

**Insp**er

**INSPER - INSTITUTO DE ENSINO E PESQUISA  
LLM – DIREITO SOCIETÁRIO**

**LUÍS EDUARDO GALVÃO**

**Proteção da Dispersão da Base Acionária e Oferta Pública por Atingimento de  
Participação Relevante em Sociedades de Capital Disperso: Aspectos Atuais**

**SÃO PAULO**

**2019**

**INSPER INSTITUTO DE ENSINO E PESQUISA  
LLM – DIREITO SOCIETÁRIO**

**LUÍS EDUARDO GALVÃO**

**Proteção da Dispersão da Base Acionária e Oferta Pública por Atingimento de  
Participação Relevante em Sociedades de Capital Disperso: Aspectos Atuais**

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao programa de LLM em Direito Societário como requisito parcial para a obtenção de título de especialista em Direito Societário.

Orientador: Prof.<sup>a</sup> Ana Cristina Von Gusseck  
Kleindienst Buzatto

**SÃO PAULO  
2019**

Galvão, Luís Eduardo.

Proteção da Dispersão da Base Acionária e Oferta Pública por Atingimento de Participação Relevante em Sociedades de Capital Disperso: Aspectos Atuais.

Luís Eduardo Galvão. São Paulo, 2019

f. 72

Trabalho de Conclusão de Curso (LL.M – Direito Societário), Insper, 2019.

Orientador: Ana Cristina Von Gusseck Kleindienst Buzatto

1. Dispersão Acionária. 2. Poison pills. 3. Sociedades Anônimas. 4. Oferta Pública de Aquisição de Ações. I. Luís Eduardo Galvão. II. Proteção da Dispersão da Base Acionária e Oferta Pública por Atingimento de Participação Relevante em Sociedades de Capital Disperso: Aspectos Atuais

Luís Eduardo Galvão

**Proteção da Dispersão da Base Acionária e Oferta Pública por Atingimento de Participação Relevante em Sociedades de Capital Disperso: Aspectos Atuais**

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao programa de LLM em Direito Societário como requisito parcial para a obtenção de título de especialista em Direito Societário.

Orientador: Prof.<sup>a</sup> Ana Cristina Von Gusseck  
Kleindienst Buzatto

**BANCA EXAMINADORA**

---

Nome:

Titulação:

Instituição:

---

Nome:

Titulação:

Instituição:

---

Nome:

Titulação:

Instituição:

A meus pais, por todo o apoio e incentivo durante toda minha trajetória acadêmica.  
Aos meus colegas de trabalho, pelos ensinamentos diários. E à Laura, por toda a parceria, carinho e paciência no decorrer da elaboração do presente trabalho.

“A ciência nunca resolve um problema sem criar pelo menos outros dez”  
(George Bernard Shaw)

## Resumo

No contexto do amadurecimento do mercado de capitais brasileiro, ocorrido nas últimas duas décadas, foi possível verificar, dentre outros fatos, o surgimento de companhias com altos níveis de dispersão de seu capital, o que quebrou o paradigma até então existente consistente em sociedades com controle bem definido. Tal fato trouxe reflexos jurídicos para estas companhias e para os demais participantes do mercado, de modo que se fez necessário explorar dispositivos até então pouco utilizados. Nesse quadro, surgem as cláusulas estatutárias de proteção à dispersão acionária com o objetivo de dificultar a realização de ofertas hostis e alterassem a situação de dispersão da companhia, na medida em que a própria dispersão acionária facilitaria a ocorrência destas ofertas. Contudo, as cláusulas utilizadas pelas companhias brasileiras por vezes acabavam criando obrigações extremamente onerosas, tanto para os ofertantes, quanto para os acionistas que eventualmente votassem pela supressão de tais dispositivos dos estatutos sociais das companhias, o que foi contestado e resultou em posicionamento por parte da Comissão de Valores Mobiliários. Ademais, embora tenha sido possível notar o aperfeiçoamento do uso de tais dispositivos como uma pertinente ferramenta de governança, viu-se também casos em que tal prática foi adotada por companhias com um controle definido, o que gerou questionamentos acerca das deliberações de inclusão do mecanismo e o voto afirmativo dos controladores. Dessa forma, o presente trabalho tem por objetivo expor aspectos relacionados a utilização mais recente dos dispositivos de proteção à dispersão acionária, abordando, em especial alguns dos tópicos que permanecem sendo objeto de discussão e oposição à aplicação de tais mecanismos.

**Palavras-chave:** Dispersão Acionária, *Poison pills*, Sociedades Anônimas, Oferta Pública de Aquisição de Ações.

## Abstract

In the context of the maturing of the Brazilian capital markets occurred in the last couple decades, it was possible to verify, among other facts, the emergence of companies with high levels of dispersion of their share capital, which broke the existing paradigm of companies with a well defined control. Such fact brought legal reflexes to these companies and other participants of the market, and therefore, it was necessary to explore devices not so often used by that time. In this sense, statutory clauses protecting the stock dispersion arise in order to make it difficult to make hostile offers and alter the dispersion situation of the company, as the stock dispersion itself would facilitate the occurrence of these offers. However, the clauses used by Brazilian companies sometimes created extremely onerous obligations, both for the bidders and for the shareholders who eventually voted for the removal of such provisions from the companies' bylaws, which was contested and resulted in a opinion issued by the Brazilian Securities and Exchange Commission (local acronym "CVM", which stands for *Comissão de Valores Mobiliários*). In addition to that, although it was possible to note the improvement in the use of such devices as a relevant governance tool, there were also cases in which this practice was adopted by companies with a defined control, which raised questions about the resolutions of inclusion of such mechanism and the affirmative vote of the controlling shareholders. Thus, the present work has the scope to expose aspects related to the most recent use of the protection devices to the stock dispersion, addressing, in particular, some of the topics that remain being object of discussion and opposition to the application of such mechanisms.

**Keywords:** Shareholding Dispersion, Poison pills, Corporations, Public Offer for Acquisition of Shares.



## **Listra de Ilustrações e Tabelas**

Tabela I – Reforma de 2010: Votação de Inclusão da OPA30 .....	43
Tabela II – Reforma de 2017: Votação de Inclusão da OPA20/30 .....	44

## Lista de Abreviaturas e Siglas

B3	B3 – Brasil, Bolsa, Balcão S.A.
EEE	Espaço Económico Europeu
CAF	Comité de Aquisições e Fusões
CEMIG	Companhia Energética de Minas Gerais - CEMIG
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
Decreto-Lei 2.627/40	Decreto-lei n.º 2.627, de 26 de setembro de 1940
Diretiva 2004/25/CE	Diretiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de abril de 2004 relativa às ofertas públicas de aquisição
GPC	GPC Participações S.A.
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
Lei das S/A	Lei das Sociedades por Ações (Lei n.º 6.404 de 15 de dezembro de 1976)
Light	Light S.A.
Nível 1	Segmento de listagem de companhias da B3
Nível 2	Segmento de listagem de companhias da B3
Novo Mercado	Segmento de listagem de companhias da B3
OPA	Oferta Pública de Aquisição de Ações
OPA30	Oferta pública de aquisição de ações proposta pela B3 nas últimas reformas do regulamento do Novo Mercado
PAS/CVM	Processo Administrativo Sancionador perante a Comissão de Valores Mobiliários

## Sumário

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO</b> .....	<b>11</b>
<b>2</b>	<b>CONTROLE EM SOCIEDADE ANÔNIMA</b> .....	<b>15</b>
2.1	Do surgimento da Lei das S/A .....	15
2.2	Das formas de exercício do poder de controle .....	16
2.3	Exercício de controle no contexto da Lei das S/A.....	18
2.4	Controle minoritário no contexto do mercado de capitais brasileiro.....	21
<b>3</b>	<b>AS BRAZILIAN PILLS</b> .....	<b>27</b>
3.1	Origem norte-americana .....	27
3.2	<i>Poison pills</i> na comunidade europeia .....	29
3.3	Pílulas de veneno brasileiras: as <i>Brazilian pills</i> .....	31
3.4	Tipos de <i>Brazilian Pills</i> estatutárias .....	34
3.5	Penalidades impostas pela inobservância das <i>Brazilian pills</i> .....	36
3.6	Cláusula pétrea estatutária .....	37
3.7	A OPA30.....	42
3.8	<i>Brazilian pills</i> como instrumento de governança corporativa .....	44
<b>4</b>	<b>IMPEDIMENTO DE VOTO NA INCLUSÃO DE BRAZILIAN PILL EM COMPANHIAS COM CAPITAL DISPERSO</b> .....	<b>50</b>
4.1	Caso GPC Participações S.A. - Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ2014/0591 .....	51
4.2	Caso LIGHT S.A. - Processo CVM 19957.003229/2017-81 .....	57
4.3	O entendimento da CVM .....	58
<b>5</b>	<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS</b> .....	<b>60</b>
	<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b> .....	<b>62</b>
	<b>REFERÊNCIAS COMPLEMENTARES</b> .....	<b>67</b>
	<b>LEGISLAÇÃO E JURISPRUDÊNCIA</b> .....	<b>71</b>

## 1 INTRODUÇÃO

O presente trabalho consiste, em síntese, no estudo acerca da aplicação de cláusulas estatutárias como forma de proteção à dispersão da base acionária de companhias abertas. Em específico, aborda-se a inclusão, no estatuto social, de dispositivo relativo à obrigatoriedade de oferta pública de aquisição de ações na hipótese de atingimento de determinado percentual de participação acionária considerado como relevante, seja no contexto dos mecanismos apelidados de “*poison pills* brasileiras” (ou “*brazilian pills*”), os quais foram muito utilizados pelas companhias nacionais que tiveram seu capital aberto na primeira década do século XXI<sup>1</sup>, seja mediante a inclusão da chamada “OPA30” (ou “OPA20/30”), proposta pela B3 S.A. – Brasil, Bolsa e Balcão (B3) em suas mais recentes propostas de reforma do regulamento do novo mercado.

