disparando-se o perfazimento da participação pré-estabelecida e impondo, ao adquirente, o dever de realizar uma OPA, nos termos da cláusula e observando o regulamento da B3 e da CVM.

Enquanto no direito anglo-saxão o *board of directors*, equivalente ao conselho de administração, pode travar esse gatilho, suprimindo a ativação da cláusula quando convir,²²² no Brasil a legislação obriga o Conselho de Administração a observar o Estatuto Social, conforme do art. 154 da Lei nº 6.404/76.²²³ Tratando-se de norma presente no estatuto social, eventual remoção, alteração ou supressão dos efeitos da cláusula competem exclusivamente os acionistas, nos termos do art. 122, I, da Lei nº 6.404/76,²²⁴ os quais detém o poder para deliberar sobre, embora, muitas vezes, nem a própria Assembleia Geral possa cortar a eficácia da *poison pill* estatutária.²²⁵

²¹⁹ NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas Defensivas a Tomada de Controle de Companhias*. 2ª ed. Revista, Ampliada e Atualizada. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 189-191.

²²⁰ Muito semelhante ao art. 5º da Directiva 2004/25/CE: “Artigo 5.º Protecção dos accionistas minoritários; oferta obrigatória; preço equitativo 1. Sempre que uma pessoa singular ou colectiva, na sequência de uma aquisição efectuada por si ou por pessoas que com ela actuam em concertação, venha a deter valores mobiliários de uma sociedade a que se refere o n.º 1 do artigo 1.o que, adicionados a uma eventual participação que já detenha e à participação detida pelas pessoas que com ela actuam em concertação, lhe confirmam directa ou indirectamente uma determinada percentagem dos direitos de voto nessa sociedade, permitindo-lhe dispor do controlo da mesma, os Estados-Membros asseguram que essa pessoa deva lançar uma oferta a fim de proteger os accionistas minoritários dessa sociedade. Esta oferta deve ser dirigida o mais rapidamente possível a todos os titulares de valores mobiliários, para a totalidade das suas participações, a um preço equitativo definido no n.º 4.” UNIÃO EUROPEIA. DIRECTIVA 2004/25/CE DO PARLAMENTO EUROPEU E DO CONSELHO, de 21 de abril de 2004, relativa às ofertas públicas de aquisição. Disponível: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32004L0025&from=it>. Acesso em: 02 set. 2022.

²²¹ GORGA, Érica. *Changing the Paradigm of Stock Ownership: From Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence From Brazil and Consequences for Emerging Countries*. In: *American Law & Economics Annual 18th Association Meeting. Working Paper 76*. mai. 2008, p.480.

²²² É o caso da “*no frustration rule*”, dando liberdade para o *board* agir ou não para aplicação das medidas defensiva. DAVIES, Paul; HOPT, Klaus; RINGE; Wolf-Georg. *Control Transactions*. in. KRAAKMAN, Reinier. *The Anatomy of Corporate Law: A comparative and Functional Approach*. 3 ed. Oxford University Press. Reino Unido. 2017, p. 212-213.

²²³ Art. 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa. BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 27 ago. 2022.

²²⁴ Art. 122. Compete privativamente à assembleia geral: I - reformar o estatuto social. BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 27 ago. 2022.

²²⁵ Carlos Zanini bem explica essa questão: “Importa considerar que o acionamento da *poison pill* norte-americana costuma depender da iniciativa dos administradores, impondo-lhes o exercício de um juízo

4.1.2 PRETERMINAÇÃO DO PREÇO DA OPA

Não obstante, assim como o *trigger*, um fator fundamental inerente às *poison pills* é a estipulação do preço ao adquirente. Ao fim e ao cabo, o preço é o que dita se uma transação ocorre ou não, alinhando os interesses do comprador e vendedor. Pois bem, embora se considere a redação do art. 254-A da Lei nº 6.404/76, este reconhece apenas o *tag along* de 80%, estipulando tão somente que o comprador estenda aos demais acionistas o pagamento com deságio de 20% do valor, por ação, ofertado ao controlador.²²⁶

Por sua vez, a *poison pill* estatutária estabelece os critérios de avaliação a serem imputados para o eventual comprador do controle. Assim, estipulando maior onerosidade e com o condão de trazer tratamento isonômico, a OPA estatutária confere aos acionistas minoritários o direito de alienar as suas posições no mesmo preço do controlador.²²⁷

De qualquer sorte, na prática, a *poison pill* brasileira traz os parâmetros de avaliação do preço a ser pago por eventual adquirente hostil em patamares substancialmente superiores aos quesitos razoáveis.²²⁸ Essas condições, inclusive, acabam por ser muito atacadas na doutrina, na medida que não raramente fogem do limite tolerável, conforme se apresenta:

“Parágrafo 1º - A OPA deverá ser (i) dirigida indistintamente a todos os acionistas da Companhia, (ii) efetivada em leilão a ser realizado na B3, (iii) lançada pelo preço determinado de acordo com o previsto no Parágrafo 2º deste Artigo, e (iv) paga à vista, em moeda corrente nacional, contra a aquisição na OPA de ações de emissão da Companhia.

informado por seus deveres fiduciários. Não é com esse fim que o mecanismo é mais adotado na *poison pill brasileira*, onde a obrigatoriedade de realização da oferta pública de aquisição de todas as ações da companhia configura-se com alcance do percentual de participação acionária fixado no estatuto social. Não é facultado ao administrador neutralizar a pílula. Aliás, como se haverá de demonstrar no item subsequente, a *poison pill brasileira* desafia até mesmo a soberania da assembleia geral, uma vez que esse órgão encontra entraves para a modificação da cláusula.” ZANINI, Carlos Klein. “A Poison Pill Brasileira: Desvirtuamento, Antijuridicidade e Ineficácia”, in ADAMEK, Marcelo Vieira Von (coord.), Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos, São Paulo, Malheiros, 2011, p. 271.

²²⁶ É o caso em que a lei reconhece a existência de um prêmio de controle para o acionista controlador. SHIGUEMATSU, Plínio José Lopes. Mecanismos de Proteção e Estratégias de Defesa em Tomadas Hostis de Controle. In. CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de e ARAGÃO, Leandro Santos de. (Coord.). Direito Societário – Desafios atuais. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 411-412.

²²⁷ NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. Medidas Defensivas a Tomada de Controle de Companhias. 2ª ed. Revista, Ampliada e Atualizada. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 206.

²²⁸ Conforme João Pedro do Nascimento: “Entretanto, tais cláusulas ao adotarem critérios irreais para o cálculo do preço da oferta acabam sendo utilizadas de forma deturpada (inclusive por companhias abertas submetidas ao controle concentrado sem perspectivas de serem submetidas a estruturas de dispersão acionária em seu capital) na medida em que visam a proteger os interesses particulares dos administradores ou de determinado grupo de acionistas, prejudicando a própria companhia e os demais acionistas.” *Ibid.* p. 209-210.

Parágrafo 2º - O preço de aquisição na OPA de cada ação de emissão da Companhia não poderá ser inferior ao maior valor entre (i) o valor econômico apurado em laudo de avaliação; (ii) 120% (cento e vinte por cento) do preço de emissão das ações em qualquer aumento de capital realizado mediante distribuição pública ocorrido no período de 24 (vinte e quatro) meses que anteceder a data em que se tornar obrigatória a realização da OPA nos termos deste Artigo 39, devidamente atualizado pelo IPCA até o momento do pagamento; e (iii) 120% (cento e vinte por cento) da cotação unitária média das ações de emissão da Companhia durante o período de 90 (noventa) dias anterior à realização da OPA na bolsa de valores em que houver o maior volume de negociações das ações de emissão da Companhia.”²²⁹

Assim, na *práxis*, as companhias visam que o adquirente pague o maior valor constatado entre métodos de avaliação, que não poderá, no caso acima, sequer possuir ágio inferior a 20% em relação ao valor médio de cotação. Mais do que isso, não se limita somente ao estabelecimento do preço, mas também das condições, visto que impõe o pagamento à vista, medida extremamente onerosa ou inviável ao se abranger uma valorização irreal.²³⁰

Porém, destaca-se que o custo elevado imputado a eventual adquirente hostil não seria necessariamente contraproducente, na medida que a onerosidade das ofertas é justamente o meio empregado para repelir as *hostile takeovers* no Brasil.²³¹ Contudo, os custos elevados e potencialmente prejudiciais, bem como impasses e entraves para alterar, suprimir ou remanejar a redação das Cláusulas de Proteção à Dispersão Acionária, quando associados a um preço-base esdrúxulo, podem

²²⁹ LOJAS RENNER S.A. Relações com Investidores: Estatuto Social. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/d/13154776-9416-4fce-8c46-3e54d45b03a3/cd753be2-52f6-4c3a-ab3e-c78e6c77dca0?origin=1>. Acesso em: 27 ago. 2022.

²³⁰ “No entanto, o que se pode perceber em algumas Brazilian pills é que o preço calculado atinge graus astronômicos e se mostra evidentemente inalcançável e impagável. Isto ocorre pois, por exemplo, há companhias cujo estatuto social estabelece que o preço a ser pago pelo adquirente não pode ser menor que 14,5 vezes o EBTIDA da companhia em questão. Este critério, adicionalmente ao elevadíssimo e desproporcional múltiplo, não leva em conta variantes muito importantes na precificação de uma determinada ação como o momento do mercado produtor em que a companhia se insere, a liquidez da ação e a disponibilidade de crédito na praça.” MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; LOBÃO MELO, Vitor de Britto. Análise prática e considerações sobre a realidade e a aplicação das medidas de proteção à tomada hostil de controle nos estatutos sociais das companhias abertas brasileiras (Brazilian Pills). In: COUTO SILVA, Alexandre. Direito societário: estudos sobre a lei de sociedades por ações. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 259.

²³¹ Nesse sentido, expõem Otávio Yazbek e Marcos Pinto: “As poison pills mitigam esse problema na medida em que estabelecem parâmetros mínimos para fixação do preço da oferta. Como esses parâmetros levam normalmente à fixação de preços mínimos elevados – e muitas vezes, irrealis – eles filtram grande parte das ofertas coercitivas.” COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Memorando, Dir. Marcos Barbosa Pinto e Dir. Otavio Yazbek, de 14 de abril de 2008. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/2278248/mod_folder/content/0/Memorando%20Poison%20Pills.pdf?forcedownload=1, p. 2.

inviabilizar negócios potencialmente interessantes para a companhia e seus acionistas, não protegendo os seus interesses, mas lesando-os.²³²

4.1.3 AS “CLÁUSULAS PÉTREAS”

Finalmente, agravando a pujança das *brazilian pill*, insere-se conjuntamente uma vedação a sua adulteração ou retirada os estatutos sociais.²³³ Ou seja, as companhias ainda incluem redação que impede que os acionistas votem em favor da modificação ou supressão da *poison pill* brasileira, sob pena de dever de realizar OPA ao acionista dissidente. Assim, essa cláusula acessória é conhecida, popularmente, como “cláusula pétrea” justamente por aspirar à perpetuidade da *poison pill* estatutária.²³⁴

Em outras palavras, trata-se de mecanismo com o propósito de preservar a redação da obrigação de realizar a OPA.²³⁵ Logo, pune os acionistas que votarem pela a modificação do percentual do gatilho da cláusula, dos parâmetros de aferição do preço da OPA ou a favor da exclusão da *brazilian pill*.²³⁶

Destaca-se, contudo, que a doutrina internacional, tanto norte-americana quanto europeia, identificam a *poison pill* como uma bomba, demandando, por conseguinte a possibilidade de desarme. Associado ao gatilho, trata-se de preceito fundamental, tendo em vista que inviabiliza o pleno funcionamento de toda a sistemática – bem diferente da realidade brasileira que adota cláusulas de imodificabilidade.²³⁷

Se de um lado, nos Estados Unidos o *board of directors (management centered)* possui competência para modular a aplicação da *poison pill* quando

²³² “As poison pills não trazem somente benefícios; seus custos são também consideráveis. Dois deles são bastante óbvios e relevantes: (i) elas podem impedir negócios eficientes do ponto de vista econômico; e (ii) elas aumentam custos de agência”. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Memorando, Dir. Marcos Barbosa Pinto e Dir. Otavio Yazbek, de 14 de abril de 2008. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/2278248/mod_folder/content/0/Memorando%20Poison%20Pill_s.pdf?forcedownload=1. p. 3-4.

²³³ SCALZILLI, João Pedro. Mercado de Capitais, Ofertas Hostis e Técnicas de Defesa. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 240.

²³⁴ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; LOBÃO MELO, Vitor de Britto. *Op. Cit.*, p. 265.

²³⁵ 96. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução n. 85, de 31 de março de 2022. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/001/resol085.pdf>. Acesso: 15 set. 2022.

²³⁶ NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. Medidas Defensivas a Tomada de Controle de Companhias. 2ª ed. Revista, Ampliada e Atualizada. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 221.

²³⁷ *Ibid.* p. 189-191.

conveniente for, nas companhias brasileiras apenas poderia ser retirada em Assembleia Geral, nos termos do art. 122, I, da Lei nº 6.404/76, semelhante ao modelo europeu (*shareholder centered*).²³⁸ Porém, destaca-se que essa exclusão ou alteração apenas poderia ocorrer com o efetivo cumprimento da obrigação de realizar OPA, de modo que – na realidade brasileira – esses acionistas vestiriam os sapatos do adquirente hostil, suportando o ônus integral da *poison pill* brasileira.

Em outras palavras, resta praticamente impossível a sua retirada dos estatutos sociais,²³⁹ causando um ônus exacerbado sobre a companhia, como se mostrará mais detalhadamente. Sendo assim, ao comparar as *poison pills* brasileiras com os formatos estrangeiros, depreende-se que, embora possuam moldes semelhantes e um gatilho atrelado a um ônus, carecem do segundo elemento essencial à medida defensiva: a possibilidade de desarme da cláusula.²⁴⁰

4.2. ALTERAÇÃO DO RUMO DAS CLÁUSULAS DE PROTEÇÃO À DISPERSÃO ACIONÁRIA

Entendendo o funcionamento da *brazilian pill*, por seus três pilares (gatilho, precificação e imutabilidade), depreende-se que são frutos de uma miscelânea da *poison pill* legal (art. 254-A da Lei nº 6.404/76), do modelo original de Lipton e com um toque da Directiva 2004/2005/CE. Assim, criou-se a *poison pill* estatutária com o intuito de gerar maior confiança ao investidor e mercado de valores mobiliários, na medida que as condições da cláusula poderiam ser moldadas ao interesse social e dos acionistas.

É dizer, a concepção da *poison pill* brasileira surge para atender demandas do mercado, inspirando-se em outros direitos para moldar as bases da sua tradição sobre aquisição de controle. Mais do que isso, a sua finalidade seria tutelar o mercado, garantindo às empresas e investidores, por exemplo, a manutenção da dispersão acionária (*free float* mínimo)²⁴¹ e tratamento isonômico aos minoritários que não

²³⁸ ZANINI, Carlos Klein. “A Poison Pill Brasileira: Desvirtuamento, Antijuridicidade e Ineficácia”, in ADAMEK, Marcelo Vieira Von (coord.), Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos, São Paulo, Malheiros, 2011. p. 274-275.

²³⁹ *Ibid.* p. 273.

²⁴⁰ NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. Medidas Defensivas a Tomada de Controle de Companhias. 2ª ed. Revista, Ampliada e Atualizada. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 189-191.

²⁴¹ CARVALHOSA, Modesto. As Poison pills estatutárias na Prática Brasileira: alguns aspectos de sua Legalidade. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGAO, Leandro Santos de. Direito Societário: Desafios Atuais. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 29.

desejassem permanecer sob a égide do novo controlador.²⁴² Comparato traduz, claramente, a frustração desses minoritários eventualmente excluídos da negociação da cessão do controle:

“os acionistas que não foram partes no negócio [negociações de cessão de controle], sentem-se frustrados e até lesados em suas expectativas, depois de concluída a cessão. O pequeno investidor, como disse, pitorescamente Mignoli, revolta-se pelo fato de ter sido excluído do banquete, tanto mais lauto quanto mais prolongado foi o seu jejum de dividendos. Sem falar daqueles casos aberrantes, em que os controladores e diretores da companhia, cujo controle é cedido, passam a comprar por baixo preço, antes do negócio, as ações dos acionistas incautos, para revendê-las, em seguida, pelo preço da cessão.”²⁴³

Todavia, não foram necessariamente os efeitos gerados no cotidiano da bolsa brasileira, conforme conclui Carlos Zanini.²⁴⁴ Por mais louvável que possa ter sido o intuito do advento da Cláusula de Proteção à Dispersão Acionária, cuja orientação caminha para uma melhor condução do mercado de capitais, infere-se que a sua implementação destoa do ideal. Para tanto, é possível observar diversas incongruências em relação a maneira que a inserção da *brazilian pill*, na medida que tem ocorrido quase que automática justaposição do mecanismo – sem a devida avaliação da pertinência de sua inserção.²⁴⁵

Nesse viés, parece que a experiência brasileira tem tentando imitar a trajetória norte-americana, desconsiderando o seu próprio processo histórico (de concentração do capital) assim como desprezando a realidade do cenário atual do mercado de capitais (ausência de dispersão acionária), conforme já descrito. Destarte, o que se evidencia é a tentativa de subsunção da *poison pill* clássica para âmbito de atuação externa do seu escopo, isto é, uma inclusão forçada da OPA estatutária em

²⁴² NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. Medidas Defensivas a Tomada de Controle de Companhias. 2ª ed. Revista, Ampliada e Atualizada. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 206.

²⁴³ COMPARATO, Fábio Konder e FILHO, Calixto Salomão. O Poder de Controle na Sociedade Anônima. 6ª Ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2014. p.225-226.

²⁴⁴ ZANINI, Carlos Klein. “A Poison Pill Brasileira: Desvirtuamento, Antijuridicidade e Ineficácia”, in ADAMEK, Marcelo Vieira Von (coord.), Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos, São Paulo, Malheiros, 2011. *passim*.

²⁴⁵ Assim, a doutrina destaca a necessidade de análise e estudo da pertinência da inserção da alguma medida defensiva estatutárias em cada companhia, não podendo generalizar a implantação do instituto: “as *Brazilian pills*, da forma que são previstas hoje nos estatutos sociais das companhias abertas nacionais, são prejudiciais ao mercado em geral e, em muitos casos, a própria companhia em que elas se inserem. No entanto, as medidas defensivas a aquisição hostil de controle podem em alguns casos ter utilidade, como pílula que são, mas devem ser ministradas parcimoniosamente a quem delas precise e cujo uso é indicado.” MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; LOBÃO MELO, Vitor de Britto. Análise prática e considerações sobre a realidade e a aplicação das medidas de proteção à tomada hostil de controle nos estatutos sociais das companhias abertas brasileiras (*Brazilian Pills*). In: COUTO SILVA, Alexandre. Direito societário: estudos sobre a lei de sociedades por ações. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 275-276.

companhias, cujas tipologia e estrutura do controle por si só já protegem contra *tender offers*.

Retomando o contexto histórico descrito inicialmente, quando do surgimento das *poison pills* ianques se enfrentava uma grande onda de *takeover bids*,²⁴⁶ no cenário anglo-saxão, visando ao lucro a curto prazo às custas das companhias-alvo.²⁴⁷ Na experiência brasileira, não é necessariamente isso que tem corrido, tendo em vista a herança de um retrospecto de concentração acionária.²⁴⁸

Como muito se explorou na parte introdutória deste trabalho, o âmbito de dispersão acionária, e até mesmo pulverização, estado-unidense²⁴⁹ praticamente exigiu uma solução das cortes de justiça e do mercado, diante do intenso cotidiano de tomadas hostis – que se mostrou efetiva ao longo do tempo.²⁵⁰ Assim, se no contexto norte-americano e britânico as *hostile takeovers* eram regra; rotineiras, no Brasil sempre foram exceção, ocorrendo muito raramente - existem poucos casos notórios.²⁵¹

Esse pequeno histórico de tomadas hostis não é injustificado, na medida que se explica pela alta concentração de capital, ou acionária. Isto é, segundo traz Mariana Pargendler,²⁵² os grandes blocos de controle presentes na bolsa brasileira advém da herança oligárquica, de um passado em que os bens gravitam uma ínfima parcela da sociedade.

Em outras palavras, grande parte das companhias detém um controlador forte e definido, como bem explicitado por Eduardo Munhoz²⁵³ e verificado por Erica

²⁴⁶ 3. RAVENSCRAFT, David J. The 1980 Merger Wave: An Industrial Organization Perspective. Federal Reserve Bank of Boston, vol. 31, 1987. *passim*. Disponível em: <https://www.bostonfed.org/-/media/Documents/conference/31/conf31b.pdf>. Acesso em 30 jun 2022.

²⁴⁷ 4. LIPTON, Martin; ROWE, Paul K. Pills, Polls and Professors. A Reply to Professor Gilson. New York University Center for Law and Business Research Paper, n. 01-006, abr. 2001, p. 8. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=398060. Acesso em 02 jul. 2022

²⁴⁸ Ver item 2.3.2.

²⁴⁹ BERLE, Adolf. A; e MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation and Private Property*. Nova Iorque. The Macmillan Company. 1933. p.47-68.

²⁵⁰ 2. FERREL, Allen. Why Continental European Takeover Law Matters. Harvard Law and Economics Discussion Paper n. 0454, 7 fev. 2004, p. 8-9. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=500125. Acesso em 30 jun. 2022

²⁵¹ Conforme expõe João Pedro do Nascimento, no Brasil há pouquíssimos casos de tomada de controle, reputando-se quase sempre aos mesmos exemplos, tais como: Sadia. S.A. v. Perdigão Agroindustrial S.A. e Eletropaulo v. Enel Brasil Sudeste S.A. NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas Defensivas a Tomada de Controle de Companhias*. 2ª ed. Revista, Ampliada e Atualizada. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 125.

²⁵² PARGENDLER, Mariana. *Evolução do Direito Societário: Lições do Brasil*. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 100.

²⁵³ *Ibid.* p. 169

Gorga.²⁵⁴ Por conseguinte, considerando que, como já visto, o controlador é quem orienta os rumos da companhia, havendo a figura desse acionista controlador, a brecha para eventuais investidas de adquirentes hostis é fechada, visto que qualquer oferta terá que contar com a sua anuência.²⁵⁵

Por esse motivo, depreende-se que a adoção das *poison pills* brasileiras justificar-se-iam em cenário semelhante ao norte-americano. Não faria sentido, pois, a inserção das cláusulas em companhias com controlador definido. Como afirma Carvalhosa,²⁵⁶ as *poison pills* brasileiras em nada influenciariam na proteção contra um adquirente hostil, mas sim manteriam o controle nas mãos dos mesmos controladores, tratando-se, pois, de cláusula oligárquica.²⁵⁷

Assim sendo, a *poison pill* brasileira parece mais prejudicar do que favorecer o mercado de valores mobiliários na medida que, em vez de proteger os minoritários, favorece a manutenção da hegemonia do controlador.²⁵⁸ Igualmente, essa estabilidade do controlador implica uma “reserva de controle” que não é ofertada a todos os acionistas, tendo em vista que apenas o acionista controlador consegue

²⁵⁴ GORGA, Érica. Changing the Paradigm of Stock Ownership: From Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence From Brazil and Consequences for Emerging Countries. In: American Law & Economics Annual 18th Association Meeting. Working Paper 76. mai. 2008, p. 485.

²⁵⁵ Ao tratar sobre a influência do controlador, Alan Ferrel expõe realidade que se verifica também no direito brasileiro, na medida que: “Se a companhia possui um controlador, quer o controle seja devido ao grande quadro acionário ou direitos de votos desproporcionais, assim essas regras rapidamente perdem a importância. A aquisição apenas ocorrerá quando – e somente quando – o controlador consentir ou de alguma forma perder o controle”. “*If a company has a controller, whether that control is due to a large ownership stake or disproportionate voting rights, then these rules rapidly fade in importance. An acquisition will only occur when – and only when – the controller consents or has somehow lost control.*” FERREL, Allen. Why Continental European Takeover Law Matters. Harvard Law and Economics Discussion Paper n. 0454, 7 fev. 2004, p. 1. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=500125. Acesso em 30 jun. 2022. (tradução nossa).

²⁵⁶ CARVALHOSA, Modesto. As *Poison pills* estatutárias na Prática Brasileira: alguns aspectos de sua Legalidade. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGAO, Leandro Santos de. Direito Societário: Desafios Atuais. São Paulo: Quartier Latin, 2009. *passim*.

²⁵⁷ Para tanto: “Essa objeção pode ser a mais honesta e realista, mas ela é a menos convincente. Se o único propósito das cláusulas péticas é preservar o poder dos antigos acionistas majoritários, elas têm um caráter eminentemente oligárquico, incompatível com a nossa legislação societária.” COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Memorando, Dir. Marcos Barbosa Pinto e Dir. Otavio Yazbek, de 14 de abril de 2008. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/2278248/mod_folder/content/0/Memorando%20Poison%20Pill%20s.pdf?forcedownload=1, p.8.

²⁵⁸ João Pedro Scalzilli dita que o estabelecimento de o percentual que dispara o gatilho obrigando a realização de oferta pública inferior ao detido pelo controlador acaba por inibir ou impedir aquisição de posição acionária relevante. SCALZILLI, João Pedro. Mercado de Capitais, Ofertas Hostis e Técnicas de Defesa. São Paulo: Quartier Latin, 2015. 248. Paulo Campos Salles de Toledo utiliza o termo de “preservação do perfil acionária” no sentido de elucidar o real propósito da *poison pill* estatutária. TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *Poison pill: modismo ou solução?* In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; e ARAGÃO, Leandro Santos de (coord.) – Direito Societário – Desafios Atuais – São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 158-176.

ostentar participação relevante sem ser obrigado a realizar a OPA prevista no estatuto - violando o art. 109, §1º, da Lei nº 6.404/76.²⁵⁹

Da mesma forma, ainda que a análise econômica seja posta à margem neste estudo, cabe ressaltar que não se vislumbra o real benefício financeiro da configuração das *poison pills* nacionais atuais. Mais do que isso, a experiência internacional, como um todo, percebe maiores rendimentos para os acionistas da empresa-alvo do que para os acionistas da adquirente.²⁶⁰

Bebchuk apresenta a queda na performance dos administradores quando existem medidas *anti-takeover* que atuam em favor da estabilidade dos seus cargos.²⁶¹ Sendo assim, os executivos costumam não entregar as melhores margens e retornos, isto é, não alcançam o melhor desempenho operacional pela inexistência de ameaça visível a sua retirada do *board*.

O referido autor, inclusive, atenta para uma série de fatores de redução do preço das ações das companhias quando se inserem as *poison pills* no período anterior à abertura de capital.²⁶² Marcelo Barbosa Pinto e Otávio Yazbek,²⁶³ ao tratarem mais especificamente da questão brasileira, por meio de memorando da CVM, expõem de forma assertiva, dentre outros vícios, sobre a ineficiência econômica

²⁵⁹ ZANINI, Carlos Klein. “A Poison Pill Brasileira: Desvirtuamento, Antijuridicidade e Ineficácia”, in ADAMEK, Marcelo Vieira Von (coord.), Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos, São Paulo, Malheiros, 2011. p.265.