Dessa forma, o primeiro capítulo do presente trabalho visa contextualizar a temática de controle no âmbito das companhias brasileiras, o qual surgiu, efetivamente, quando da promulgação da Lei n.º 6.404 de 15 de dezembro de 1976 (Lei das S/A) e cujo estudo acerca de seus reflexos jurídicos se seguiu na sequência.

Nesse contexto, foi possível notar o contínuo desenvolvimento ocorrido no mercado de capitais brasileiro nas últimas décadas, consistente no considerável aumento do número de companhias nas quais sua estrutura de capital demonstrava a sua dispersão acionária, fato que propiciou o surgimento de dispositivo de proteção à referida dispersão acionária nos estatutos sociais de diversas sociedades anônimas de capital aberto listadas na B3, sendo justamente a inclusão de tais cláusulas o objeto do segundo capítulo do presente estudo.

Com efeito, tal mudança da estrutura de controle das sociedades anônimas foi fenômeno cujas repercussões jurídicas foram notadas, conforme comentam Nelson Eizirik e Marcus de Freitas Henriques<sup>2</sup>:

*“A partir de 2006, com a evolução do mercado de capitais brasileiro e a adoção das práticas exigidas para listagem no*

---

<sup>1</sup> Cf. GREGÓRIO, Danilo. **Veneno em extinção? Nutriplant, Hypermarchas, Le Lis Blanc e OGX surpreendem ao trazer estatutos sociais livres de cláusulas de *poison pill***. Capital Aberto. Disponível em <<https://capitalaberto.com.br/temas/veneno-em-extincao/>> . Acesso em 25 abr, 2019.

<sup>2</sup> EIZIRIK, Nelson; e HENRIQUES, Marcus de Freitas. A Legalidade das *Poision Pills* adotadas pelas Companhias Brasileiras *in* Cantidiano, Luis Leonardo; e Muniz, Igor. **Temas de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: Renovar, 2014. p. 54.

*segmento do Novo Mercado, especialmente a obrigação de que o capital social seja composto apenas por ações com direito a voto, surgiram as primeiras companhias nacionais de capital pulverizado, modificando a tradicional estrutura de controle concentrado que sempre caracterizou as companhias abertas brasileiras.”*

Assim, nos anos que se passaram, notou-se uma constante discussão acerca da conveniência e legalidade, mas também certo progresso na análise do papel o qual tais dispositivos cumpriam – ou deveriam cumprir – no mercado de capitais nacional.

Dessa forma, foi possível verificar a percepção por vezes heterogênea entre entidades relacionadas ao mercado com relação à exata medida na qual tais mecanismos devem se inserir nos estatutos das companhias que visam uma boa governança, bem como à correlação destes dispositivos com outras questões associadas ao direito societário.

Nessa perspectiva, cita-se também o fato de que entidades que tem por objetivo o fomento a boas práticas no contexto do mercado de capitais têm abordado esse tema em seus códigos e documentos normativos, tal como faz o Comitê de Aquisições e Fusões (CAF) em seu Código de Autorregulação<sup>3</sup>, o qual recomenda a utilização de tais dispositivos protetivos.

Nessa mesma linha, a inclusão de *poison pills* em estatutos de companhias abertas, observadas determinadas condições, é objeto de comentários pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) em seu Código de Melhores Práticas<sup>4</sup>, tendo sido também objeto de sua Carta Diretriz n.º 2<sup>5</sup>, relativa a “Mecanismos de Defesa à Tomada do Controle”.

De outra sorte, a inclusão da chamada OPA30 no novo Regulamento de listagem do Novo Mercado da B3 foi recentemente posta em deliberação pela segunda vez<sup>6</sup>. Na oportunidade, muito embora tal proposta tenha sido novamente

---

<sup>3</sup> COMITÊ DE AQUISIÇÕES E FUSÕES. **Código de Autorregulação de Aquisições e Fusões**. Disponível em <<http://cafbrasil.org.br/site/wp-content/uploads/2016/11/Codigo-CAF-versao-limpa-30-nov-2016.pdf>> . Acesso em 22 mar, 2019.

<sup>4</sup> INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das Melhores Práticas de Governança corporativa**. 5.ed. / Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. - São Paulo: IBGC, 2015.

<sup>5</sup> INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Mecanismos de defesa à tomada de controle** (Série Carta Diretriz, 2). / Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo: IBGC, 2009.

<sup>6</sup> Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Memorando n.º 15/2017-CVM/SMI**. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso/es/anexos/2017/20170905/0791.pdf>>. Acesso em 22.03.2019.

rejeitada, a ligeira diferença entre os votos favoráveis e contrários demonstra um aceno positivo de parte importante das companhias integrante do segmento do novo mercado no sentido de se padronizar a inclusão de tal mecanismo dentre as integrantes de tal segmento de listagem.

Dessa forma, mostra-se pertinente verificar os pontos de congruência e divergência nas recomendações de melhores práticas relacionadas a tais dispositivos, a fim de que se possa vislumbrar certa propensão para determinados aspectos, bem como identificar alternativas possíveis dentro do espectro jurídico para o melhor atendimento dos interesses das companhias e acionistas no contexto de proteção à dispersão acionária.

Em outra aspecto, tópico relevante também relacionado a esse dispositivo se relaciona à imposição de obrigação de oferta Pública de Aquisição de ações também aos acionistas que exercerem voto favorável à eliminação da cláusula estatutária que obriga a Oferta Pública de Aquisição no caso de atingimento de participação acionária relevante, prática que já foi objeto de pronunciamento pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), mediante a edição do Parecer de Orientação CVM 36/2009<sup>7</sup>, porém que ainda gera certa incerteza por parte das companhias que previamente haviam adotado tal mecanismo.

Ainda, é possível verificar recentes casos, objeto de manifestação pela CVM, nos quais o conflito de interesses de acionista detentor de controle minoritário de companhia na deliberação de inclusão de dispositivos de proteção à dispersão foi objeto de questionamento por acionistas minoritários, na medida em que a aprovação de tal inserção poderia ter, como consequência, a perenização destes no exercício de tal posição.

Com efeito, trata-se de um dispositivo utilizado recorrentemente em companhias de capital disperso, conforme será melhor abordado posteriormente, e cuja obrigatoriedade tem sido objeto de constante e recente debate, como indicado acima.

Dessa forma, pretende o presente trabalho abordar sucintamente a contemporânea utilização dos dispositivos de proteção à dispersão acionária, com o apontamento de alguns dos tópicos que continuam a ser constantemente objeto de

---

<sup>7</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Comissão de Valores Mobiliários. **Parecer de Orientação CVM 36/2009**. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare036.html>>. Acesso em 22 mar, 2019.

discussão e oposição na prática de tais mecanismos, bem como com a ponderação dos paradigmas hoje existentes relacionados a tal temática.

## 2. CONTROLE EM SOCIEDADE ANÔNIMA

Embora o presente trabalho não tenha por objeto o detalhamento das formas do exercício do controle no âmbito das Sociedades Anônimas, convém, inicialmente, abordar tal temática, haja vista que o surgimento das *poison pills* nos estatutos de companhias brasileiras somente teve sua vez no mercado de capitais brasileiro a partir da mudança da estrutura tradicional de controle que até então predominava no país.

### 2.1. Do surgimento da Lei das S/A

Quando da promulgação da Lei das S/A, o contexto econômico correspondia, de maneira geral, à realidade de sociedades nas quais existia a figura do acionista controlador, que era tido como o verdadeiro empresário e criador de riquezas<sup>8</sup>, a quem a lei impôs deveres e obrigações para com a sociedade e os demais acionistas.

Nesse aspecto, vale notar a diferenciação do regramento anterior - o Decreto-Lei n.º 2.627, de 1940 (Decreto-Lei 2.627/40) – o qual não tratava da figura do acionista controlador ou exercício do poder de controle<sup>9</sup>.

Conforme aborda Carvalhosa em seus comentários à Lei das S/A<sup>10</sup>, o regime do Decreto-Lei 2.627/40 era diverso, na medida em que tratava do “voto circunstancialmente majoritário” em cada assembleia, dividindo os acionistas apenas quanto à natureza das ações que detinham, ou seja: ordinaristas e preferencialistas.

Ademais, não havia, à época, qualquer dispositivo que facilitasse a eleição de parte dos administradores por acionistas detentores de determinado percentual do capital social – tal como a possibilidade de voto múltiplo ou eleição de conselheiros em votação em separado do controlador, conforme hoje previsto no art. 141 da Lei das S/A – de modo que a eleição dos administradores, invariavelmente, ficava à critério da maioria do capital social presente à respectiva assembleia. Não obstante, tal diploma não criava qualquer dever ou responsabilidade adicional aos ordinaristas

---

<sup>8</sup> Conforme LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A Lei das S.A. Volume I – Pressupostos**, Elaboração, Modificações. 3ª. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. p. 154.

<sup>9</sup> A título de comparação, o Decreto 2.627/40, em sua redação original, faz uma única menção a “controle” em todo seu texto, ao tratar de sociedades controladas e coligadas para fins de balanço da sociedade. A Lei das S/A, por sua vez, em sua redação original, fez 105 referências a “controle” em suas diversas variantes. Na redação atualmente vigente, são 178 as referências ao aludido termo.

<sup>10</sup> CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. 2º Volume**. arts. 75 a 137: Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações da Lei n. 12.431, de 24 de junho de 2011. 6ª ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 615.



cuja vontade prevalecia nas assembleias, mas imputava responsabilidades específicas aos seus administradores. Pode-se dizer, desta forma, que no âmbito do Decreto 2.627/40 o comando da companhia era imputado à sua administração.

Por outro lado, percebia-se da prática da época que, na ausência de mecanismos mais sofisticados de governança, os acionistas com o maior número de ações com direito a voto acabavam por se autoeleger aos cargos de administração, coadunando, portanto, o aspecto relativo à propriedade de ações e a gerência da companhia. Com efeito, embora não existisse propriamente a responsabilização dos acionistas com maior número de ações por suas decisões tomadas em sede de assembleia, eram dispostas responsabilidades específicas no exercício do cargo de administração, caso exercesse, de fato, tal atribuição, o que poderia ser considerado suficiente dado o contexto da época.<sup>11</sup>

Destarte, percebe-se a novidade trazida pela Lei das S/A ao imputar responsabilidades específicas ao acionista controlador por suas decisões tomadas em sede de assembleia geral, em contraposição à sua autoridade de poder eleger a maior parte dos administradores da companhia e, num geral, de determinar a orientação geral dos negócios da companhia.

## 2.2. Das formas de exercício do poder de controle

Diante desse novo cenário, passou a doutrina a diferenciar as situações de controle interno da companhia, tendo em vista a possibilidade de se dissociar a propriedade acionária do efetivo comando empresarial, à semelhança do que já se via em outros países, em especial da prática dos Estados Unidos da América, conforme tratado por Berle e Means na clássica obra *The Modern Corporation and Private Property*<sup>12</sup>, os quais, ao analisar sociedades empresárias norte-americanas, passaram a diferenciá-las em cinco classes<sup>13</sup>: (1) controle com quase completa

---

<sup>11</sup> Conforme CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. 2º Volume.** arts. 75 a 137: Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações da Lei n. 12.431, de 24 de junho de 2011. 6ª ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014. P. 616.

<sup>12</sup> BERLE, Adolf; e MEANS, Gardiner. **The Modern Corporation and Private Property.** Nova Iorque: The MacMillan Company, 1940. p. 71.

<sup>13</sup> Érica Gorga destaca o fato de que a obra de Berle e Means utilizou metodologia consistente num estudo interdisciplinar realizado por um advogado (Berle) e um economista (Means), de modo que é possível constatar que o entendimento jurídico realizado por Berle muito se fundamenta nas alterações macroeconômicas examinadas por Means. GORGA, Érica. **Berle e Means e a evolução da propriedade e do controle acionários no mercado de capitais brasileiro** in \_\_\_\_\_; PELA, Juliana

titularidade acionária; (2) controle majoritário; (3) controle que se exerce mediante um expediente ou dispositivo legal sem a propriedade majoritária; (4) controle minoritário; e (5) controle gerencial.<sup>14</sup>

Conforme os ensinamentos de Berle e Means<sup>15</sup>, portanto, o controle com quase completa titularidade acionária, evidentemente, relacionar-se-ia ao caso em que um único indivíduo ou grupo de indivíduos relacionados deteria a integralidade (ou quase que a integralidade) das ações da companhia, hipótese em que a propriedade acionária e o poder de comando empresarial estariam combinados.

O controle majoritário, por sua vez, diria respeito aos casos em que um único indivíduo ou grupo de indivíduos relacionados, muito embora não detenham a totalidade (ou algo próximo disso) das ações votantes da companhia, possuem participação suficiente a fazer valer sua vontade frente aos demais na maior parte das decisões relevantes da companhia, em particular o poder de eleger os administradores – ainda que se exigisse um quórum mais elevado para questões excepcionais, como de alteração ao estatuto social ou encerramento da sociedade -, de modo que a união dos demais acionistas não seria suficiente à superar o seu desígnio.

Quanto ao controle que se exerce mediante um expediente ou dispositivo legal sem a propriedade majoritária, apontam os autores certos dispositivos ou estruturas nas quais o poder de controle pode ser exercido independente da propriedade acionária majoritária, como o “*pyramiding*” – consistente basicamente na exercício de controle sobre sociedades *holding* que detém o controle de outra sociedade e assim sucessivamente, de modo que, quanto maior o número de sociedades “intermediárias”, menor o percentual indireto necessário ao exercício do controle -; a emissão de ações sem direito a voto; ou o estabelecimento de um *voting trust*.

O controle minoritário, por sua vez, diz respeito aos casos em que um indivíduo ou grupo de indivíduos relacionados, embora detentores de percentual das ações inferior à metade, possuem percentual suficiente a fazer prevalecer suas decisões na deliberações sociais.

---

Krueger. Estudos avançados de direito empresarial: contratos, direito societário e bancário. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. p. 115.

<sup>14</sup> Em sua redação original em inglês: “(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”.

<sup>15</sup> BERLE, Adolf; e MEANS, Gardiner. **The Modern Corporation and Private Property**. Nova Iorque: The MacMillan Company, 1940. p. 71.

Por fim, o controle gerencial refere-se aos casos nos quais a propriedade sobre as ações votantes é de tal forma dispersa, que nenhum indivíduo ou grupo de indivíduos relacionados possui sequer participação minoritária suficiente a “dominar” os assuntos da companhia.

### 2.3. Exercício de controle no contexto da Lei das S/A

Ainda acerca da classificação do controle, a análise de Comparato – conforme atualizada por Salomão Filho<sup>16</sup> - por sua vez, aproxima tal classificação do contexto nacional ao analisar o poder de controle na sociedade anônima brasileira. Entende, contudo, ser discutível estabelecer como classificação independente o exercício de controle mediante expediente ou dispositivo legal, visto que, dentre os exemplos citados por Berle e Means, somente a hipótese relativa à figura dos *voting trusts* – presente no direito norte-americano - poderia apresentar uma efetiva distinção dos demais tipos de controle, sendo que a excepcionalidade de tal instituto não bastaria a permitir a individualização de uma classe de controle.

Comparato entende mais interessante, efetivamente, a manifestação do controle exercido por detentores de menos da metade do capital social, o chamando “controle minoritário”.

Ainda, alude ao implícito reconhecimento do controle minoritário pela legislação brasileira, tendo em vista o estabelecimento de regras de quórum e maioria na realização das assembleias gerais. Dessa forma, conforme estabelecido na Lei das S/A, é possível que uma assembleia geral se instale, em primeira convocação, com um mínimo de um quarto do capital social votante (que, na prática, pode representar apenas metade do capital social total) e, em segunda convocação, com qualquer número.<sup>17</sup>

---

<sup>16</sup> COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6ª Edição. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2014. p. 43 e 54.

<sup>17</sup> Nos termos do art. 125 da Lei das S/A: “Art. 125. *Ressalvadas as exceções previstas em lei, a assembleia-geral instalar-se-á, em primeira convocação, com a presença de acionistas que representem, no mínimo, 1/4 (um quarto) do capital social com direito de voto; em segunda convocação instalar-se-á com qualquer número.*”

*Parágrafo único. Os acionistas sem direito de voto podem comparecer à assembleia-geral e discutir a matéria submetida à deliberação.*” BRASIL. Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Palácio do Planalto Presidência da República**, Brasília, DF, 15 dez. 1940. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm)>. Acesso em 11 fev. 2019.

Quando se tratar, contudo, de reforma estatutária, o quórum mínimo para a primeira convocação é elevado para um terço do capital social, sendo mantida a regra de qualquer número de votantes em segunda convocação.<sup>18</sup>

Ainda acerca do controle minoritário, menciona Comparato<sup>19</sup>:

*“Na verdade, a questão do nível de reconhecimento do controle minoritário no direito societário brasileiro é com frequência mal interpretada. No Brasil, a lei societária consagra o controle minoritário como princípio dentro do capital total da sociedade. A famosa regra que permitia a existência de até dois terços do capital total da empresa representados por ações preferenciais (sem voto) – art. 15, § 2º, da Lei 6.404/76, agora reduzida a no máximo 50% do capital total – nada mais é que a consagração legal do controle minoritário. O sistema brasileiro pode, portanto, ser caracterizado como um sistema em que há opção clara pelo controle minoritário, no que respeita o capital total da companhia. Ora, em presença de uma opção tão clara do legislador brasileiro a favor do reconhecimento do controle minoritário, seria impossível e ilógico propugnar por um princípio majoritário absoluto dentro do capital com direito a voto. Isso significa que seria ilógico afirmar que só acionistas detentores da maioria do capital votante da companhia poderiam ter o controle. Por outro lado, é preciso bastante cuidado ao se falar em controle minoritário dentro do capital com direito a voto. Ele é profundamente diverso do controle minoritário referido ao capital total, que foi mencionado acima. Deve-se pressupor que os adquirentes de ações com direito a voto têm interesse em compartilhar das decisões relativas aos destinos da companhia. Não são meros sócios capitalistas, que querem investir seus recursos sob administração de outrem. É preciso, portanto, respeitar em linha de princípio a vontade das majorias, desde*

<sup>18</sup> Nos termos do art. 135 da Lei das S/A: “Art. 135. A assembleia-geral extraordinária que tiver por objeto a reforma do estatuto somente se instalará em primeira convocação com a presença de acionistas que representem 2/3 (dois terços), no mínimo, do capital com direito a voto, mas poderá instalar-se em segunda com qualquer número.

§ 1º Os atos relativos a reformas do estatuto, para valerem contra terceiros, ficam sujeitos às formalidades de arquivamento e publicação, não podendo, todavia, a falta de cumprimento dessas formalidades ser oposta, pela companhia ou por seus acionistas, a terceiros de boa-fé.

§ 2º Aplica-se aos atos de reforma do estatuto o disposto no artigo 97 e seus §§ 1º e 2º e no artigo 98 e seu § 1º.

§ 3º Os documentos pertinentes à matéria a ser debatida na assembleia-geral extraordinária deverão ser postos à disposição dos acionistas, na sede da companhia, por ocasião da publicação do primeiro anúncio de convocação da assembleia-geral.” BRASIL. Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Palácio do Planalto Presidência da República**, Brasília, DF, 15 dez. 1940. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm)>. Acesso em 11 fev. 2019.

<sup>19</sup> COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6ª Edição. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2014. p. 57 e 58.