²⁶⁰ ROMANO, Robert. A Guide to Takeover: Theory, Evidence, and Regulation, 9 YALE JOURNAL ON REGULATION 119, 122 (1992); MARTYNOVA, Marina; e RENNEBOOG, Luc. A Century of Corporate Takeovers: What Have We Learned and Where Do We Stand? 32 JOURNAL OF BANKING & FINANCE 2148, 2153 (2008); HOPT, Klaus J.; Takeover Defenses in Europe: A Comparative, Theoretical and Policy Analysis, 20 COLUMBIA JOURNAL OF EUROPEAN LAW 249, 252 (2014). apud. DAVIES, Paul; HOPT, Klaus; RINGE; Wolf-Georg. Control Transactions. in. KRAAKMAN, Reinier. The Anatomy of Corporate Law: A comparative and Functional Approach. 3 ed. Oxford University Press. Reino Unido. 2017, p. 206.

²⁶¹ Assim sendo: “Quando administradores possuem menos medo de tomadas hostil, eles falham em reduzir custos e possuem parca performance operacional, incluindo margens de lucros menores, menor retorno sobre o patrimônio e menor aumento de vendas”. “When managers have less to fear from takeovers, they fail to reduce costs and have poorer operating performance, including lower profit margins, return on equity, and sales growth.” BEBCHUK, Lucian. *Why firms adopt antitakeover arrangements*. Discussion Paper nº 420. 152 University of Pennsylvania Law Review 713-753 (2003). p.7. Disponível em:

<http://www.law.harvard.edu/faculty/bebchuk/pdfs/2003.Bebchuk.AntitakeoverArrangements.pdf>.

Acesso em: 28 ago. 2022. (tradução nossa).

²⁶² “Medidas defensivas são sempre indesejáveis para investidores públicos e reduzem o valor de suas ações.” “*antitakeover arrangements are always undesirable for public investors and reduce the value of their shares.*” BEBCHUK, *Ibid.* p.3. Disponível em: <http://www.law.harvard.edu/faculty/bebchuk/pdfs/2003.Bebchuk.AntitakeoverArrangements.pdf>.

Acesso em: 28 ago. 2022. (tradução nossa).

²⁶³ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Memorando, Dir. Marcos Barbosa Pinto e Dir. Otavio Yazbek, de 14 de abril de 2008. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/2278248/mod_folder/content/0/Memorando%20Poison%20Pills.pdf?forcedownload=1. *Passim*.

das Cláusula de Proteção à Dispersão Acionária, visto que o preço-base pré-estabelecido pode inviabilizar negócios do interesse tanto do *target* quanto do adquirente, conforme se colaciona:

“Companhia A está disposta a pagar até R\$20 por ação da Companhia B numa aquisição de controle. Os acionistas da Companhia B estão dispostos a vender suas ações a qualquer valor acima de R\$15. Portanto, qualquer preço entre esses dois extremos seria eficiente. Todavia, a poison pill prevê que a oferta deverá ser feita por R\$25 e não permite formas alternativas de realização do negócio que sejam aceitáveis para a Companhia A. Se a poison pill for protegida por uma cláusula pétrea, o negócio não será realizado, muito embora seja benéfico para todas as partes.”²⁶⁴

Ademais, ao se tratar de empresas listadas no Novo Mercado, como salientado anteriormente, já se possuem altos requisitos de governança, como o *free float* mínimo de 25%, a emissão de ações apenas ordinárias e *tag along* de 100%.²⁶⁵ Nesse ambiente, portanto, apresenta-se ainda mais inócua e prejudicial a adoção das *brazilian pills*. Nesse sentido, insta indicar a obrigatoriedade de remoção e de não inserção²⁶⁶ da cláusula para as companhias desse segmento da B3, conforme o art. 7º, inciso II, do Regulamento do Novo Mercado.²⁶⁷

Assim, no caso brasileiro, o que se observa é o oposto do pretendido inicialmente, colaborando para a manutenção da posição dos controladores e dos administradores em vez de prevenir contra um sequestro prejudicial à empresa. A

²⁶⁴ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Memorando, Dir. Marcos Barbosa Pinto e Dir. Otavio Yazbek, de 14 de abril de 2008. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/2278248/mod_folder/content/0/Memorando%20Poison%20Pill%20s.pdf?forcedownload=1. p. 4.

²⁶⁵ Além disso, o mercado brasileiro dispõe de mecanismos mais apropriados para a proteção da liquidez, seja regulatório, como a oferta por aumento de participação, seja oriundo da auto-regulação, como a exigência de um percentual mínimo de ações em circulação feita pelos segmentos especiais da Bovespa. *Ibid.* p. 4

²⁶⁶ Problema da B3 de apenas exigir que novas companhias não-listadas retirem a cláusula, porém, estranhamente permite que as empresas listadas nos segmentos que já tinham a cláusula as mantenham. Nessa linha: “Não custa lembrar, ainda que, das 63 companhias que possuem poison pills em seus estatutos, 60 estão listadas no Novo Mercado da Bovespa, cujo regulamento prevê tag along de 100% para todos os acionistas em caso de alienação de controle. Portanto, ainda que a poison pill seja suprimida, o tratamento igualitário será assegurado por regulamento na maioria dos casos”. *Ibid.* p. 3.

²⁶⁷ Francisco Mussnich e Lobão Melo trazem a questão, elogiando a vedação de inserção de cláusulas pétrea em companhias do Novo Mercado a partir de 10/05/2011 (MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; LOBÃO MELO, Vitor de Britto. Análise prática e considerações sobre a realidade e a aplicação das medidas de proteção à tomada hostil de controle nos estatutos sociais das companhias abertas brasileiras (Brazilian Pills). In: COUTO SILVA, Alexandre. Direito societário: estudos sobre a lei de sociedades por ações. São Paulo: Saraiva, 2013. p.272.). Porém, o problema segue nos demais segmentos e nas companhias que aderiram ao Novo Mercado antes da mudança regulatório: “Essa mudança, embora com algumas restrições de aplicabilidade as companhias que já eram listadas na data da entrada em vigor da reforma do novo regulamento (10/05/2011), acabou com a existência das cláusulas pétéreas e de suspensão de direitos de acionistas dos estatutos sociais das companhias listadas no Novo Mercado.” (MÜSSNICH, *Loc. Cit.*)

brazilian pill, por fim, não possui uma relação com a liquidez,²⁶⁸ conforme explicitam os ex-diretores da CVM, não protege aos minoritários²⁶⁹ e menos ainda visa coibir ameaça de *hostile takeover*, considerando que, muitas vezes, nem existe esse risco.

Ao fim e ao cabo, as disfunções das cláusulas como frutos de deliberações assembleares poderiam ser retificadas. Para tanto, sobre a violação do art. 109, §1º, da Lei nº 6.404/76, poder-se-ia simplesmente indicar que o gatilho fosse em percentual superior à participação do controlador, findando a desigualdade. Entretanto, a imutabilidade das *poison pills* brasileiras comprometem a sua operacionalidade, obstruindo qualquer alteração, por mais benéfica que seja, limitando a atuação de administradores e acionistas e enraizando-se como uma verdadeira praga na companhia.²⁷⁰

Em que pese todos os problemas na *poison pill* estatutária indicados, acredita-se que o estabelecimento razoável de outras formas de precificação e maior liberdade de manejo sobre a ativação do *trigger* poderiam mitigar os prejuízos. Contudo, a “cláusula pétrea” impede esses ajustes,²⁷¹ cerceando até mesmo o direito do exercício ao voto²⁷² e violando os princípios fundamentais do direito societário, tomando o papel de um “câncer” nos estatutos das companhias, como o grande óbice ao

²⁶⁸ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Memorando, Dir. Marcos Barbosa Pinto e Dir. Otavio Yazbek, de 14 de abril de 2008. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/2278248/mod_folder/content/0/Memorando%20Poison%20Pill_s.pdf?forcedownload=1. *Op. Cit.* p.3.

²⁶⁹ Conforme traz Calixto Salomão, o tratamento igualitário já ocorreria por conta do Art. 254-A da Lei nº 6.404/76, na condição de dever fiduciário do controlador, previsto no art. 116 do mesmo diploma legal. COMPARATO, Fábio Konder e FILHO, Calixto Salomão. O Poder de Controle na Sociedade Anônima. 6ª Ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2014, p. 235.

²⁷⁰ ZANINI, Carlos Klein. “A Poison Pill Brasileira: Desvirtuamento, Antijuridicidade e Ineficácia”, in ADAMEK, Marcelo Vieira Von (coord.), Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos, São Paulo, Malheiros, 2011. *passim*.

²⁷¹ Nessa linha, Carlos Zanini: “O que realmente impressiona é a situação que vem sendo complacentemente admitida pelo Direito Brasileiro, que retira tanto da administração quanto da assembleia a capacidade para afastar a aplicação da *poison pill* brasileira. Entrincheira nos estatutos, posta a salvo de ulteriores modificações, nossa “pílula de veneno” parece imune a todo e qualquer antídoto”. *Ibid.* p. 275.

²⁷² Nesse sentido, expõe a doutrina de Mussnich e Lobão Melo: “Ainda assim, na falta de casos concretos e jurisprudência de discussões a este respeito, vê-se que a previsão destas obrigações impossíveis ou, no mínimo, excessivamente onerosas, acaba por limitar bastante o exercício do poder de voto do acionista que pretenda aprovar a supressão da *Brazilian pill* do estatuto de urna determinada companhia. MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; LOBÃO MELO, Vitor de Britto. Análise prática e considerações sobre a realidade e a aplicação das medidas de proteção à tomada hostil de controle nos estatutos sociais das companhias abertas brasileiras (*Brazilian Pills*). In: COUTO SILVA, Alexandre. Direito societário: estudos sobre a lei de sociedades por ações. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 266.

funcionamento adequado da *brazilian pill*, conforme se enfoca na parte final deste estudo.²⁷³

4.3. O ENTRINCHEIRAMENTO DAS *POISON PILLS*: OPOSIÇÃO DAS CLÁUSULAS PÉTREAS AO DIREITO BRASILEIRO

Ao se analisar, à *prima facie*, o racional por trás da cláusula pétrea, que acompanha a *poison pill* estatutária, observa-se um propósito franciscano, qual seja o de proteger a vigência da medida defensiva por conta de eventual interesse particular do controlador ou do adquirente.²⁷⁴ Dessa maneira, impõe-se o ônus de realizar OPA a quem quer que seja que vote no sentido de sua adulteração, visando, pois, proteger a eficácia da *brazilian pill* e os seus efeitos. Mais do que isso, cabe dizer que caso o adquirente não realize a OPA, usualmente terá os seus direitos suspensos, conforme o art. 120 da Lei nº 6.404/76, retirando o poder de voto do potencial comprador hostil e cessando a eventual ameaça.²⁷⁵

Elucida-se à redação típica da referida cláusula pétrea, que se apresenta nas companhias brasileiras, conforme, por exemplo, o art. 30, parágrafo 10, do estatuto social da EZTC:

Parágrafo 10 - Qualquer alteração deste Estatuto que limite o direito dos acionistas à efetivação da OPA prevista neste Artigo ou a exclusão deste Artigo obrigará os acionistas que tiverem votado a favor de tal alteração ou exclusão na deliberação em Assembleia Geral a efetivar, de forma conjunta e solidária, a OPA prevista neste Artigo.²⁷⁶

Nesse viés, a OPA ocorre de uma forma ou de outra,²⁷⁷ seja pelo comprador hostil ao atingir determinada participação acionária ou pelos acionistas que votem a favor da sua adulteração.²⁷⁸ Logo, a partir da inserção desse instrumento, tende-se a

²⁷³ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Parecer de orientação nº 036/2009. Presidente Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana. 23 jun. 2009.

²⁷⁴ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; LOBÃO MELO, Vitor de Britto. Análise prática e considerações sobre a realidade e a aplicação das medidas de proteção à tomada hostil de controle nos estatutos sociais das companhias abertas brasileiras (Brazilian Pills). In: COUTO SILVA, Alexandre. Direito societário: estudos sobre a lei de sociedades por ações. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 265.

²⁷⁵ ZANINI, Carlos Klein. "A Poison Pill Brasileira: Desvirtuamento, Antijuridicidade e Ineficácia", in ADAMEK, Marcelo Vieira Von (coord.), Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos, São Paulo, Malheiros, 2011, p. 273.

²⁷⁶ EZ TEC EMPREENDIMENTOS E PARTICIPAÇÕES S.A. Estatuto Social, data da última atualização: 28.04.2022. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/653fada3-cbcd-4015-9a94-2149f610a321/ccaede07-fb73-29db-6f00-8c5f124501d3?origin=2>. Acesso em: 10 set 2022.

²⁷⁷ MUSSNICH, *Loc. Cit.*

²⁷⁸ CARVALHOSA, Modesto. As Poison pills estatutárias na Prática Brasileira: alguns aspectos de sua Legalidade. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGAO, Leandro Santos de. Direito Societário: Desafios Atuais. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p.26-27.

garantir a permanência da obrigação se realizar a OPA estatutária, nos seus exatos termos, mudando apenas a pessoa do ofertante – ora o acionista dissidente ora o adquirente hostil.