*que essas se mostrem efetivamente interessadas nos negócios sociais.”*

Ademais, conforme relata Martins Neto<sup>20</sup>, em situações em que há uma separação ainda mais elevada entre controle e propriedade acionária, fala-se, não mais em controle minoritário, mas em controle administrativo ou gerencial. Tal nomenclatura se justifica na medida em que, em determinadas sociedades, a dispersão acionária é tamanha que a própria administração – suportada por acionistas - assume um papel de maior relevância no exercício do controle de fato da companhia, com a possibilidade, inclusive, de que os integrantes da administração acabem se perpetuando no exercício de seus cargos. Por outro lado, é de se reconhecer que, embora a recente pulverização do capital das companhias brasileiras tenha propiciado um ambiente viável para tanto, não se verifica, atualmente, companhias em que a administração exerça tal papel.

De outra sorte, vale expressar também o contraponto feito por Carvalhosa<sup>21</sup> acerca dos controles minoritários e gerencial, mediante a diferenciação de “controle” e “comando”:

*“Isto posto, os chamados “controle gerencial” e “controle minoritário” decorrem, com efeito, das impressões e interesses pessoais meramente dedutivos, decorrentes da crise do instituto do controle entre nós no tocante às companhias com capital disperso, tal como definida no referido art. 137, II, b.*

*Temos, assim, a dedução “lógica” seguinte: se nas companhias com capital disperso não existe mais controlador majoritário, o controlador passa a ser minoritário ou então “gerencial”. Desse modo – simplisticamente -, se não existe controle nos expressos termos do presente artigo [no caso, o Art. 116], outros controles surgem no seu lugar. [...]*

*Isto posto, comando não se confunde com controle entre nós, pois este é instituído na lei como atributo de acionista titular de maioria absoluta das ações votantes. Há, em nosso Direito, ex vi do artigo ora estudado, um princípio de governo da sociedade anônima, consubstanciado na instituição do controlador, ou seja, aquele que, por deter a maioria absoluta votante do capital*

<sup>20</sup> MARTINS NETO, Carlos. **Exame Crítico da Utilização de Mecanismos de Proteção à Dispersão Acionária no Direito Brasileiro** in Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, 2a Edição (coord. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; EIZIRIK, Nelson). São Paulo: Almedina, 2015. p. 32 e 33.

<sup>21</sup> CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. 2º Volume.** arts. 75 a 137: Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações da Lei n. 12.431, de 24 de junho de 2011. 6a ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 653-654

*social, tem permanentemente o poder de dirigi-la e o dever fiduciário de fazê-lo nos estritos termos do parágrafo único da norma.”*

Como se vê, Carvalhosa entende que o conceito de controle esposado no art. 116 da Lei das S/A se restringe às hipóteses de controle com quase a totalidade do capital social e de controle majoritário e, dessa forma, considera que, nos casos em que inexistente controle nesses termos, não haveria que se falar em qualquer tipo de controle, mas sim em “comando”. Em complemento, justifica tal posição ao indicar o caráter precário do “controle” exercido por minoritários, na medida em que este não poderia ser considerado permanente, visto que dependeriam (da inércia) de outros acionistas para que este fosse exercido<sup>22</sup>.

#### 2.4. Controle minoritário no contexto do mercado de capitais brasileiro

Diferentemente do contexto outrora reportado, relacionado a existência de controle majoritário, percebeu-se, no início do presente século, uma perspectiva de alteração no contexto do mercado de capitais e direito societário brasileiro, com um aumento no número de operações empresariais e o seu maior refinamento, exigindo, portanto, uma maior sofisticação das companhias e de seus consultores.<sup>23</sup>

Nesse contexto, foi sentido também o crescimento do número de companhias em que não era possível identificar um controlador detentor da maior parcela de seu capital social, ou seja, em que não havia ninguém que exercesse o controle majoritário.

Martins Neto<sup>24</sup> relata o fenômeno ocorrido em meados da primeira década deste século no mercado de capitais brasileiro:

<sup>22</sup> CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. 2º Volume.** arts. 75 a 137: Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações da Lei n. 12.431, de 24 de junho de 2011. 6a ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 656

<sup>23</sup> Conforme APPENDINO, Fábio; MIRANDA DE OLIVEIRA, Luis Gustavo; MARUCH, André. Aquisição de controle em companhias com capital pulverizado ou com controle minoritário: uma análise da legislação e de casos *in* Botrel, Sérgio (coord). **Direito Societário. Análise Crítica.** São Paulo: Saraiva, 2012.

<sup>24</sup> MARTINS NETO, Carlos. **Exame Crítico da Utilização de Mecanismos de Proteção à Dispersão Acionária no Direito Brasileiro** *in* Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, 2a Edição (coord. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; EIZIRIK, Nelson). São Paulo: Almedina, 2015. p. 25

*“A partir de 2005, nesse novo ambiente de um mercado em pleno desenvolvimento, dez companhias promoveram a pulverização de suas ações no mercado, algo inédito no Brasil até então. Tais companhias romperam o liame, até então indissociável nas companhias nacionais, entre propriedade e controle, à medida que a quantidade de ações de suas emissões que passaram a estar em circulação no mercado era tão alta que impossibilitava a verificação de um acionista controlador majoritário.”*

Zanini<sup>25</sup>, por sua vez, chega a tratar tal período como “a ressurreição do mercado acionário brasileiro”, que trouxe para discussão no mercado brasileiro temas pouco investigados até aquele momento, enquanto Munhoz<sup>26</sup> atribui essa mudança ao sucesso de autorregulação relacionado ao surgimento do segmento de Novo Mercado da – até então denominada – Bovespa.

Donnaggio, Wellisch e Serafim<sup>27</sup>, inclusive, ao traçarem um histórico do desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil, apontam o surgimento do segmento especial do Novo Mercado como um dos principais responsáveis pelo crescimento verificado no início da primeira década desse século, indicando que “o Novo Mercado foi criado com o objetivo de proporcionar maior atratividade ao mercado de valores mobiliários brasileiro a investidores e emissores, além de gerar credibilidade e desenvolvimento”<sup>28</sup>.

Ainda nesse contexto, Castro<sup>29</sup> relaciona a primazia do princípio “uma ação, um voto”, regra no segmento do Novo Mercado à atenuação da associação entre controle

<sup>25</sup> ZANINI, Carlos Klein. *A poison pill* brasileira: desvirtuamento, antijuridicidade e ineficiência. in **Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos** (Coord. ADAMEK, Marcelo Vieira von). São Paulo: Malheiros, 2011. p. 256.

<sup>26</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. Transferência de Controle nas Companhias sem Controlador Majoritário. in **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais** (coord. CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de, MOURA AZEVEDO, Luís André N. de). São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 289.

<sup>27</sup> DONAGGIO, Angela Rita Franco; WELLISCH, Julya Sotto Mayor; SERAFIM, Tatiana Flores Gaspar. Desenvolvimento do Mercado de Capitais Brasileiro: o Novo Mercado. in **Mercado de Capitais Brasileiro II: Doutrina, Cases & Materials** (coord. PENTEADO, Mauro Rodrigues). São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 242.

<sup>28</sup> DONAGGIO, Angela Rita Franco; WELLISCH, Julya Sotto Mayor; SERAFIM, Tatiana Flores Gaspar. Desenvolvimento do Mercado de Capitais Brasileiro: o Novo Mercado. in **Mercado de Capitais Brasileiro II: Doutrina, Cases & Materials** (coord. PENTEADO, Mauro Rodrigues). São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 246

<sup>29</sup> CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de. **Controle Gerencial**. Coleção IDSA de Direito Societário e Mercado de Capitais – Volume 2. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

e propriedade acionária, ainda que o benefício direto desse ponto seja discutível, conforme discorre Hirata<sup>30</sup>:

*"O princípio de um voto por ação, isto é, de manter o capital dividido em ações todas com direito a voto tem efeitos positivos e negativos. É possível dizer que há uma dicotomia entre distorções geradas pela concentração de controle e distorções decorrentes da dispersão de controle. O principal problema do controle concentrado é a extração de benefícios privados pelo controlador. Assim, no eventual conflito de interesses entre o controlador ou grupo controlador e a companhia, a decisão da companhia seria tomada em favor do controlador – e, por conseguinte, em desfavor da própria companhia.[...] Em outras palavras, tanto é possível que o princípio uma ação um voto incentive a dispersão acionária por encarecer o controle quanto acabe por levar a companhia a fechar o capital"*

Tal fenômeno, de ordem econômica, teve por consequência uma necessidade jurídica de se analisar a legislação, regulamentos e até mesmo os estatutos sociais das companhias, os quais não mais refletiam propriamente o novo cenário, conforme relatam Müssnich e Melo<sup>31</sup>:

*"Uma das novidades trazidas pela sempre atual Lei n. 6.404/76 ("Lei das S.A."), foi a criação da figura do acionista controlador. No entanto, o fenômeno da dispersão acionária em diversas companhias abertas, impulsionado pelo crescimento do mercado acionário brasileiro na última décadas, provocou legisladores, reguladores, advogados e acionistas a adaptar as leis, regulamentos, estatutos sociais e acordos de acionistas a uma nova realidade societária em que a existência do acionista controlador nem sempre é identificada. Estes operadores do direito se viram na obrigação de tornar o mercado cada vez mais acessível e atraente para o investidor (seja ele um fundo de pensão estrangeiro ou a classe média brasileira). Isto se deu com a inserção em tais diplomas de regras de governo interno mais restritivas, criando novos direitos e mecanismos que favoreciam os acionistas em geral, mas, sobretudo, os acionistas minoritários."*

<sup>30</sup> HIRATA, Augusto Jorge. A Companhia Aberta no Novo Mercado: Rumo à Dispersão do Capital. *in Mercado de Capitais Brasileiro II: Doutrina, Cases & Materials* (coord. PENTEADO, Mauro Rodrigues). São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 278 e 280

<sup>31</sup> MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; e MELO, Vitor de Britto Lobão. Análise Prática e Considerações sobre a Realidade e a Aplicações das Medidas de Proteção à Tomada Hostil de Controle nos Estatutos Sociais das Companhias Abertas Brasileiras ("Brazilian Pills"). *in Direito Societário – Estudos sobre a Lei de Sociedades por Ações*. (coord. COUTO SILVA, Alexandre). São Paulo: Saraiva, 2013. p. 254.