Assim sendo, como já dito, essa perpetuidade das *poison pills* brasileiras faria sentido ao se visar à tutela de direitos dos minoritários, tais quais a manutenção da isonomia e a proteção contra ofertas coercitivas ou outras manobras, conforme Marcos Pinto e Otávio Yazbek.²⁷⁹ Contudo, os próprios então diretores da CVM observam que a maior parte desses direitos se mantém independente de cláusulas pétreas,²⁸⁰ enquanto outros, até então intactos, passam a ser prejudicados.²⁸¹

Sem falar dos problemas práticos das *poison pills* brasileiras, já indicados, que se agravam, tais como a ineficiência econômica e reserva de controle,²⁸² é latente a ilicitude e imoralidade da cláusula pétrea, haja vista que viola diretamente os direitos dos acionistas e se opõe aos seus interesses.²⁸³ É dizer, a cláusula pétrea em nada

²⁷⁹ “Teoricamente, as cláusulas pétreas seriam importantes para impedir que a pílula fosse suprimida pela assembléia geral, o que abriria espaço para ofertas coercitivas. Porém, quando examinamos o assunto mais a fundo, percebemos que esse não é o caso.” COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Memorando, Dir. Marcos Barbosa Pinto e Dir. Otavio Yazbek, de 14 de abril de 2008, p. 3. Disponível em:

https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/2278248/mod_folder/content/0/Memorando%20Poison%20Pill%20s.pdf?forcedownload=1. Acesso em: 29 ago. 2022.

²⁸⁰ “6.19 Sexta objeção: A análise acima desconsidera a importância das cláusulas pétreas para proteger os acionistas contra manobras ilegítimas de potenciais adquirentes do controle da empresa. O potencial adquirente do controle pode acumular ações da companhia até o limite previsto no estatuto como gatilho da *poison pill* e, na seqüência, aprovar a revogação da pílula, aproveitando-se do absenteísmo dos acionistas. O potencial adquirente do controle pode até mesmo desarmar a pílula depois de adquirir o controle da companhia no mercado. 6.20 A nosso ver, essa objeção é infundada. Nossa regulamentação exige que os acionistas divulguem ao mercado quaisquer participações relevantes, dando à administração a oportunidade de se defender contra a revogação da pílula. (25) Essa defesa pode assumir diversas formas legítimas, como os pedidos públicos de procuração.” COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Ibid.* p. 6. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/2278248/mod_folder/content/0/Memorando%20Poison%20Pill%20s.pdf?forcedownload=1. Acesso em: 29 ago. 2022.

²⁸¹ “Se a análise acima estiver correta, a minuta de parecer de orientação faz sentido econômico. Afinal, as cláusulas pétreas não são necessárias para que as *poison pills* proporcionem os benefícios que se espera delas. Além disso, as cláusulas pétreas aumentam significativamente os custos normalmente associados às *poison pills*.” COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Ibid.*, p. 4. Disponível em:

https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/2278248/mod_folder/content/0/Memorando%20Poison%20Pill%20s.pdf?forcedownload=1. Acesso em: 29 ago. 2022.

²⁸² ZANINI, Carlos Klein. “A *Poison Pill* Brasileira: Desvirtuamento, Antijuridicidade e Ineficácia”, in ADAMEK, Marcelo Vieira Von (coord.), *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*, São Paulo, Malheiros, 2011. p.273-277.

²⁸³ “Percebe-se, neste caso, a extrema ilegalidade e imoralidade deste tipo de cláusula de *poison pill*, pois constrange o exercício do direito de voto do acionista, o qual deverá ser manifestado, sempre, de forma livre e em consonância com o interesse social.” CARVALHOSA, Modesto. *As Poison pills estatutárias na Prática Brasileira: alguns aspectos de sua Legalidade*. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGAO, Leandro Santos de. *Direito Societário: Desafios Atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p.26.

influência no cumprimento do propósito da *poison pill* nacional, para todos os seus efeitos, representado medida inócua ou até contraproducente.²⁸⁴

Para tanto, referencia-se novamente ao exemplo, constante do Memorando da CVM,²⁸⁵ dos negócios que podem ser de interesse tanto de todos acionistas quanto do adquirente, ambos inviabilizados pela cláusula. Da mesma forma, ressalta-se que o argumento de que a supressão da cláusula pétrea representa risco de efetivação de ofertas coercitivas e eventual venda de ações abaixo do valor justo não se materializa, visto que os acionistas são os responsáveis por julgar se a oferta é abusiva e o preço subvalorizado, de modo que, em caso de abusividade, a assembleia poderá apenas manter a vigência da *poison pill*.²⁸⁶

Igualmente, em relação a referida estabilidade da administração, os próprios acionistas podem efetivá-la se assim desejarem.²⁸⁷ Ademais, a longevidade da administração pode ser até indesejada,²⁸⁸ na medida que abre margem para atuação oportunista e performance ineficiente por parte dos administradores em razão da

²⁸⁴ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Memorando, Dir. Marcos Barbosa Pinto e Dir. Otavio Yazbek, de 14 de abril de 2008, p. 3-4. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/2278248/mod_folder/content/0/Memorando%20Poison%20Pill%20s.pdf?forcedownload=1. Acesso em: 29 ago. 2022.

²⁸⁵ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Ibid.* p. 4. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/2278248/mod_folder/content/0/Memorando%20Poison%20Pill%20s.pdf?forcedownload=1. Acesso em: 29 ago. 2022.

²⁸⁶ João Pedro Scalzilli se refere à cláusula pétrea como medida draconiana, na medida que limita a liberdade dos acionistas para julgar se a oferta é boa ou má, não podendo, assim, dispor de seu próprio patrimônio.: “ao inviabilizar a alteração ou extinção do mecanismo de defesa, fecha a companhia de tal forma que os seus acionistas ficam impossibilitados de receber qualquer oferta, seja ela boa ou má. E, nestes termos, a medida é draconiana. Não é ela, em hipótese alguma, proporcional, não importando os argumentos utilizados, para que se diga o contrário.” SCALZILLI, João Pedro. Mercado de Capitais, Ofertas Hostis e Técnicas de Defesa. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 250-251.

²⁸⁷ “6.10 Ninguém questiona que os administradores de uma companhia aberta precisam de certa estabilidade para exercer suas funções. Todavia, a estabilidade não é sempre benéfica aos acionistas; obviamente, uma administração ineficiente não merece estabilidade. 6.11 Além disso, não está clara a razão pela qual os acionistas não podem, eles mesmos, preservar essa estabilidade. Se os donos da empresa acham que podem obter retornos melhores no longo prazo mantendo a atual administração, sem interrupções, eles podem, por si próprios, rejeitar eventuais ofertas de aquisição de controle.” COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Ibid.* p. 5. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/2278248/mod_folder/content/0/Memorando%20Poison%20Pill%20s.pdf?forcedownload=1. Acesso em: 29 ago. 2022.

²⁸⁸ Nesse sentido, amplamente se abordam os benefícios do efeito disciplinador que as *poison pills* geram na administração. BEBCHUK, Lucian. *Why firms adopt antitakeover arrangements*”. Discussion Paper nº 420. 152 University of Pennsylvania Law Review 713-753 (2003). p.7. Disponível em: <http://www.law.harvard.edu/faculty/bebchuk/pdfs/2003.Bebchuk.AntitakeoverArrangements.pdf>. Acesso em: 10 set. 2022.; e NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. Medidas Defensivas a Tomada de Controle de Companhias. 2ª ed. Revista, Ampliada e Atualizada. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 358-361.

segurança na manutenção dos seus cargos.²⁸⁹ Apesar da assimetria de informação entre administradores e acionistas ser evidente, conforme já reconhecida amplamente,²⁹⁰ não justifica o cerceamento da decisão dos acionistas, resolvendo-se a carência de informações simplesmente pela melhoria nas políticas de divulgações da companhia²⁹¹ ou pela regulação do procedimento da OPA voluntária.²⁹²

Ao fim e ao cabo, a cláusula pétreia parece justificar a sua existência baseada na premissa de que o acionista minoritário não possui capacidade para decidir, contrariando o princípio básico da autonomia da vontade, tratado no direito norte-americano de forma mais específica como o “*shareholder choice principle*” (princípio da escolha do acionista).²⁹³ Deslegítima que decidam se a oferta é abusiva ou não, se a permanência dos administradores é desejável ou não, restringindo o seu direito de deliberar. A única hipótese plausível para essa limitação, seria a retirada da *poison pill* por vontade exclusiva do controlador ou do adquirente, porém, a legislação societária já os excluiria de caso de votação para esse tipo de forma estatutária, em razão do conflito de interesses.²⁹⁴

²⁸⁹ DAVIES, Paul; HOPT, Klaus; RINGE, Wolf-Georg. Control Transactions. in. KRAAKMAN, Reinier. *The Anatomy of Corporate Law: A comparative and Functional Approach*. 3 ed. Oxford University Press. Reino Unido. 2017, p. 208.

²⁹⁰ DAVIES, *Ibid.* p. 225.

²⁹¹ “A importância da informação privilegiada usufruída pelos administradores foi reconhecida e desenvolvida da ‘persuasão substancial’ em linha com os casos *Time Warner e Unitrin*. O entendimento das cortes de que os administradores podem responder pela ameaça de ‘persuasão substancial’ é essencialmente o reconhecimento de que os acionistas talvez ‘mal interpretem’ porque a informação sobre o valor da companhia não estava inteiramente disponível ou compreensível por todos os acionistas, e evitar esse resultado é uma meta devida para a administração.” “*The importance of the informational advantage enjoyed by directors was recognized in the development of the “substantive coercion” strand of doctrine in Time Warner and Unitrin.*”⁹⁵ *The courts’ acknowledgement that directors can respond to the threat of “substantive coercion” is essentially a recognition that shareholders may “get it wrong” because information about a company’s value may not be fully available to (or fully understood by) all shareholders; and that avoiding such a result is an appropriate goal for directors.*” LIPTON, Martin; ROWE, Paul K. Pills, Polls and Professors. *A Reply to Professor Gilson*. New York University Center for Law and Business Research Paper, n. 01-006, abr. 2001, p. 36-37. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=398060. Acesso em 02 jul. 2022. (tradução nossa).

²⁹² MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva. 2013. p. 223-224.

²⁹³ LIPTON, *Ibid.*, p.37. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=398060. Acesso em 02 jul. 2022

²⁹⁴ “6.21 Além disso, o acionista que pretenda suprimir a poison pill para adquirir o controle enfrentará sérios óbices jurídicos. Tendo em vista o disposto no art. 115 da Lei nº 6.404, de 1976, é muito provável que o acionista esteja impedido de votar na deliberação em questão, pois ela o beneficia de modo particular. (26) 6.22 Ainda que assim não fosse, a supressão da poison pill seguida da aquisição do controle seria suficiente para caracterizar o exercício do direito de voto em conflito de interesses ou abuso no exercício desse direito, práticas também proibidas pelo art. 115 da Lei nº 6.404, de 1976. 6.23 Caso alguém pretenda se livrar da obrigação de lançar a oferta depois de adquirir o controle, sua situação será ainda pior. Para afastar a oferta nesse caso, o novo controlador teria de realizar uma reforma estatutária com efeitos retroativos, apta a eliminar uma obrigação já constituída. Essa reforma

Destarte, resta clara a incongruência do suposto caráter benéfico da cláusula pética com a sua operacionalidade verdadeira, na medida que sedimenta efetivamente a *poison pill* brasileira nos estatutos da companhia sem apresentar benefícios reais à companhia e à base acionária como um todo.²⁹⁵ Melhor dizendo, a imutabilidade da medida possui pontos positivos apenas para o acionista controlador que deseje perpetuar o seu poder, cuja posição não se poderá ameaçar sem a realização da OPA.²⁹⁶

Nesse sentido, além do forte posicionamento da doutrina contra a inserção da cláusula pética, reconhecendo a sua imoralidade e ilicitude, conforme explicam Carlos Zanini²⁹⁷ e Modesto Carvalhosa²⁹⁸. A CVM já sinalizou a ilicitude desse engessamento, haja vista que “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”.²⁹⁹ Por conseguinte, se a distorção de interesses e desvirtuamento inerentes à cláusula pética geram controvérsia sobre a sua pertinência, o exame da compatibilidade com o direito sana as dúvidas sobre a

seria certamente inválida, pois afetaria direitos já adquiridos pelos demais acionistas, contrariando o que dispõe o art. 5º, XXXVI, da Constituição da República.” COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Memorando, Dir. Marcos Barbosa Pinto e Dir. Otavio Yazbek, de 14 de abril de 2008, p. 6. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/2278248/mod_folder/content/0/Memorando%20Poison%20Pills.pdf?forcedownload=1. Acesso em: 29 ago. 2022.

²⁹⁵ Eduardo Munhoz dispõe categoricamente o problema do uso da companhia como servente aos interesses dos administradores, caso a eles caiba decidir sobre matéria de aquisições do controle: “quem defende a atribuição de poder aos administradores nas ofertas de aquisição de controle não está a defender os *stakeholders* ou a visão institucionalista da empresa. Está a defender os próprios administradores. De fato, o que está em jogo nessa discussão não são os *stakeholders*, nem visão institucionalista da empresa, mas a quem se deve conferir o papel preponderante nas decisões sobre a transferência de controle acionário: aos administradores ou aos acionistas”. MUNHOZ, Eduardo Secchi. Aquisição de controle na sociedade anônima. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 220.

²⁹⁶ “Portanto, fica expressa a falta de consonância com o interesse social, mediante a tentativa de sobreposição dos interesses de um pequeno grupo em detrimento dos demais e da propriedade sociedade”. CARVALHOSA, Modesto. As Poison pills estatutárias na Prática Brasileira: alguns aspectos de sua Legalidade. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGAO, Leandro Santos de. Direito Societário: Desafios Atuais. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p.26-27. Ainda, Carlos Zanini complementa: “Em última instância, a *poison pill* brasileira faz com que somente o controlador – ou o titular de parcela significativa do capital social – ao tempo de sua instituição detenha o privilégio de ostentar percentual de participação superior ao do gatilho da oferta pública sem a necessidade e fazê-la.” ZANINI, Carlos Klein. “A Poison Pill Brasileira: Desvirtuamento, Antijuridicidade e Ineficácia”, in ADAMEK, Marcelo Vieira Von (coord.), Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos, São Paulo, Malheiros, 2011, p. 277.

²⁹⁷ ZANINI, *Loc. Cit.*

²⁹⁸ CARVALHOSA, *Ibid.* p.26.

²⁹⁹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Parecer de orientação nº 036/2009. Presidente Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana. 23 jun. 2009.

inegável ilicitude e invalidade desse mecanismo que impossibilita o desarme das *poison pills* brasileiras.³⁰⁰

4.3.1. A USURPAÇÃO DO DIREITO DE VOTO

Ao adentrar no mérito da ilegalidade da cláusula pétrea, passa-se pela violação de direitos consagrados pela legislação e princípios do direito comercial. Dessa maneira, em que pese os diversos desdobramentos ilícitos advindos da incorporação da provisão de imutabilidade, destaca-se a ofensa ao direito de voto, o qual se mostra como um dos mais importantes direitos políticos dentro da sistemática do direito societário³⁰¹.

Embora não conste como direito essencial, nos termos do art. 109, da Lei nº 6.404/76, o voto possui papel ímpar nas companhias. Desse modo, o direito ao voto, conforme Marcelo Lamy Rego³⁰²: “é o direito do acionista de manifestar sua vontade na Assembléia Geral, a favor ou contra a aprovação de proposta de deliberação, e de ter seu voto computado na formação da vontade social.” Ou seja, é pelo voto do acionista que se forma a vontade social, implicando a escolha da forma como se atingirá a consecução do objeto social, uma vez que, conforme Erasmo Valladão Azevedo e Novas França³⁰³, a vontade da sociedade se manifesta na deliberação da

³⁰⁰ “A versão brasileira da ‘poison pill’ original consiste na provisão de imutabilidade que impõe aos adquirentes, de determinado percentual de ações da companhia, a lançar Oferta Pública de Ações destinada a todos os acionistas – geralmente com um grande prêmio sobre o valor de mercado, determinado *ex ante*. Criado como mecanismo de entrenchement para os blocos de controle com menos da maioria do capital votante, essas provisões logo se tornam objeto de controvérsia e tiveram a sua legalidade questionada.” *“The Brazilian version of the ‘poison pill’ originally consisted in ‘immutable’ charter provisions imposing on acquirers of a certain percentage of the company’s stock the obligation to launch a mandatory bid to all shareholders – often at a large premium over the market price specified ex ante. Conceived as entrenchment devices for existing blockholders holding less than a majority of the voting capital, these provisions soon became controversial and their legality was questioned.”* DAVIES, Paul; HOPT, Klaus; RINGE, Wolf-Georg. *Control Transactions*. in. KRAAKMAN, Reinier. *The Anatomy of Corporate Law: A comparative and Functional Approach*. 3 ed. Oxford University Press. Reino Unido. 2017, p. 217. (tradução nossa).

³⁰¹ NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas Defensivas a Tomada de Controle de Companhias*. 2ª ed. Revista, Ampliada e Atualizada. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 225.

³⁰² REGO, Marcelo Lamy. LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*. 2 ed. atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 377.

³⁰³ “A assembleia-geral, portanto, tem precípua função deliberante, mas esta deve ser exercida mediante *procedimento* que assegure a possibilidade do *contraditório*, ou seja, da participação de todos os acionistas na reunião e no debate sobre as matérias submetidas à deliberação. Somente assim esta poderá vir a constituir expressão da assim chamada “vontade social”. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novas. *Invalidade das deliberações de assembleia das S/A e outros escritos sobre o tema da invalidade das deliberações sociais*. 2. Ed. revista e aumentada. São Paulo. Ed. Malheiros. 2017. p. 49.

assembleia geral, e esta é a responsável por deliberar sobre todos os negócios da companhia.³⁰⁴

Não obstante, se a sua importância é inequívoca, a natureza jurídica do direito ao voto resta controversa, visto que há quem o defenda como direito subjetivo de livre exercício enquanto também pode ser considerado como um dever a ser cumprido pelo votante.³⁰⁵ Apesar da distinção entre jurisdições, para efeitos práticos, foge-se do aprofundamento ao debate, tendo em vista que a lei brasileira abraça a segunda definição, embora restem alguns traços de direito subjetivo.³⁰⁶

Assim, o acionista não é obrigado a exercer o voto, porém, ao votar deverá observar determinados parâmetros, isto é, atribui-se responsabilidade ao acionista quanto ao conteúdo do seu voto, estabelecendo verdadeiro *standard* ao teor do voto na sociedade anônima – o voto no interesse social. Traduzindo, nas palavras de Nelson Eizirik: “O acionista não é obrigado a votar, nem a comparecer à assembleia geral; mas, se comparece e vota, tem o dever de fazê-lo visando ao interesse da companhia”.³⁰⁷ Define-se, portanto, o direito ao voto como “um direito-função, limitado à consecução do objeto social”.³⁰⁸

Para todos os efeitos, embora se reconheça o largo escopo atinente ao debate sobre a conceituação do que seria o “interesse social”, considera-se a definição trazida por Rodrigo Ferraz Pimenta da Cunha:

“O interesse social, que deve ser perseguido pelos administradores na condução nos negócios da companhia, nada mais é que a maximização dos lucros sociais, de curto ou longo prazo, através da atividade-meio (atividade empresarial) especificada no objeto social.”³⁰⁹

Dessa maneira, o acionista deve sempre votar no melhor interesse da companhia; conforme o interesse comum, não podendo usufruir do seu voto para o gozo de benefício exclusivamente particular, para si ou para terceiro, sendo vedada a votação em matéria de conflito de interesses, nos termos do art. 115 da Lei nº 6.404/76. É dizer, quando do exercício do direito ao voto, não se pode lesar à

³⁰⁴ EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume 2 – Arts. 121 a 188. São Paulo. Quartier Latin, 2011, p.14.

³⁰⁵ REGO, Marcelo Lamy. LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). Direito das Companhias. 2 ed. atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 377.

³⁰⁶ REGO, *Ibid.* p. 379.

³⁰⁷ EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume 1 – Arts. 1º a 120. São Paulo. Quartier Latin, 2011, p.653.

³⁰⁸ CUNHA, Rodrigo Ferraz Pimenta da. O exercício de voto na sociedade anônima. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGAO, Leandro Santos de. Direito Societário: Desafios Atuais. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 249

³⁰⁹ CUNHA, *Ibid.* p. 245.

sociedade ou a qualquer outro acionista, sob pena de abuso de direito.³¹⁰ Esclarece-se, todavia, não ser vedado necessariamente o voto em prol de interesse particular, desde que não seja conflitante com o interesse da empresa em si.³¹¹

Considerando que o voto integra a formação da vontade social, o resultado deve conciliar a amálgama de interesses particulares para a concepção de decisão benéfica para o coletivo. Qualquer outro norte que se dê ao voto implica o abuso de direito.³¹² Ou seja, o acionista é obrigado a votar em favor as melhores decisões, isto é, que gerem o melhor resultado para a companhia e os seus acionistas. Por conseguinte, em hipótese de OPA pela totalidade das ações com ágio relevante, porém inferior aos parâmetros da *poison pill* brasileira, o aceite pode ser de interesse dos acionistas se benéfico for.

É dizer, caso os acionistas julguem como atraente eventual oferta com valor abaixo dos patamares da *brazilian pill*, a votação pela alteração ou supressão de sua redação, por parte de quem a entenda como favorável, alinha-se perfeitamente com o art. 115, da Lei n.º 6.404/76. Qualquer outro padrão de voto que destoe desse preceito legal implica a ilicitude do voto exarado, isso por conta de que o acionista, conforme João Pedro do Nascimento, não possui a prerrogativa de escolher a maneira pela qual exercerá o voto, devendo sempre atender ao interesse da companhia.³¹³

Ao analisar a redação comum da cláusula pétrea, vislumbra-se justamente o oposto, na medida que dita as linhas de exercício do voto em sentido contrário ao melhor rumo da companhia, acabando por coagir e subverter esse direito/dever fundamental do acionista em prol do entrincheiramento das *poison pills*.³¹⁴

³¹⁰ CUNHA, Rodrigo Ferraz Pimenta da. O exercício de voto na sociedade anônima. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGAO, Leandro Santos de. Direito Societário: Desafios Atuais. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 257-258.

³¹¹ REGO, Marcelo Lamy. LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). Direito das Companhias. 2 ed. atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 404.

³¹² “Os chamados padrões genéricos de abuso no exercício do direito de voto estão definidos no *caput* o artigo 115 da LSA, que caracteriza como abusivo o voto exercido com o fim: (a) de causar dano à companhia ou a outros acionistas; ou (b) de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.” REGO, *Ibid.* p. 415.

³¹³ NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. Medidas Defensivas a Tomada de Controle de Companhias. 2ª ed. Revista, Ampliada e Atualizada. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 226.

³¹⁴ “vê-se que a previsão destas obrigações impossíveis ou, no mínimo, excessivamente onerosas, acaba por limitar bastante o exercício do poder de voto do acionista que pretenda aprovar a supres são da *Brazilian pill* do estatuto de urna determinada companhia. Isto ocorre, pois, o referido acionista, sem meios para arcar com as consequências de sua decisão, acaba por não manifestar sua vontade, contribuindo, assim, caso seus pares tenham a mesma (e esperada) reação, para a manutenção do status quo ante da hierarquia do poder naquela companhia.” MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; LOBÃO MELO, Vitor de Britto. Análise prática e considerações sobre a realidade e a aplicação das

Considerando que a vontade social se forma a partir das opiniões de partes diversas, não se confunde com mero concurso de vontades particulares, de modo que, no modelo de contrato plurilateral,³¹⁵ devem se direcionar para o bem-estar da companhia uma vez que a decisão com maior adesão dos acionistas acaba por ser exprimida, ao fim, como a vontade coletiva.³¹⁶

Nesse sentido, conforme o acima trazido, a cláusula acessória de imutabilidade, que acompanha a *poison pill* brasileira, mostra-se inequivocamente ilícita, cerceando o direito ao voto do acionista.³¹⁷ A impossibilidade do exercício do voto – dentro do interesse social – sob pena de ser obrigado a realizar OPA, em valores exorbitantes, revela o caráter oligárquico, subversivo e, sobretudo, contrário ao direito e melhores práticas, demandando posicionamento do regulador e legislador sobre a matéria.³¹⁸

Destarte, sendo as cláusulas pétreas mecanismo de promoção de interesses particulares, portanto, ilegal e ilegítimo, deve ser amplamente coibida essa forma de engessamento estatutário.³¹⁹ Embora ainda não exista uma vedação clara sobre a inserção da cláusula pétrea, a B3 já não permite que as empresas ingressem no Novo Mercado, segmento de listagem mais elevado, com a presença da provisão de imutabilidade, conforme o art. 7º, II, do Regulamento do Novo Mercado. Igualmente,

medidas de proteção à tomada hostil de controle nos estatutos sociais das companhias abertas brasileiras (Brazilian Pills). In: COUTO SILVA, Alexandre. Direito societário: estudos sobre a lei de sociedades por ações. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 266.

³¹⁵ “A pluralidade corresponde a circunstância de que os interesses contrastantes das várias partes devem ser unificados por meio de uma finalidade comum; os contratos plurilaterais aparecem como contratos com comunhão de fim Cada uma das partes obriga-se, de fato, para com tôdas as outras, e para com tôdas as outras adquire direitos; é natural, portanto, coordená-los, todos, em tórno de um fim, de um escopo comum.” ASCARELLI, Tullio. A Problemas das sociedades anônimas e direito comparado. 2. ed. São Paulo: Saraiva. 1969, p. 271.

³¹⁶ FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novas. Invalidez das deliberações de assembleia das S/A e outros escritos sobre o tema da invalidade das deliberações sociais. 2. Ed. revista e aumentada. São Paulo. Ed. Malheiros. 2017, p. 49.

³¹⁷ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; LOBÃO MELO, Vitor de Britto. Análise prática e considerações sobre a realidade e a aplicação das medidas de proteção à tomada hostil de controle nos estatutos sociais das companhias abertas brasileiras (Brazilian Pills). In: COUTO SILVA, Alexandre. Direito societário: estudos sobre a lei de sociedades por ações. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 266.

³¹⁸ ZANINI, Carlos Klein. “A Poison Pill Brasileira: Desvirtuamento, Antijuridicidade e Ineficácia”, in ADAMEK, Marcelo Vieira Von (coord.), Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos, São Paulo, Malheiros, 2011, p. 276-277.

³¹⁹ “Se o único propósito das cláusulas pétreas é preservar o poder dos antigos acionistas majoritários, elas têm um caráter eminentemente oligárquico, incompatível com a nossa legislação societária. (27) 6.26 Se esse for mesmo o único objetivo das cláusulas pétreas, não se vê como elas possam ser compatíveis com o art. 115 da Lei nº 6.404, de 1976, que obriga o acionista a votar no interesse social e não no interesse particular dos controladores.” COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Memorando, Dir. Marcos Barbosa Pinto e Dir. Otavio Yazbek, de 14 de abril de 2008, p. 6. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/2278248/mod_folder/content/0/Memorando%20Poison%20Pills.pdf?forcedownload=1. Acesso em: 29 ago. 2022.

a CVM já informou que não aplicará penalidades aos acionistas que votem pela remoção ou alteração da *poison pill* e não realizem a OPA estatutária.³²⁰ Nesse sentido, a tendência que se espera, apesar da incipiência de normas sobre a matéria no Brasil, é a proibição da cláusula pétrea em qualquer estatuto social e a atenção do regulador sobre disposições semelhantes que contraditem ao direito brasileiro.