Ainda acerca desse importante momento de mudança de paradigmas no mercado de capitais brasileiro, Carvalhosa<sup>32</sup> faz uma pertinente análise em contraponto ao contexto de criação da Lei das S/A, indicando uma nova conjuntura no ambiente negocial brasileiro, em especial com o surgimento dos segmentos de listagem com um maior nível de governança:

*“Há, com efeito, uma nova realidade representada pela dispersão da propriedade acionária em importante parcela das companhias abertas brasileiras, notadamente as listadas no Novo Mercado e também algumas nos Níveis I e II do BM&FBovespa. Esse fenômeno coloca em xeque a própria estrutura da Lei Societária, fundada na propriedade acionária concentrada nas mãos de um acionista, ou de um conjunto deles, que detêm, permanentemente, mais de 50% das ações votantes. Daí resultou o instituto do controlador da sociedade anônima, cuja função é nuclear, irradiando-se por todos os demais segmentos da Lei das Anônimas. É com efeito, em volta do controlador que se estabelecem os limites dos direitos e das responsabilidades dos acionistas, não mais divididos entre majoritários e minoritários, como ocorria na vigência do Decreto-Lei n. 2.627, de 1940, mas sim entre o controlador, de um lado, e os minoritários, de outro. Isto posto, a recente dispersão da propriedade acionária no mercado de Bolsa projeta questionamentos sobre o tema do controle, na medida em que este se funda no requisito da permanência. Esta qualidade legal (permanência) advém, necessariamente, da detenção de um percentual de ações votantes, igual ou superior a 50% mais uma. É o que dispõe o art. 116 da Lei Societária, ao conceituar o controlador como aquele que é “titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia”*”

Ademais, Carvalhosa<sup>33</sup> completa que, no contexto havido a partir de 2006, os acionistas votantes dispersam-se em grupos, os quais não superam 10%, 20% ou 30% e, dessa forma, estes grupos não desempenhariam a exigência da permanência conforme conceito de poder de controle na Lei das S/A, entendendo, portanto, que

---

<sup>32</sup> CARVALHOSA, Modesto. A dispersão acionária e o desaparecimento da figura do controlador *in* \_\_\_\_\_; EIZIRIK, Nelson. **Estudos de Direito Empresarial**. São Paulo: Saraiva, 2010. p. 11.

<sup>33</sup> CARVALHOSA, Modesto. A dispersão acionária e o desaparecimento da figura do controlador *in* \_\_\_\_\_; EIZIRIK, Nelson. **Estudos de Direito Empresarial**. São Paulo: Saraiva, 2010. p. 13.

nestes casos, o controle da companhia assistiria, efetivamente, à administração da companhia.

Nesse cenário, avalia que, no caso brasileiro, ainda competiria ao grupo de acionistas minoritários a incumbência de eleger o que chama de “*incumbernt board*” responsável pela condução dos negócios da sociedade. Num contexto de mais vultosa dispersão acionária, contudo, seria possível os próprios membros da administração demandando *proxy machinery*, com a redução da atribuição dos grupos minoritários na readmissão dos condutores da companhia.

Nesse contexto, impossível abordar o fenômeno de transformação do mercado de capitais brasileiro sem fazer referência ao estudo realizado por Gorga<sup>34</sup>, no qual é realizada uma aprofundada análise acerca das mudanças no cenário de concentração acionária no Brasil.

Verificou-se que, à época da análise, das 92 companhias que integravam o segmento do Novo Mercado, em apenas 27 foi possível identificar um acionista – individualmente considerado - que detivesse participação maior que 50%, ao passo que, nas 65 restantes, já era sentido o fenômeno relacionado a inexistência de um controlador majoritário. Nestas companhias, inclusive, o percentual médio detido pelo acionista com maior participação representava 26,23% do total do capital.<sup>35</sup>

De toda sorte, os números mencionados acima indicam o contexto relacionado a um único acionista detentor de participação do capital da sociedade. Caso se adicione a tal contexto a possibilidade de exercício de poder de controle por meio da celebração de acordo de acionistas, é possível constatar que, em outras 20 companhias, foi possível identificar um grupo controlador com participação somada que superasse os 50%<sup>36</sup>.

---

<sup>34</sup> GORGA, Érica. **Changing the Paradigm of Stock Ownership: From Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries** (April 2008). 3rd Annual Conference on Empirical Legal Studies Papers. Disponível em SSRN <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1121037>> Acesso em 28 fev, 2019.

<sup>35</sup> GORGA, Érica. **Changing the Paradigm of Stock Ownership: From Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries** (April 2008). 3rd Annual Conference on Empirical Legal Studies Papers. Disponível em SSRN <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1121037>> Acesso em 28 fev, 2019. Conforme tabela 8. p. 86.

<sup>36</sup> GORGA, Érica. **Changing the Paradigm of Stock Ownership: From Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries** (April 2008). 3rd Annual Conference on Empirical Legal Studies Papers. Disponível em SSRN <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1121037>> Acesso em 28 fev, 2019. Conforme tabela 12. p. 90

Além disso, do universo de companhias listadas no segmento do Novo Mercado à época, foi possível perceber em 44 delas a existência de algum tipo de cláusula que protegesse a dispersão acionária<sup>37</sup>.

Dessa forma, passaremos a tratar de tais cláusulas no capítulo seguinte.

---

<sup>37</sup> GORGA, Érica. **Changing the Paradigm of Stock Ownership: From Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries** (April 2008). 3rd Annual Conference on Empirical Legal Studies Papers. Disponível em SSRN <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1121037>> Acesso em 28 fev, 2019. Conforme tabela 26. p. 103 e 104.

### 3. AS BRAZILIAN PILLS

#### 3.1. Origem norte-americana

Antes de se adentrar na análise das cláusulas estatutárias utilizadas pelas sociedades anônimas brasileiras, é válido citar a sua inspiração estrangeira, de onde, inclusive, foi emprestado o apelido aqui utilizado: “*poison pills*”.

A despeito da homonímia, as *poison pills* americanas, na verdade, representam dispositivo diverso de sua versão tupiniquim.<sup>38</sup>

As pílulas de veneno americanas, em verdade, consistem em previsões estatutárias que autorizam o Conselho de Administração de uma companhia – após o recebimento de uma oferta hostil - a emitir um lote de novas ações a um preço consideravelmente menor que seu valor de negociação no mercado, cuja subscrição poderá ser exercida por todos os seus acionistas, exceção feita ao emissor da oferta.<sup>39</sup>

Nesse contexto, Easterbrook e Fischel<sup>40</sup> retratam as consequências econômicas para o ofertante e o desestímulo à continuidade da oferta:

---

<sup>38</sup> Conforme menciona Carvalhosa, em seus comentários à Lei das S/A: “*Isto posto, as denominadas poison pills da prática societária brasileira são diferentes das poison pills do Direito norte-americano. Entre nós, a chamada poison pill é modalidade diversa da oferta obrigatória de aquisição do controle, tipificada no art 354-A da Lei das Sociedades Anônimas, próprias das companhias com controlador (§ 2º do art. 4º-A).*”

*Essa norma (art. 254-A) disciplina o tag-along ao obrigar o adquirente das ações de controle a realizar uma oferta pública pagando-lhes 80% do valor pago pelas ações de controle.*

*Essa obrigação legal de realizar oferta pública é gerada toda vez que ocorre a alienação das ações majoritárias votantes que outorgam o exercício do poder de controle societário.*

*Já a denominada poison pill, na versão brasileira, exige que se produza a oferta de compra das ações negociadas no mercado.”* CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. 2o Volume. arts. 75 a 137: Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações da Lei n. 12.431, de 24 de junho de 2011. 6a ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 634.

<sup>39</sup> Conforme EIZIRIK, Nelson; e HENRIQUES, Marcus de Freitas. A Legalidade das Poison Pills adotadas pelas Companhias Brasileiras *in* Cantidiano, Luis Leonardo; e Muniz, Igor. **Temas de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: Renovar, 2014. p. 54.

<sup>40</sup> “*Firms may also issue “poison pill” stock-rights that mature once any person owns more than a specific bloc (commonly 20 percent) and entitle their owners (except the bloc holder) to purchase additional shares at a discount. The “flip-in” feature of poison pill stock dilutes the bloc owner’s interest, making each share worth less (and requiring the bidder to buy more to get control) – a combination fatal when swallowed (hence “poison pill”). Sometimes the flip-in cancels automatically if the bidder obtains a large portion of the stock (80 to 90 percent). A “flip-over” feature of pills may have similar dilution effects for the holders not to tender (if they keep the target’s stock, they can buy the bidder’s stock at a discount if the deal goes through) and inducing the bidder’s shareholders to oppose the transaction (to avoid having their interests diluted”.* EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. **The Economic Structure of Corporate Law**. Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, First paperback Edition, 1996. p. 164

*“Companhias podem também emitir direitos de “poison pill” sobre ações cujo vencimento se dá quando qualquer pessoa vir a possuir mais do que um bloco específico (geralmente 20%) e autoriza seus detentores (exceto o detentor do bloco) a comprar ações adicionais com percentual de desconto. O recurso “flip-in” do estoque de poison pill dilui o interesse do dono do bloco, fazendo com que cada ação valha menos (e exigindo que o ofertante compre mais ações para obter o controle) - uma combinação fatal quando ingerida (daí “poison pill”). Às vezes o flip-in é automaticamente cancelado caso o ofertante obtenha uma grande parte das ações (80 a 90%). O recurso “flip-over” das poison pills pode ter efeitos de diluição semelhantes para os detentores não ofertantes (se eles mantiverem as ações da empresa, eles podem comprar as ações do concorrente com desconto se o negócio for concretizado) e induzir os acionistas do ofertante a se oporem à operação (para evitar que seus interesses sejam diluídos.” (tradução livre)*

No mesmo sentido aborda Zanini:<sup>41</sup>

*“Conquanto tenha o instituto nítida inspiração no Direito Norte-Americano, não deixa de ser curioso observar ter caído no gosto das companhias brasileiras uma espécie de poison pill lá muito raramente empregada: a que obriga o acionista adquirente de determinado percentual de ações a realizar oferta pública tendo por objeto a aquisição da totalidade das ações de emissão da companhia em circulação no mercado. (...)*

*A poison pill brasileira adota o mesmo gatilho utilizado nas poison pills norte-americanas, mas com uma diferença: lá o efeito resultante de sua aplicação costuma ser o da instituição do voto plural; aqui, ante o disposto na Lei 6.404/1976 (Lei das Sociedades Anônimas), impõe-se a realização da oferta de aquisição compulsória.”*

Isto posto, diante da diferenciação das *poison pills* norte-americanas e as brasileiras e seguindo a terminologia usada por parte da doutrina<sup>42</sup>, será adotada no

<sup>41</sup> ZANINI, Carlos Klein. *A poison pill brasileira: desvirtuamento, antijuridicidade e ineficiência.* in **Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos** (Coord. ADAMEK, Marcelo Vieira von). São Paulo: Malheiros, 2011. p. 258-259.