4.3.2. A VIOLAÇÃO DA SUPREMACIA ASSEMBLEAR E A SUBVERSÃO DO PRINCÍPIO MAJORITÁRIO

Em linha com o inadmissível e ilegal constrangimento ao exercício do direito ao voto, surge a violação de outros preceitos societários expressos na lei brasileira.³²¹ A cláusula pétrea, portanto, tende – segundo parte da doutrina – a retirar o poder supremo da assembleia geral, enquanto órgão máximo, de decidir sobre os negócios da companhia (art. 121, Lei n.º 6.404/76).³²² Mais do que isso, conforme a CVM,³²³ a provisão que limita o âmbito de deliberação da assembleia geral sobre cláusula estatutária impede a tarefa mais importante e exclusiva: reformar o estatuto social (art. 122, I, Lei n.º 6.404/76), não se respeitando a vontade da maioria; o princípio majoritário (art. 129, Lei n.º 6.404/76).³²⁴

Ainda assim, conforme João Pedro Nascimento, em tese não há necessariamente violação contra os poderes e competências da assembleia geral,

³²⁰ “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.” COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Parecer de orientação nº 036/2009. Presidente Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana. 23 jun. 2009.

³²¹ “Esta limitação do seu direito de voto acaba por desencadear diversas ofensas frontais a princípios basilares do direito societário e normas legais de ordem pública, evidenciando as cláusulas pétreas como dispositivos flagrantemente ilegítimos e ilegais. Dentre esses princípios, podemos citar (i) o princípio da soberania da assembleia geral, positivado na Lei das S.A., principalmente na norma constante em seus arts. 121 e 122, que define a assembleia geral como órgão máximo e soberano das companhias brasileiras (inclusive para aprovar a reforma do seu estatuto social — art. 122, I); (ii) o princípio majoritário, pelo qual se confere a maioria do capital votante o poder de prevalecer, ressalvadas poucas exceções da lei, nas referidas assembleias (art. 129 da Lei das S.A.); (iii) o próprio direito de voto, pelo qual o acionista, caso o exerça no interesse social, tem total liberdade para escolher como votar (art. 115); e (iv) os princípios da autonomia privada e da liberdade de contratar, pelos quais os indivíduos possuem a liberdade e a autonomia para criar e alterar normas entre si (art. 421 do Código Civil Brasileiro).” MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; LOBÃO MELO, Vitor de Britto. Análise prática e considerações sobre a realidade e a aplicação das medidas de proteção à tomada hostil de controle nos estatutos sociais das companhias abertas brasileiras (Brazilian Pills). In: COUTO SILVA, Alexandre. Direito societário: estudos sobre a lei de sociedades por ações. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 266-267.

³²² MÜSSNICH, *ibid.* p. 264-267.

³²³ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Loc. Cit.*

³²⁴ EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume 2 – Arts. 121 a 188. São Paulo. Quartier Latin, 2011, p.14-15

uma vez que poderá decidir sobre a matéria, podendo, apesar da imposição de OPA aos votantes contra a *poison pill*, reformar o estatuto social.³²⁵ Dessa maneira, acredita-se que a indicada violação dos art. 121 e 122, I, é mais um argumento decorrente da violação do art. 115, seja pela limitação indevida do exercício ao direito de voto.³²⁶ A mesma lógica se estende para o art. 129, já que a maioria do capital votante poderia retirar a cláusula, mediante a realização de OPA.

Melhor elucidando, tecnicamente não parece existir a verdadeira restrição dos poderes e competências da assembleia geral por conta das cláusulas pétreas, de tal forma que a impossibilidade de deliberação e mudança estatutária atem-se à violação do direito ao voto (art. 115).³²⁷ Porém, não cedendo à uma análise abstrata e ingênua, as implicações práticas demonstram clara e inegavelmente a obstrução para a livre deliberação acerca de reformas estatutárias, fortalecendo o entrenchamento das cláusulas de proteção à dispersão acionária, não sendo, pois, compatíveis com o ordenamento jurídico brasileiro.³²⁸

4.3.3. DA (IN)VALIDADE DA CLÁUSULA DE IMUTABILIDADE

Finalmente, além dos conflitos com a legislação societária, ao fim e ao cabo o estatuto social nada mais é do que um contrato pertencente a uma subespécie de contratos (plurilaterais),³²⁹ de natureza excepcional, classe de negócio jurídico,³³⁰ sujeitando-se, pois, às mesmas regras de existência, validade e eficácia.³³¹ A existência não demanda estudo pormenorizado, na medida que se consolida com a

³²⁵ NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. Medidas Defensivas a Tomada de Controle de Companhias. 2ª ed. Revista, Ampliada e Atualizada. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 226-227.

³²⁶ NASCIMENTO, *Loc. Cit.*

³²⁷ NASCIMENTO, *Loc. Cit.*

³²⁸ Assim sendo, em tese, não há violação do poder e competências da assembleia geral, em sentido estrito, havendo, mais acertadamente a persuasão para que os acionistas não exercem amplamente essa competência por meio do voto em assembleia. Conforme Franciso Mussnich e Lobão Melo: “Esta limitação do seu direito de voto acaba por desencadear diversas ofensas frontais a princípios basilares do direito societário e normas legais de ordem pública, evidenciando as cláusulas pétreas como dispositivos flagrantemente ilegítimos e ilegais.” MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; LOBÃO MELO, Vitor de Britto. Análise prática e considerações sobre a realidade e a aplicação das medidas de proteção à tomada hostil de controle nos estatutos sociais das companhias abertas brasileiras (Brazilian Pills). In: COUTO SILVA, Alexandre. Direito societário: estudos sobre a lei de sociedades por ações. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 266.

³²⁹ ASCARELLI, Tullio. A Problemas das sociedades anônimas e direito comparado. 2. ed. São Paulo: Saraiva. 1969. p. 251.

³³⁰ VENOSA, Sílvio de Salvo. Direito civil: parte geral. 14. Ed. São Paulo: Atlas, 2014, p.350.

³³¹ AZEVEDO, Antônio Junqueira de. Negócio jurídico: existência, validade e eficácia. 4. ed. atual. São Paulo: Saraiva, 2004, p.24.

vontade social, ou seja, da assembleia geral (presumindo que não haja vício de vontade).³³² A eficácia, por outro lado, dependerá da validade, a qual se adentra como ponto de enfoque dessa parte final.³³³ Dessa forma, ainda que não se pretenda esmiuçar o longo debate sobre os planos do negócio jurídico, como ponto final, propõe-se a explicitar as razões da invalidade da cláusula pética.

Assim, cabe analisar a questão, primeiramente, pelo artigo 104 do Código Civil, a fim de abordar de forma objetiva a questão da validade da cláusula de imutabilidade. De plano, pelo inciso II, do art. 104, evidencia-se que se trata de pronto caso de invalidade, uma vez que se requer objeto lícito.³³⁴ Ora, considerando que a cláusula pética viola o art. 115 da Lei da S.A., a sua invalidade é óbvia e certa, não sendo apta a produzir nenhum efeito, nos termos da legislação vigente.³³⁵

Ademais, apesar da lei ser clara quando a invalidade da cláusula, João Pedro do Nascimento aduz a pertinência, para o exame da matéria, das cláusulas gerais difundidas no direito brasileiro, em especial, a boa-fé objetiva, a função social do contrato e, por consequência, o respeito à ordem pública.³³⁶ Para tanto, ainda que não haja uma redação única e específica definindo-as, essas cláusulas gerais estão impregnadas em toda sistemática jurídica brasileira, podendo, no Código Civil, serem observadas as menções à boa-fé objetiva nos art. 113, 187 e 422, a função social do contrato no art. 421 e aos preceitos de ordem pública no art. 2035, todos da Lei n.º 10406/2002.³³⁷

Por esse prisma, a imoralidade e o desvirtuamento da cláusula pética – a intenção de entrincheiramento das *poison pills* – também servem de substrato para o reconhecimento da invalidade desse instrumento. Quando o controlador insere provisão que impossibilita o bom desenvolvimento da companhia, em favor de seus

³³² A existência decorre de ato unilateral da companhia, ainda que advenha de manifestação de vontade dos acionistas. Desse modo, a sociedade externaliza a sua vontade com base nas deliberações da maioria ou unanimidade dos acionistas votantes. EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume 2 – Arts. 121 a 188. São Paulo. Quartier Latin, 2011, p.14-15.

³³³ GOMES, Orlando. Introdução ao direito civil. Rio de Janeiro. Forense, 2001, p. 471.

³³⁴ “Para a validade dos negócios jurídicos requer a lei a conjugação de certos pressupostos e requisitos: a) capacidade do agente; **b) objeto lícito**; c) forma prescrita ou não defesa. Se falta um ou mais desses elementos, não vale o negócio.” GOMES, *Loc. Cit.* (grifos nosso).

³³⁵ Art. 104, II; e art. 166, II, da Lei n.º 10406/2002.

³³⁶ NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. Medidas Defensivas a Tomada de Controle de Companhias. 2ª ed. Revista, Ampliada e Atualizada. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 174.

³³⁷ AZEVEDO, Álvaro Villaça. Contratos: disposições gerais, princípios e extinção. In. AZEVEDO, Antônio Junqueira de; TÔRRES, Heleno Taveira; e CARBONE, Paola. (coord.). Princípios do novo Código Civil brasileiro e outros temas: homenagem a Tullio Ascarelli. 2ª ed. São Paulo. Quartier Latin. 2010. p. 51-55.

interesses, como a manutenção do poder, infringe-se claramente os ditames da boa-fé, deixando de cooperar e violando a regra da lealdade estabelecida.³³⁸

Da mesma forma, ao restringir o direito ao voto em prol do interesse e desenvolvimento da sociedade, fere-se a funcionalidade da empresa, ou seja, golpeia-se a função social do contrato de sociedade que não mais produz plenamente seus benefícios para os sócios, empregados, terceiros e interessados em geral.³³⁹ Destaca-se que a Lei nº 6.404/76 impõe ao controlador e ao administrador o dever de agir no sentido de concretizar a função social da empresa, nos termos dos artigos 116 e 154, da Lei n.º 6.404/76, respectivamente. A legislação civil, por sua vez, é igualmente assertiva sobre o tema, condicionando explicitamente a validade de convenções contratuais à compatibilidade dos preceitos de ordem pública.³⁴⁰

Por fim, tendo como certa a invalidade da cláusula pética, a gravidade e incurabilidade do seu teor implicam o desfazimento do negócio jurídico de maior impacto, qual seja a nulidade integral da cláusula pela ofensa à ordem pública. Nesse sentido, Orlando Gomes é claro em sua doutrina ao vincular como nulos os atos que contrariem à ordem pública, nos seguintes termos: “Nulos, igualmente, os atos taxativamente assim declarados na lei. Tais os que transgridem [*sic*] preceito de ordem pública”.³⁴¹

Associado a isso, o art. 166, do Código Civil, é cristalino ao tratar das hipóteses de nulidade, enquadrando-se o objeto deste estudo no inciso II do referido artigo, que dispõe sobre a nulidade de negócio jurídico que “for ilícito, impossível ou indeterminável o seu objeto;”. A cláusula pética, como comumente se apresenta, encaixa-se perfeitamente na primeira categoria e, ocasionalmente, na segunda. Do art. 166, II, do Código Civil, ao se considerar a ofensa ao art. 115, da Lei nº 6.404/76,

³³⁸ MARTINS-COSTA, Judith. Os campos normativos da boa-fé objetiva: as três perspectivas do direito privado brasileiro. In: AZEVEDO, Antônio Junqueira de; TÔRRES, Heleno Taveira; e CARBONE, Paola. (coord.). Princípios do novo Código Civil brasileiro e outros temas: homenagem a Tullio Ascarelli. 2ª ed. São Paulo. Quartier Latin. 2010. p. 420.

³³⁹ “A empresa, como unidade de produção, não congrega apenas os interesses dos sócios da companhia, mas também dos fornecedores, empregados, consumidores e toda a comunidade na qual exerce as suas atividades. A função social implica, portanto, em um poder-dever do acionista controlador de dirigir a empresa para a realização dos interesses coletivos.” EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume 1 – Arts. 1º a 120. São Paulo. Quartier Latin, 2011, p. 679.

³⁴⁰ “Negócio nulo é o que se pratica com infração de preceito legal de ordem pública, ou de normas imperativas. Sua ineficácia é intrínseca, no sentido de que ocorre sem necessidade de prévia impugnação.” GOMES, Orlando. Introdução ao direito civil. Rio de Janeiro. Forense. 2001. p. 471.

³⁴¹ GOMES, *Ibid.* p, 474.

e a inviabilidade prática de se impor a OPA estatutária ao acionista discordante da *poison pill*.

Destarte, como já explicado anteriormente, a contrariedade a diversos artigos de mais de um texto legal evidencia a ilicitude da cláusula pétreia, que parece tema já superado, enquadrando-se plenamente na hipótese de nulidade, de acordo com os parâmetros de nulidade da doutrina e da própria lei.³⁴² Não obstante, conforme bem apontam Franciso Mussnich e Lobão Melo,³⁴³ o ônus de realizar OPA é impossível para quase todos os sujeitos, desde o investidor pessoa física de classe média até grandes fundos, que poderiam ser obrigados a liquidar todo seu patrimônio apenas para cumprir a obrigação do mecanismo.

A título de exemplo, a imposição de efetuar a OPA, no caso de uma das companhias citadas no curso do trabalho, obrigaria eventual acionista que tenha votado pela alteração da *poison pill* a desembolsar, pelo menos, 30 bilhões de reais—encaixando-se na segunda parte da redação do inciso II, do art. 166, do Código Civil.³⁴⁴ Para tanto, embora não existam procedimentos judiciais ou arbitrais sobre a validade de cláusulas pétreas no Brasil, parece óbvio que a sua invalidade e, por conseguinte, nulidade são o único caminho a ser trilhado diante da ótica do direito brasileiro e, em eventual contencioso, deveria ser o entendimento a ser firmado.

Apesar de se vislumbrar déficits significantes na importação das *poison pills* ao Brasil, em um aspecto geral, parecem ser contornáveis. Cabe, pois, aperfeiçoar o design das *poison pills* essencialmente brasileiras, como um meio termo entre o modelo original estado-unidense e o modelo europeu, ainda que mais tendencioso para a tradição romanística.³⁴⁵

Contudo, a cláusula pétreia, nos moldes atuais, é totalmente incompatível na sistemática do direito brasileiro (ilícita, inválida e nula), não havendo o menor espaço

³⁴² GOMES, Orlando. Introdução ao direito civil. Rio de Janeiro. Forense. 2001, p, 474-475.

³⁴³ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; LOBÃO MELO, Vitor de Britto. Análise prática e considerações sobre a realidade e a aplicação das medidas de proteção à tomada hostil de controle nos estatutos sociais das companhias abertas brasileiras (Brazilian Pills). In: COUTO SILVA, Alexandre. Direito societário: estudos sobre a lei de sociedades por ações. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 265-266.

³⁴⁴ Considerando o valor de mercado da LOJAS RENNER S.A., no dia 12 de setembro de 2022, informado pela B3. LOJAS RENNER S.A.: Cotações. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm. Acesso em: 12 set 2022.

³⁴⁵ Assim, trata Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira: “O direito brasileiro de sociedades por ações é, tradicionalmente, filiado ao sistema romanístico, acolhendo as normas em geral vigentes na Europa.” LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). Direito das Companhias. 2 ed. atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 13.

para essa espécie de entrincheiramento das *poison pills* brasileiras nos estatutos das companhias. A legislação não admite a existência de disposições estatutárias como a provisão de imutabilidade que se apresenta, devendo ser rechaçada por todos atores de mercado e restringida, principalmente, pelo regulador. Trata-se de um vírus para o mercado de capitais que, rapidamente, deve ser prevenido e tratado.

5. CONCLUSÃO

As *poison pills* brasileiras fazem parte de uma séria de inovações abraçadas pelo direito pátrio, integram um conjunto de soluções jurídicas que visam mitigar litígios e tutelar direitos de indivíduos e da coletividade. Entretanto, considerando a sua origem estrangeira, é imprescindível o discernimento e estudo para elaborar o design que melhor se encaixa na realidade nacional.

Esse processo de importação, por sua vez, abrange diversos passos, qual seja a partir de uma análise conjuntural histórico-jurídica até a subsunção os impasses mais específicos que possam advir. Evidente que grande parte dos possíveis desdobramentos são imprevisíveis, de modo que somente quando os problemas se manifestem será possível a correção casuística. Porém, este não é o caso das *poison pills* brasileiras, tendo em vista os amplos debates da doutrina nacional nos últimos 20 anos.

Destarte, a clara dissonância da história econômica, da tradição jurídica, da estrutura da base acionária e da sistemática do direito societário faz com que as medidas defensivas empregadas nos EUA não possam ser incorporadas para o Brasil, de forma idêntica. Apesar de existirem semelhanças, a permissão de tratamento desigual entre acionistas da mesma classe e outras flexibilidades conferidas para reduzir a onda de *hostile takeovers* na América do Norte não se mostram aceitáveis para o contexto brasileiro – sequer há demanda para um arsenal de medidas defensivas.

Para tanto, até hoje, são mínimos os casos de tentativas de tomadas hostis no Brasil. Na maioria das vezes, conforme se vê ao analisar os tipos de controle, não há a possibilidade de que ocorra uma tomada hostil no Brasil, na medida que as companhias brasileiras possuem um controlador definido e com alta participação no capital social. Assim sendo, existindo a posição de controlador consolidada, não há brechas para as tomadas hostis, tendo em vista que pressupõe uma base acionária pulverizada ou amplamente dispersa.

Nessa linha, ao se aprofundar no design da cláusula de proteção à dispersão acionária, pode-se ver que o real propósito sequer é de afastar ofertas hostis prejudiciais à companhia. Trata-se de provisões com gatilhos de ativação baseados na participação societária, cujo verdadeiro objetivo nada mais é do que preservar a

posição do controlador, portanto, a manutenção do poder de controle pelas mesmas figuras que tem exercido o poder desde a época do Império.

Ademais, embora seja notória a inconveniência das *poison pills* à brasileira, quer seja por esse caráter oligárquico e disfuncional, bem como pela ineficiência econômica que trazem, em tese, bastaria a sua remoção e redesenho para adequar a provisão para o caso concreto. Contudo, como se observa, no Brasil, a cláusula pétrea, já proibida nos EUA, no caso *Moran v. Household Internacional Inc.*, impossibilita qualquer espécie de desarme. Ou seja, agravam todos os outros vícios citados, engessando toda a companhia pelo enraizamento das *poison pills*.

É dizer, apesar de ser necessária a adaptação para a realidade nacional, o criador da cláusula pétrea não compreendeu a sistemática do direito societário brasileiro. A cláusula de imutabilidade traz uma série de prejuízos, potencializando todos os vícios presentes nas *poison pills*. A lógica, pois, das medidas defensivas não é perpetuar o *status quo* e imobilizar a companhia, mas sim conferir armas e ferramentas para remanejar o curso dos negócios sociais. de acordo com o interesse social, perante a dinamicidade do mercado.

Mais do que isso, destaca-se que, analisando a matéria pela ótica de jurista, a coibição das cláusulas pétreas não se trata apenas de conveniência e oportunidade mercadológica, mas também da violação de normas e princípios. Destarte, resta inequívoca a violação, principalmente, do direito ao exercício do voto, bem como a ofensa à autonomia privada e deliberações dos acionistas, configurando a completa ilicitude e imoralidade dessas provisões de imutabilidade.

Por consequência, entende-se que a violação das normas e princípios societários implicam a invalidade, pois, da cláusula pétrea constante no estatuto social. Ou seja, considerando a indiscutível ofensa à legislação, à ordem pública e à boa-fé objetiva, deve ser atestada a invalidade do mecanismo. Não obstante, observando que a sua imodificabilidade é a essência do instrumento, resta impossível o saneamento da medida, acarretando imprescindivelmente da nulidade integral da cláusula.

Em suma, com este estudo, depreende-se o aspecto quase que completamente negativo ou inócuo das *poison pills* brasileiras, nos moldes atuais. Por outro lado, as cláusulas pétreas não deixam dúvidas sobre a sua essência nociva, ilegal e imoral. Assim, caso o Brasil aspire a possuir um mercado de capitais fervoroso, pujante e de

oportunidades de riqueza para todos os seus agentes, é fundamental adequação de seus mecanismos, normas e sistemática.

Desde o intercâmbio de informações entre os povos, houve a busca de inspiração em outras culturas a fim de que cada nação otimizasse sua cultura, tecnologia e, obviamente, direito. Hoje, em mundo conectado pela internet, a difusão é cada vez mais rápida e fácil. Por conta disso, mais do que acumular informações e referências, é essencial e impreterível saber filtrar e adaptar cada aspecto estrangeiro para o seu próprio ordenamento jurídico.

Logo, o que se propõe – claramente – não é a condenação do uso das *poison pills* brasileiras. Este trabalho é um chamamento para repensar o design dessa medida defensiva, desde a sua adesão até o cabimento de disposições acessórias esdrúxulas e ilegais – como a cláusula pétrea. No caso, a importação de tradições divergentes das que se possui aqui devem ser inspecionadas e sopesadas, avaliando cada caso singular, a fim de obter a melhor solução em vez de resultar em medidas inócuas ou até ilícitas e prejudiciais.

Finalmente, essa ponderação não se restringe às *poison pills*, devendo ser discorrida quando da abordagem de outros temas, como o recém incorporado voto plural. De qualquer sorte, para essas outras importações e para as *poison pills* brasileiras, espera-se um pronto posicionamento firme dos agentes de mercado, sobretudo, da CVM como regulador. Assim, tal como a falta e o excesso de cozimento podem estragar um lagostim, a ausência e o excedente de amarras jurídicas podem lesar ao mercado e à comunidade, cabendo a todos a tarefa de buscar sempre o ponto certo.

REFERÊNCIAS

- AQUINO, Tomás De. *Suma Teológica*. Disponível em: <https://sumateologica.files.wordpress.com/2017/04/suma-teolc3b3gica.pdf>. Acesso em: 21 ago. 2022
- ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier; e PARGENDLER, Mariana. What Is Corporate Law? in. KRAAKMAN, Reinier. *The Anatomy of Corporate Law: A comparative and Functional Approach*. 3 ed. Oxford University Press. Reino Unido. 2017.
- ASCARELLI, Tullio. *A Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. 2. ed. São Paulo: Saraiva. 1969.
- AZEVEDO, Álvaro Villaça. *Contratos: disposições gerais, princípios e extinção*. In. AZEVEDO, Antônio Junqueira de; TÔRRES, Heleno Taveira; e CARBONE, Paola. (coord.). *Princípios do novo Código Civil brasileiro e outros temas: homenagem a Tullio Ascarelli*. 2ª ed. São Paulo. Quartier Latin. 2010.
- AZEVEDO, Antônio Junqueira de. *Negócio jurídico: existência, validade e eficácia*. 4. ed. atual. São Paulo: Saraiva. 2004.
- BERGLÖF, Erik; BURKART, Mike. *European Takeover Regulation*. Economic Policy. V.18, n. 36, 15 jul. 2003. p.171-213. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=405660>. Acesso em: 01 jun. 2022.
- BEBCHUK, Lucian. *Why firms adopt antitakeover arrangements*. Discussion Paper nº 420. 152 University of Pennsylvania Law Review 713-753 (2003). p.7. Disponível em: <http://www.law.harvard.edu/faculty/bebchuk/pdfs/2003.Bebchuk.AntitakeoverArrangements.pdf>.
- BERLE, Adolf. A; e MEANS, Gardiner C. *The Modern Coporation and Private Property*. Nova Iorque. The Macmillan Company. 1933.
- BHAGAT, Sanjai; SHLEIFER, Andrei; e VISHNY, Robert W. *Hostile Takeovers in the 1980s: The Return to Corporate*. *Brookings Papers on Economic Activity*, 21, issue 1990 Microeconomics, p. 1-84. 1990.
- BOA SAFRA SEMENTES S.A. Relação com Investidor: Composição Acionária. Disponível em: <https://ri.boasafrasesementes.com.br/quem-somos/estrutura-acionaria/>. Acesso em: 05 ago. 2022.
- BRASIL. [Constituição (1937)]. *Constituição dos Estados Unidos do Brasil, de 10 de novembro de 1937*. Brasília: Presidência da República, 2016. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao37.htm. Acesso em: 16 jul. 2019.

_____. Decreto-Lei n.º 3.002, de 30 de janeiro de 1941. Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/legin/fed/declei/1940-1949/decreto-lei-3002-30-janeiro-1941-412984-publicacaooriginal-1-pe.html>. Acesso em: 16 jul. 2022. BRASIL. Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm.

_____. Decreto-Lei n.º 4.352, de 1º de junho de 1942. Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/legin/fed/declei/1940-1949/decreto-lei-4352-1-junho-1942-414669-republicacao-68227-pe.html>. Acesso em: 16 jul. 2022.

_____. Lei n.º 3150, de 04 de novembro de 1882. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lim/LIM3150.htm Acesso em: 17 jul. 2022.

_____. Lei n.º 13.303, de 30 de junho de 2016. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/ato2015-2018/2016/lei/l13303.htm. Acesso em: 16 jul. 2022.

_____. Lei n.º 2.004, de 3 de outubro de 1953. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l2004.htm. Acesso em: 16 jul. 2022.

_____. Lei n.º 556, de 25 de junho de 1850. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lim/lim556.htm. Acesso em: 17 jul. 2022.

B3 S.A. – BRASIL, BOLSA, BALCÃO. Segmentos de listagem. Disponível: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/novo-mercado/. Acesso em: 23 jul. 2022.

_____. Regulamento de listagem do Nível 1. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/nivel-1/. Acesso em 23 jul. 2022.

_____. Regulamento de listagem do Nível 2. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/nivel-2/. Acesso em 23 jul. 2022.

_____. Regulamento de listagem do Novo Mercado. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/novo-mercado/. Acesso em 23 jul. 2022.

_____. Empresas listadas. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm. Acesso em: 23 jul. 2022.

_____. Serviço de dados da B3. Valor de mercado das empresas listadas. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/valor-de-mercado-das-empresas-listadas/bolsa-de-valores-diario/. Acesso em: 16 jul. 2022.

CCR S.A. CCR e BM&FBovespa comemoram 10 anos do primeiro IPO do Novo Mercado: Empresa estreou o segmento mais rígido do mercado de capitais

brasileiro. 1º de fevereiro de 2012. Disponível em: http://www.grupoccr.com.br/assets/grupoccr/files/misc/310efe6b21224979af595e209802fe33_ccr_e_bm_fbovespa_comemoram_10_anos_primeiro_pdf.pdf. Acesso em: 23 jul. 2022.

CABRAL, Dilma e CAMARGO, Angélica Ricci (org.) *Guia da Administração Brasileira Império e Governo Provisório (1822-1891)*. Rio de Janeiro: Arquivo Nacional, 2017. Disponível em: <https://goo.gl/tW2VZ6>. Acesso em: 16 jul. 2022.

CARRIÓ, Genaro. *Notas sobre derecho y lenguaje*. 4. Ed. Buenos Aires: Abeledo-Perrot, 1990.

CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de acionistas: homenagem a Celso Barbi Filho*. 2 ed. São Paulo: Saraiva. 2015.

_____. *As Poison pills estatutárias na Prática Brasileira: alguns aspectos de sua Legalidade*. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGAO, Leandro Santos de. *Direito Societário: Desafios Atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009

CHEDIAK, Julian Fonseca Peña. *A reforma do mercado de valores mobiliários*. In: LOBO, Jorge. *Reforma da lei das sociedades anônimas: Inovações e questões controvertidas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro. Forense. 2002.