<sup>42</sup> MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; e MELO, Vitor de Britto Lobão. *Análise Prática e Considerações sobre a Realidade e a Aplicações das Medidas de Proteção à Tomada Hostil de Controle nos Estatutos Sociais das Companhias Abertas Brasileiras (“Brazilian Pills”).* in **Direito Societário – Estudos sobre a Lei de Sociedades por Ações.** (coord. COUTO SILVA, Alexandre). São Paulo: Saraiva, 2013.

presente trabalho, sempre que aplicável, a nomenclatura de “*Brazilian pills*” para as cláusulas brasileiras de proteção à dispersão acionária<sup>43</sup>.

### 3.2. *Poison pills* na comunidade europeia

Embora a origem tenha se dado com base na prática norte-americana, vale também ressaltar a experiência da comunidade europeia visto que, em tal âmbito há, desde 2004, uma diretiva<sup>44</sup> que estabelece a obrigatoriedade de realização de oferta pública para aquisição de ações uma vez que determinado acionista atinja um percentual considerado como relevante<sup>45</sup>:

*“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 [sociedades sujeitas à legislação dos Estados- Membros] 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.”*

<sup>43</sup> Ademais, a utilização de tal nomenclatura também foi objeto de crítica pelos diretores da CVM Marcos Barbosa Pinto e Otavio Yazbek: “*A utilização do termo “poison pill” pode levar a uma associação indesejável com as poison pills norte-americanas, que têm características diferentes das brasileiras*”. PINTO, Marcos Barbosa; YAZBEK, Otavio. **Poison pills. Memorando endereçado ao Colegiado da CVM** em 14 abr, 2009.

<sup>44</sup> Com relação à eficácia das diretivas no direito comunitário europeu, conforme relata Paulo Fernando Campos Salles de Toledo, a vinculação das diretivas aos estados membros é relativa, na medida em que tal normativo se relacionaria aos resultados perseguidos, cabendo, contudo, a cada estado-membro a avaliação acerca do modo que tais dispositivos serão introduzidos no ordenamento interno. TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. **Poison pill: modismo ou solução?** in *Direito Societário – Desafios Atuais* (coord. CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de). São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 165.

<sup>45</sup> UNIÃO EUROPÉIA, Directiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de abril de 2004 relativa às ofertas públicas de aquisição. Disponível em: <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32004L0025&from=EN>> Acesso em 22 fev, 2019.

Dessa forma, a diretiva europeia, ainda que de maneira genérica, traz a obrigação de que os seus estados membros protejam os direitos de acionistas minoritários mediante a obrigatoriedade de realização de oferta pública de aquisição de Ações (OPA) pelos adquirentes de determinado volume de ações.

Por óbvio, não se poderia estabelecer, para toda a comunidade europeia, um mesmo percentual de gatilho para a referida obrigação, dadas as particularidades de cada mercado. Dessa forma, compete a cada estado membro a determinação do percentual a ser utilizado para tal gatilho, bem como o modo do respectivo cálculo.<sup>46</sup>

A propósito de tal obrigação, discorre Burn<sup>47</sup>:

*“A diretiva contém disposições específicas que acrescentam detalhes aos princípios gerais acima definidos. Assim, por exemplo, uma pessoa que, sozinha ou com outros, adquire um determinado percentual de controle dos direitos de voto é obrigada a realizar uma oferta a um preço justo, para as ações remanescentes. Cabe à autoridade competente relevante determinar qual é o percentual de controle. A contrapartida pela oferta pode ser dinheiro, valores mobiliários ou ambos - mas, se incluir valores mobiliários, devem ser valores mobiliários líquidos admitidos num mercado regulamentado pelo EEE [Espaço Económico Europeu]. Uma alternativa em dinheiro deve ser oferecida quando o ofertante, ou aqueles com quem ele está agindo, adquiriu 5% ou mais de sua participação por dinheiro no período que antecedeu a oferta.”* (tradução livre)

Portanto, forçoso concluir que a utilização de mecanismos relacionados à proteção da dispersão acionária não é incomum, bem como que o intuito de

---

<sup>46</sup> “3. A percentagem de direitos de voto que confere o controlo de uma sociedade, para efeitos do n.º 1, bem como a fórmula do respectivo cálculo, são determinados pela regulamentação do Estado-Membro em que se situa a sua sede social.” 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 em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32004L0025&from=EN> Acesso em 22 fev, 2019.

<sup>47</sup> “The Directive contains specific provisions that add detail to the general principles set out above. So, for example, a person who, alone or with others, acquires a certain controlling percentage of the voting rights is required to make an offer at a fair price, for the remaining shares. It is left to the relevant competent authority to determine what the controlling percentage is. The consideration for the offer may be cash, or securities, or both – but if it includes securities, they must be liquid securities that are admitted to an EEA regulated market. A cash alternative must be offered where the offeror, or those with whom he is acting, has acquired 5% or more of its holding for cash within the period leading up to the bid.” BURN, Lachlan, The European Directives relating to Issue and Trading of Securities in PANASAR, RAJ; BOECKMAN, PHILIP. **European Securities Law**. Oxford: Oxford Press, 2010 p. 88.

padronização de tais dispositivos existe, porém deve ser guardada certa paridade com os aspectos regionais dos mercados envolvidos.

### 3.3. Pílulas de veneno brasileiras: as *Brazilian pills*

Modesto Carvalhosa<sup>48</sup>, ao tratar do das cláusulas de veneno brasileiras, define *poison pill* como “*um instrumento jurídico adotado pela companhia com o intuito de dificultar a aquisição do poder de controle oriunda de uma oferta hostil – diretamente endereçada aos acionistas, sem consulta prévia à sua administração*”.

Nesse aspecto, pode-se entender as *Brazilian pills* como um mecanismo destinado a diminuir os riscos das companhias de capital pulverizado, na medida em que, tanto maior a dispersão do capital, mais factível a ocorrência de uma aquisição hostil de controle<sup>49</sup>.

Acerca das *Brazilian pills*, Carvalhosa e Kuyven<sup>50</sup> fazem destaque às cláusulas que tem por objeto estabelecer uma obrigação extremamente onerosa àqueles que pretendem adquirir um determinado percentual de participação societária de uma companhia, estimulando-os a negociar uma aquisição mais favorável à companhia-alvo. Ainda, os autores detalham as três espécies dos referidos mecanismos, conforme classificação usualmente adotada no contexto de tais cláusulas no direito norte-americano<sup>51</sup>:

“*Esse tipo de disposição pode ser de três tipos: flip in, flip over ou put plan.*

*A primeira permite a aquisição pelos acionistas de ações da sociedade alvo a preços inferiores àqueles de mercado, sempre que o adquirente ultrapassa um limite de aquisição ou é considerado uma pessoa hostil pelo Conselho de Administração.*

<sup>48</sup> CARVALHOSA, Modesto. As Poison Pills estatutárias na prática brasileira – alguns aspectos de sua legalidade. *in* **Direito Societário – Desafios Atuais** (coord. CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de). São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 22.

<sup>49</sup> Conforme SADI, Natália Miranda; CASTRO, Deliana Salomão de; SANTOS, Mariana Belisário dos. A adoção da *poison pill* estatutária no Brasil – os riscos da importação do modelo americano. *in* **Direito Empresarial Atual: nacional e internacional** (org. ROLIM, João Dácio; APPENDINO, Fábio; SALIBA, Luciana Goulart F.), Belo Horizonte: Del Rey, 2011. p. 371.

<sup>50</sup> CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Fernando. **Sociedades Anônimas**. – 2 ed. rev. atual. e ampl. (Coleção tratado de direito empresarial, v. 3. coordenação Modesto Carvalhosa). São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2018. p. 698.

<sup>51</sup> CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Fernando. **Sociedades Anônimas**. – 2 ed. rev. atual. e ampl. (Coleção tratado de direito empresarial, v. 3. coordenação Modesto Carvalhosa). São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2018. p. 698.



*A segunda pode ser utilizada em casos de incorporação, fusão ou cisão, quando a sociedade alvo será extinta ou esvaziada, ou quando é negociado mais de 50% de suas ações. Ela permite que os acionistas da sociedade exerçam os direitos inerentes a suas ações e adquiram ações da sociedade beneficiada pela operação a um preço inferior ao de mercado. Essa cláusula protege os acionistas contra os efeitos de aquisições em etapas ou two tiered tender offers. Por ter efeitos semelhantes, essa poison pill é, muitas vezes, substituída pela emissão de bônus de subscrição ou por um plano de opção de compra de ações. Por fim, a put plan ou back end plan consiste no direito concedido aos acionistas, que decidiram não aderir à OPA, de vender suas ações a um preço justo, determinado pela administração da companhia alvo; seja um preço fixo, seja o preço determinado por um método previamente previsto no estatuto.”*

Carvalhosa e Kuyven<sup>52</sup> consideram, ainda, que as *Brazilian pills* adotaram uma intensidade ainda maior que o usualmente aplicado em outros lugares, visto que os estatutos sociais das companhias nacionais tratam as tomadas hostis de controle, invariavelmente, como um evento de efeitos negativos para a companhia, o que justificaria a inclusão de dispositivos que atrapalhassem ao máximo a ocorrência destes acontecimentos. Dessa forma, verificam que, não raro, os estatutos das companhias nacionais adotaram fórmulas e critérios de precificação que oneravam substancialmente a oferta para aquisição de participação da companhia, uma vez atingido o percentual considerado como relevante para fins de gatilho do mecanismo. À propósito, tais gatilhos eram também, por vezes, estabelecidos com base em um percentual de ações muito baixo, o que não guardava relação com a aquisição de controle da companhia.

Nesse contexto, Andrighi e Riva<sup>53</sup> consideram não muito preciso o critério de determinação do preço a ser pego pela ofertante na hipótese de atingimento do gatilho da OPA, citando, dentre os parâmetros usualmente utilizados pelas companhias: (i) elaboração de laudo de avaliação por empresa especializada; (ii) média preço das

<sup>52</sup> CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Fernando. **Sociedades Anônimas**. – 2 ed. rev. atual. e ampl. (Coleção tratado de direito empresarial, v. 3. coordenação Modesto Carvalhosa). São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2018 (. p. 698.

<sup>53</sup> ANDRIGHI, Fátima Nancy; RIVA, Laura Regina da. Oferta Hostil e *Poison Pills*. in **Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais** (coord. WALD, Arnaldo; GONÇALVES, Fernando; SOARES DE CASTRO, Moema Augusta; org. FREITAS, Bernardo Vianna; CARVALHO, Mário Tavernard Martins de). São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 335.

ações em determinado período; (iii) cotação mais elevada das ações em determinado número de pregões; ou ainda (iv) uma combinação dos critérios mencionados acima.

Acerca da licitude das *Brazilian pills*, conforme anota Scalzilli<sup>54</sup>, não haveria, de forma geral, nenhuma irregularidade quanto à sua inclusão nos estatutos das companhias brasileiras, entendendo, inclusive, que tal dispositivo pode ser benéfico de modo a fomentar a abertura de capital de companhias e uma dispersão acionária mais elevada, ainda que beneficie, num primeiro momento, o acionista controlador. De toda sorte, aponta que há quem discorde de tal posicionamento nas hipóteses em que o percentual de gatilho é inferior ao da participação do acionista (ou grupo de acionistas) que detém o controle da companhia, e nestes casos, a inclusão de uma *Brazilian pill*: (i) poderia desestimular ou impossibilitar uma escalada acionária até determinado percentual expressivo; (ii) apenas alguns acionistas seriam titulares de um percentual importante de participação no capital da companhia, de modo que os demais teriam “voto inútil”, o que violaria o art. 109, § 1º da Lei das S/A<sup>55</sup>; (iii) provocaria uma interposição indevida no sistema de quóruns trazida pela Lei das S/A, na medida em que impossibilitaria que acionista que não integrasse o grupo de controle à época da inserção do dispositivo escalasse sua posição acionária ao ponto de adquirir o controle; e (iv) suprimiria meios, processos ou ações conferidos pela lei para que o acionista garantisse seus direitos.

Eizirik<sup>56</sup> aponta que, além da adoção de *Brazilian pills* por companhias nas quais havia controle minoritário ou pulverizado, sociedades com controlador definido

<sup>54</sup> SCALZILLI, João Pedro. **Mercado de Capitais, Ofertas Hostis e Técnicas de Defesa**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 247.

<sup>55</sup> Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembléia-geral poderão privar o acionista dos direitos de:  
I - participar dos lucros sociais;  
II - participar do acervo da companhia, em caso de liquidação;  
III - fiscalizar, na forma prevista nesta Lei, a gestão dos negócios sociais;  
IV - preferência para a subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição, observado o disposto nos artigos 171 e 172;  
V - retirar-se da sociedade nos casos previstos nesta Lei.  
§ 1º As ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares.

§ 2º Os meios, processos ou ações que a lei confere ao acionista para assegurar os seus direitos não podem ser elididos pelo estatuto ou pela assembléia-geral.

§ 3º O estatuto da sociedade pode estabelecer que as divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, poderão ser solucionadas mediante arbitragem, nos termos em que especificar.” BRASIL. Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Palácio do Planalto Presidência da República**, Brasília, DF, 15 dez. 1940. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm)>. Acesso em 11 fev. 2019.

<sup>56</sup> EIZIRIK, Nelson. **Direito Societário – Estudos e Pareceres**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 521 e 528.

também se valerem de tal dispositivo em seus estatutos. Nesses casos, considera que o intuito de tal mecanismo não seria evitar uma tomada hostil de controle, mas sim, efetivamente, preservar a dispersão acionária da companhia. Além disso, entende como plenamente lícita a possibilidade de o estatuto da companhia excepcionar os acionistas integrantes do bloco de controle da aplicação da *Brazilian pill*, entendendo tal possibilidade como inerente à própria natureza de tais dispositivos.

De outra sorte, entende que seriam inválidas as cláusulas estatutárias que estabelecessem critérios irrealistas para a fixação do preço mínimo para realização da OPA, tendo em vista que não se poderia impedir, por completo, a qualquer chance de um novo investidor obter participação substancial na companhia – evento que poderia atender ao interesse da companhia -, o que configuraria, no particular, atendimento ao interesse particular dos acionistas controladores ou de outro determinado grupo de acionistas, conflitando com o interesse social e com o dos demais acionistas.<sup>57</sup>

### 3.4. Tipos de *Brazilian pills* estatutárias

Conforme relatado por Carvalhosa<sup>58</sup>, em seus comentários à Lei das S/A, passou-se a realizar a diferenciação entre dois tipos de *Brazilian pills* estatutárias que são majoritariamente utilizadas pelas companhias brasileiras.

A primeira diz respeito àquelas em que o gatilho da *Brazilian pill* se dá quando determinado acionista adquire, em bolsa ou em mercado de balcão organizado, um percentual previamente estipulado – que usualmente varia entre 10% e 35% das ações em circulação da referida companhia – e, uma vez atingido o percentual definido, se vê obrigado a lançar oferta para adquirir a totalidade das demais ações

---

<sup>57</sup> Conforme EIZIRIK, Nelson. **Direito Societário – Estudos e Pareceres**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 573.

<sup>58</sup> CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. 2º Volume**. arts. 75 a 137: Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações da Lei n. 12.431, de 24 de junho de 2011. 6a ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 634

da sociedade em circulação no mercado.<sup>59</sup> Tal divisão é também adotada por Eizirik e Henriques<sup>60</sup>:

*“De acordo com a primeira, o acionista ou grupo de acionistas que atingir participação superior a determinado limite expressamente previsto no estatuto social fica obrigado a realizar oferta pública para adquirir todas as demais ações de emissão da Companhia, pagando o valor estabelecido no próprio estatuto social, acrescido, normalmente, de um prêmio.”*

Já no segundo tipo, o acionista que alcançou determinado percentual de participação acionária, ao pretender elevar ainda mais sua participação, deve previamente comunicar (a) o diretor de relações com investidores da companhia, e (b) o diretor de leilões da BR, a fim de que se realize a aquisição das ações por meio do procedimento de leilão, dos quais poderiam participar a própria companhia, seus acionistas ou terceiros<sup>61</sup>, conforme também relatado por Eizirik e Henriques<sup>62</sup>:

*“A segunda modalidade de poison pill, por sua vez, estabelece a obrigação de o acionista ou grupo de acionistas que atingir participação superior a determinado limite estatutariamente previsto somente efetuar novas aquisições de ações de emissão da companhia por meio de leilão em bolsa de valores.”*

No estudo realizado por Gorga<sup>63</sup>, foi possível verificar que, à época da pesquisa, das 84 companhias listadas no Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 da B3, 47 possuíam *Brazilian pills* e, destas 47, 31 possuíam *Brazilian pills* do “tipo A”, 4

<sup>59</sup> Conforme CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. 2º Volume.** arts. 75 a 137: Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações da Lei n. 12.431, de 24 de junho de 2011. 6a ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 635

<sup>60</sup> EIZIRIK, Nelson; e HENRIQUES, Marcus de Freitas. A Legalidade das Poison Pills adotadas pelas Companhias Brasileiras in Cantidiano, Luis Leonardo; e Muniz, Igor. **Temas de Direito Bancário e do Mercado de Capitais.** Rio de Janeiro: Renovar, 2014. p. 68.

<sup>61</sup> CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. 2º Volume.** arts. 75 a 137: Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações da Lei n. 12.431, de 24 de junho de 2011. 6a ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 636

<sup>62</sup> EIZIRIK, Nelson; e HENRIQUES, Marcus de Freitas. A Legalidade das Poison Pills adotadas pelas Companhias Brasileiras in Cantidiano, Luis Leonardo; e Muniz, Igor. **Temas de Direito Bancário e do Mercado de Capitais.** Rio de Janeiro: Renovar, 2014. p. 68

<sup>63</sup> GORGA, Érica. **Changing the Paradigm of Stock Ownership: From Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries** (April 2008). 3rd Annual Conference on Empirical Legal Studies Papers. Disponível em SSRN <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1121037>> Acesso em 28 fev, 2019. Conforme Tabela 26, p. 103 e 104

companhias possuíam as pílulas do “tipo B”, e outras 12 possuíam cláusulas que combinavam elementos de ambos os tipos.