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

COFFEE JR., John C. *The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control*. The Center for Law and Economic Studies Working Paper. n. 182, jan. 2000, p. 2. Disponível em: https://scholarship.law.columbia.edu/faculty_scholarship/1236. Acesso em: 03 jul. 2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Boletim de Mercado nº. 89, de março de 2021. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/boletimmercado/anexos/BoletimdeMercado_89_032021.pdf. Acesso em: 22.07.2022.

_____. Resolução n. 81, de 29 de março de 2022. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/001/resol081.pdf>. Acesso em: 30 jun. 2022.

_____. Resolução n. 85, de 31 de março de 2022. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/001/resol085.pdf>.

_____. Parecer de orientação nº 036/2009. Presidente Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana. 23 jun. 2009.

_____. Memorando, Dir. Marcos Barbosa Pinto e Dir. Otavio Yazbek, de 14 de abril de 2008. Disponível em:

https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/2278248/mod_folder/content/0/Memorando%20Poison%20Pills.pdf?forcedownload=1.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6ed. rev. e atual. Rio de Janeiro. Ed. Forense. 2014.

CROCE, Marcus Antônio. *A Economia do Brasil do Século XIX*. XI Congresso Brasileiro de História Econômica, 2015. Disponível em: https://www.abphe.org.br/arquivos/2015_marcus_antonio_croce_a-economia-do-brasil-no-seculo-xix.pdf. Acesso em: 17 jul. 2022.

CUNHA, Rodrigo Ferraz Pimenta da. *O exercício de voto na sociedade anônima*. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGAO, Leandro Santos de. *Direito Societário: Desafios Atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

DAVIES, Paul; HOPT, Klaus; e RINGE; Wolf-Georg. *Control Transactions*. in. KRAAKMAN, Reinier. *The Anatomy of Corporate Law: A comparative and Functional Approach*. 3 ed., Reino Unido: Oxford University Press, 2017.

DELAWARE. SUPREME COURT. *Moran v. Household International Inc.*, 500 A.2d 1346. NEW CASTLE, 1985. Disponível em: <http://www.wlrk.com/docs/wlrk.vol4macmtab59.02.pdf>. Acesso em: 04 jul. 2022.

DELAWARE. SUPREME COURT. *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946. NEW CASTLE, 1985. Disponível em: <https://static.reuters.com/resources/media/editorial/20190822/Unocal%20Corp%20v%20Mesa%20Petroleum%20Co.pdf>. Acesso em: 04 jul. 2022.

DE SIQUEIRA, Tagore Villarim. *As Primeiras Ferrovias do Nordeste Brasileiro: Processo de Implantação e o Caso da GreatWestern Railway*. REVISTA DO BNDES, RIO DE JANEIRO, V. 9, N. 17, p. 169-220, jun. 2002.. Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/17000/1/PRArt139511_Primeiras%20Ferrovias%20do%20Nordeste%20Brasileiro%20Caso%20da%20Great%20Western%20Railway_P.pdf. Acesso em: 16 jul. 2022.

DIEGUES, Michelle Baruhm. *Difusão de controle: a ampliação da dispersão acionária na Bolsa de Valores de São Paulo*. 12 set. 2022. Disponível em: <file:///D:/SSRN-id4216864.pdf>. Acesso em: 13 set. 2022

EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada. Volume 1 – Arts. 1º a 120*. São Paulo. Quartier Latin, 2011.

_____. *A Lei das S/A Comentada. Volume 2 – Arts. 121 a 188*. São Paulo. Quartier Latin, 2011.

_____. *A Lei das S/A Comentada. Volume 3 – Arts. 198 a 300*. São Paulo. Quartier Latin, 2011, p.414.

EZ TEC EMPREENDIMENTOS E PARTICIPAÇÕES S.A. Estatuto Social, data da última atualização: 28.04.2022. Disponível em:

<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/653fada3-cbcd-4015-9a94-2149f610a321/ccaede07-fb73-29db-6f00-8c5f124501d3?origin=2>.

FERREL, Allen. *Why Continental European Takeover Law Matters*. Harvard Law and Economics Discussion Paper n. °454, 7 fev. 2004, p.10. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=500125. Acesso em: 30 jun. 2022.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novas. *Invalidez das deliberações de assembleia das S/A e outros escritos sobre o tema da invalidez das deliberações sociais*. 2. Ed. revista e aumentada. São Paulo. Ed. Malheiros. 2017.

GINGLINGER Édith. *Quelle gouvernance pour créer de la valeur?*. In: Revue d'économie financière, n°106, 2012. Système financier et création de valeur, p.2.

GOMES, Orlando. *Introdução ao direito civil*. Rio de Janeiro. Forense, 2001.

GORGA, Érica. *Changing the Paradigm of Stock Ownership: From Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence From Brazil and Consequences for Emerging Countries*. In: American Law & Economics. Annual 18th Association Meeting. Working Paper, 76 de maio de 2008.

IRANI PAPEL EMBALAGEM S.A. Relações com Investidores: Estatuto Social. Disponível em: <https://ri.irani.com.br/governanca-corporativa/visao-geral/>. Acesso em: 23 jul. 2022.

ITAU UNIBANCO HOLDING S.A. Relação com Investidor: Composição Acionária. Disponível em: <https://www.itau.com.br/relacoes-com-investidores/itau-unibanco/governanca-corporativa/composicao-acionaria/>. Acesso em: 05 ago. 2022

JBS S.A. Relação com Investidor: Composição Acionária. Disponível em: <https://ri.jbs.com.br/investidores-esg/governanca-corporativa/composicao-acionaria-e-societaria/>. Acesso em: 05 ago. 2022.

KENNEDY, Dana. *Gillette and Coniston reach settlement over proxy fight*. The Washington Post. Boston, 2 ago. 1998. Disponível em: <https://www.washingtonpost.com/archive/business/1988/08/02/gillette-and-coniston-reach-settlement-over-proxy-fight/18a77f86-e0f2-451b-9a3b-67e5539350a4/>. Acesso em: 21 jul. 2022.

KOH, Alan K.; NAKAHIGASHI, Masafumi; e PUCHNIAK, Dan W. *Land of the Falling 'poison pill': Understanding Defensive Measures in Japan on Their Own Terms*. University of Pennsylvania Journal of International Law, p. 687–754, 2020, NUS Centre for Asian Legal Studies Working Paper 19/02, NUS EW Barker Centre for Law & Business Working Paper 19/02. fev. 2019. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3332481>. Acesso: 03 jul. 2022

KRAAKMAN, Reinier. *The Anatomy of Corporate Law: A comparative and Functional Approach*. 3 ed., Reino Unido: Oxford University Press, 2017

LAMY FILHO, Alfredo e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das companhias*, Vol. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

LEVINE, Matt. *Twitter Has a Poison Pill Now Also crypto hostile takeovers and TAS manipulation*. 18 abr. de 2022. Disponível em: <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2022-04-18/twitter-has-a-poison-pillnow#:~:text=So%20what%20does%20this%20have,are%20the%20actual%20equal%20documents>. Acesso em: 12 jul. 2022.

LIPTON, Martin; ROWE, Paul K. *Pills, Polls and Professors: A Reply to Professor Gilson*. New York University Center for Law and Business Research Paper, n. 01-006, abr. 2001, p. 5. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=398060. Acesso em: 02 jul. 2022.

LIPTON, Martin. *Takeovers: Protecting Shareholders Against Front-End Loaded Tender Offers and Bust-Up Proxy Fights*. New York: WACHTELL, LIPTON, ROSEN & KATZ, 13 dez. 1982. Disponível em: <https://theliptonarchive.org/wp-content/uploads/246-Takeovers-Protecting-Shareholders-Against-Front-End-Loaded-Tender-Offer-and-Bust-Up-Proxy-Fights-dated-December-13-1982.pdf>. Acesso em 01 set 2022.

LOBO, Rodrigo. *Banco do Brasil*. In: *Dicionário da Administração Pública Brasileira do Período Colonial (1500-1822)*. Disponível em: <https://goo.gl/Sp8hDx>. Acesso em: 16 jul. 2022.

LOJAS RENNER S.A.: Cotações. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm. Acesso em: 12 set 2022.

_____. *Relações com Investidores: Estatuto Social*. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/d/13154776-9416-4fce-8c46-3e54d45b03a3/cd753be2-52f6-4c3a-ab3e-c78e6c77dca0?origin=1>. Acesso em: 27 ago. 2022.

MARTINS-COSTA, Judith. *Os campos normativos da boa-fé objetiva: as três perspectivas do direito privado brasileiro*. In: AZEVEDO, Antônio Junqueira de; TÔRRES, Heleno Taveira; e CARBONE, Paola. (coord.). *Princípios do novo Código Civil brasileiro e outros temas: homenagem a Tullio Ascarelli*. 2ª ed. São Paulo. Quartier Latin. 2010.

MONTARDO, Sandra Portella. *A vontade de Schopenhauer a Nietzsche: um impulso para duas transcendências*. BOCC. Biblioteca On-line de Ciências da Comunicação, 2005.

MOURA AZEVEDO, Luís André Negrelli de. *A oferta pública para aquisição de controle sob a perspectiva da companhia aberta ofertante*. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGAO, Leandro Santos de. *Direito societário: desafios atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

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

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; LOBÃO MELO, Vitor de Britto. *Análise prática e considerações sobre a realidade e a aplicação das medidas de proteção à tomada hostil de controle nos estatutos sociais das companhias abertas brasileiras (Brazilian Pills)*. In: COUTO SILVA, Alexandre. *Direito societário: estudos sobre a lei de sociedades por ações*. São Paulo: Saraiva, 2013.

NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas Defensivas a Tomada de Controle de Companhias*. 2ª ed. Revista, Ampliada e Atualizada. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

PARGENDLER, Mariana. *Evolução do Direito Societário: Lições do Brasil*. São Paulo: Saraiva, 2013.

PAULA, Sergio Goes de. *Por dentro dos acervos: João Moreira Salles, o patriarca*. Instituto Moreira Salles, 09 de abril de 2018. Disponível em: <https://ims.com.br/por-dentro-acervos/joao-moreira-salles-o-patriarca/>. Acesso em: 17 jul. 2022.

RAVENSCLRAFT, David J. *The 1980 Merger Wave: An Industrial Organization Perspective*. *Federal Reserve Bank of Boston*, vol. 31, 1987. p. 17-18. Disponível em: <https://www.bostonfed.org/-/media/Documents/conference/31/conf31b.pdf>. Acesso em: 30 jun. 2022.

REGO, Marcelo Lamy. *Pedido de procuração para votar*. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; e ARAGÃO, Leandro Santos de (coord.) – *Direito Societário – Desafios Atuais* – São Paulo: Quartier Latin, 2009.

REGO, Marcelo Lamy. *Direito ao Voto*. In: LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*. 2 ed. atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

SANTANA, Maria Helena. *O Novo Mercado por Maria Helena Santana*. In: SANTANA, Maria Helena; et. al., *Novo Mercado and Its Followers: Case Studies in Corporate Governance Reform*. 2008. p. 6-10. Disponível em: <http://www.b3.com.br/data/files/2C/46/8A/B7/88337610515A8076AC094EA8/Focus%205%20Capitulo%20Novo%20Mercado%20IFC%202008.pdf>. Acesso em: 23 jul. 2022.

SCALZILLI, João Pedro. *Mercado de Capitais, Ofertas Hostis e Técnicas de Defesa*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

SHIGUEMATSU, Plínio José Lopes. *Mecanismos de Proteção e Estratégias de Defesa em Tomadas Hostis de Controle*. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de e ARAGÃO, Leandro Santos de. (Coord.). *Direito Societário – Desafios atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 391.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *Poison pill: modismo ou solução?* In. CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; e ARAGÃO, Leandro Santos de (coord.) – Direito Societário – Desafios Atuais – São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 174-175.

TOMAZETTE, Marlon. *Curso de direito empresarial: teoria geral e direito societário*. Vol.1. 10ed. São Paulo: Saraiva Educação. 2019.

TONUSSI, Érico Lopes. *Oferta Pública de aquisição de controle: casos práticos e o desenvolvimento da regulamentação aplicável*. Revista de Direito Empresarial. v.3, n. 8. mar. /abr. 2015.

UNIÃO EUROPEIA. DIRECTIVA 2004/25/CE DO PARLAMENTO EUROPEU E DO CONSELHO, de 21 de abril de 2004, relativa às ofertas públicas de aquisição. Disponível: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32004L0025&from=it>. Acesso em: 02 set. 2022.

UNITED STATES SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *The Role of the SEC*. Disponível em: <https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/role-sec>. Acesso em: 27 de jun. 2022.

_____. Schedules 13D and 13G. Disponível em: <https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/glossary/schedules-13d-and-13g>. Acesso em: 21 jun. 2022.

VENOSA, Sílvio de Salvo. *Direito civil: parte geral*. 14. Ed. São Paulo: Atlas. 2014.

VIEIRA, Jorge; MARTINS, Eliseu; e FÁVERO, Luiz Paulo Lopes. *Poison pills no Brasil: um estudo exploratório*. 2ª versão. Revista Contabilidade & Finanças, USP. São Paulo. v. 20, n. 50. maio/agosto 2009. p.17-18. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rcf/a/FzmcqRV9MR9BZzmW5XKwWLC/?format=pdf&lang=pt>. Acesso em: 23 jul. 2022.

ZANINI, Carlos Klein. “A *Poison Pill Brasileira: Desvirtuamento, Antijuridicidade e Ineficácia*”. In. ADAMEK, Marcelo Vieira Von (coord.), Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos, São Paulo, Malheiros, 2011.