### 3.5. Penalidades impostas pela inobservância das *Brazilian pills*

Fato é que, uma vez que a *Brazilian pill* institui uma obrigação, deve-se, por consequência, entender as consequências resultantes da inobservância de tal disposição.

Nesse sentido, foi possível verificar, basicamente, duas modalidades de sanções ao acionista descumpridor da *Brazilian pill*. A primeira, consiste na suspensão dos direitos relativos às ações adquiridas em transgressão à *Brazilian pill*, cujos efeitos devem se dar somente após a convocação – a ser realizada pelo Conselho de Administração - de assembleia geral extraordinária (da qual, obviamente, o acionista infrator estaria impedido de votar) para deliberar tal medida. Esclarece-se, que tal suspensão, diz respeito somente às ações que excederem o percentual determinado pela *Brazilian pill*, preservando-se os direitos relativos às ações que antes possuía. Além disso, sujeita-se o acionista à indenização aos demais por eventuais prejuízos que sua conduta tenha causado<sup>64</sup>. Acerca desse penalidade consignam Eizirik e Henriques<sup>65</sup>:

*“Em regra, as poison pills são complementadas por uma disposição estatutária expressa no sentido de que, na hipótese de não ser cumprida a obrigação nelas previstas, poderá ser convocada Assembleia Geral, com fundamento no artigo 120 da Lei das S.A., para deliberar sobre a suspensão de direitos do acionista infrator, ficando este impedido de votar em tal Assembleia.*

*O artigo 120 da lei societária expressamente permite que a Assembleia Geral suspenda o ‘exercício dos direitos de acionista que deixar de cumprir obrigação imposta por lei ou pelo estatuto, cessando a suspensão logo que cumprida a obrigação’.*

*Ou seja, determinado acionista ou grupo de acionistas que adquira ações acima do limite estatutariamente previsto e não promova a oferta pública para aquisição das demais ações de*

<sup>64</sup> CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. 2º Volume.** arts. 75 a 137: Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações da Lei n. 12.431, de 24 de junho de 2011. 6a ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 637

<sup>65</sup> EIZIRIK, Nelson; e HENRIQUES, Marcus de Freitas. A Legalidade das *Poision Pills* adotadas pelas Companhias Brasileiras in Cantidiano, Luis Leonardo; e Muniz, Igor. **Temas de Direito Bancário e do Mercado de Capitais.** Rio de Janeiro: Renovar, 2014. p. 68-69.

*emissão da Companhia ou realize novas aquisições sem observar a obrigatoriedade para somente fazê-lo por meio de leilão em bolsa de valores, conforme o caso, estará descumprindo uma obrigação imposta pelo estatuto social. Consequentemente, será, em princípio, legítimo que os demais acionistas, em deliberação majoritária tomada em Assembleia Geral, aprovem a suspensão dos direitos decorrentes das ações de titularidade do acionista ou grupo infrator, especialmente o de voto.*

*No entanto, para que a aplicação da sanção prevista no artigo 120 da Lei das S.A. seja legítima, devem ser observadas determinadas regras que visam a preservar os interesses do acionista ou grupo de acionistas supostamente infrator, impedindo que a suspensão de seus direitos seja decidida de forma abusiva.*

*Assim, a suspensão de direitos somente pode ser deliberada em assembleia geral extraordinária, devendo a matéria constar da ordem do dia, com a indicação do nome do acionista acusado, para que ele possa comparecer e exercer o seu direito de defesa.”*

O segundo tipo, por sua vez, impõe penalidade ao acionista que votar pela supressão do dispositivo do estatuto social da companhia, independentemente do seu percentual de participação acionária, sanção esta que, manifestamente, traz fortes impactos aos acionistas que assim votarem<sup>66</sup> e, cuja ilegalidade será abordada no próximo tópico.

### 3.6 Cláusula pétrea estatutária

Outro ponto relacionado às *Brazilian pills* que se mostrou de alta relevância logo que as primeiras cláusulas começaram a surgir diz respeito às chamadas “cláusulas pétreas” estatutárias.

De início, conforme colocado por Francisco Müssnich e Vitor de Britto Lobão Melo<sup>67</sup>, faz-se a ressalva acerca da imprecisão terminológica adotada, visto que tais cláusulas não são objeto, propriamente, de vedação completa de sua supressão – tais

---

<sup>66</sup> Conforme CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. 2º Volume.** arts. 75 a 137: Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações da Lei n. 12.431, de 24 de junho de 2011. 6a ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 638

<sup>67</sup> MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; e MELO, Vitor de Britto Lobão. Análise Prática e Considerações sobre a Realidade e a Aplicações das Medidas de Proteção à Tomada Hostil de Controle nos Estatutos Sociais das Companhias Abertas Brasileiras (“*Brazilian Pills*”). in **Direito Societário – Estudos sobre a Lei de Sociedades por Ações.** (coord. COUTO SILVA, Alexandre). São Paulo: Saraiva, 2013. p. 266.

quais as cláusulas pétreas constitucionais, as quais possuem vedação expressa disposta no §4º do artigo 60 da Constituição Federal -, porém, como será exposto a seguir, impõe ônus substancial àqueles que assim o fizerem. De toda sorte, tendo em vista a consagração desse termo para se referir a tais cláusulas no âmbito societário, é utilizada tal nomenclatura.

As cláusulas pétreas eram, por vezes, combinadas com as *Brazilian pills*<sup>68</sup> e previam, em síntese, a obrigação de proceder a oferta pública de aquisição (ou outra obrigação desproporcionalmente onerosa) não apenas para aqueles que atingirem o percentual de participação considerado como relevante, mas também a imposição deste mesmo ônus àqueles que votassem favoravelmente à alteração ou remoção da respectiva cláusula em determinada Assembleia Geral<sup>69</sup>.

Claramente, tal expediente pretendia evitar que acionistas ou grupo de acionistas que se vissem na iminência de atingir o respectivo percentual colocassem em deliberação a remoção de tal cláusula como medida preparatória à aquisição das ações que lhes fizessem atingir o percentual aplicável, como forma de evitar a obrigatoriedade de realização de oferta pública de aquisições.

Contudo, vale ponderar, nesse aspecto, o dever de que o acionista vote no melhor interesse social, nos termos do *caput* art. 115 da Lei das S/A, abaixo transcrito:

*“Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou 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.”*

<sup>68</sup> Conforme EIZIRIK, Nelson; e HENRIQUES, Marcus de Freitas. **A Legalidade das *Poison Pills* adotadas pelas Companhias Brasileiras** in Cantidiano, Luis Leonardo; e Muniz, Igor. Temas de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Renovar, 2014. p. 70 e ss.

<sup>69</sup> Exemplificativamente, pode-se citar o Estatuto Social da Lojas Renner S.A., o qual ainda contempla cláusula pétreia em um de seus parágrafos: “*Artigo 40 - Qualquer pessoa ou Grupo de Acionistas que adquira ou se torne titular de ações de emissão da Companhia, em quantidade igual ou superior a 20% (vinte por cento) do total de ações de emissão da Companhia (“Acionista Comprador”) deverá, no prazo máximo de 60 (sessenta) dias a contar da data de aquisição ou do evento que resultou na titularidade de ações em quantidade igual ou superior a 20% (vinte por cento) do total de ações de emissão da Companhia, realizar ou solicitar o registro de, conforme o caso, uma OPA da totalidade das ações de emissão da Companhia, observando-se o disposto na regulamentação aplicável da CVM, os regulamentos da B3 e os termos deste Artigo. (...) Parágrafo 11 - A alteração que limite o direito dos acionistas à realização da OPA prevista neste Artigo ou a exclusão deste Artigo obrigará o(s) acionista(s) que tiver(em) votado a favor de tal alteração ou exclusão na deliberação em Assembleia Geral a realizar a OPA prevista neste Artigo.*” (grifos do autor) LOJAS RENNER S.A. Estatuto Social aprovado em AGE de 30.04.2019. Disponível em <[http://lojasrenner.mzweb.com.br/conteudo\\_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=21093](http://lojasrenner.mzweb.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=21093)>. Acesso em 23 mai, 2019.

Conforme vê-se acima, o art. 115 impõe ao acionista o dever de exercer seu direito de voto no melhor interesse social, de maneira que, havendo qualquer conflito entre seu interesse enquanto acionista da sociedade e seu interesse individual como terceiro, deve prosperar o primeiro<sup>70</sup>, sob pena de entender-se tal voto como abusivo.

Dessa forma, a consequência direta do estabelecimento de cláusula pétreia em estatuto social era que o acionista tivesse seu direito de voto vinculado a uma obriga o posterior de emissão de oferta, o que, invariavelmente, colocaria em conflito (i) o seu interesse como acionista da sociedade - i.e. de votar em seu melhor interesse -, e (ii) o seu interesse individual – de não se ver obrigado a realizar oferta pública de aquisi o de a es, a qual, no mais das vezes, sua situa o econ mica não comportaria.

Müssnich e Melo<sup>71</sup> chegam a mencionar, ainda, que tais obriga es poderiam ser consideradas como de cumprimento impossível, na medida em que possivelmente, ao menos parte de seus destinatários seriam cidadãos integrantes de famílias da classe média brasileira, que, por óbvio, não teriam condi es de formular oferta para aquisi o de todo o restante do capital social, ainda que tal obriga o fosse proporcionalizada aos demais acionistas que tivessem manifestado seu voto favorável   remo o de tal cláusula. Dessa forma, entendem que, sendo tal cláusula de cumprimento impossível, esta seria nula.

Soma-se a esse argumento o fato de que tal dispositivo, na prática, inviabilizaria qualquer tentativa de supressão da *Brazilian pill*, eternizando, assim, a pílula de veneno no estatuto da companhia, o que conflitaria com o fato de que a assembleia geral, nos termos da lei societária,   o órgão soberano para a decisão de quaisquer

---

<sup>70</sup> EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada. Volume II** - 2a Edi o Revista e Ampliada. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 115.

<sup>71</sup> MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; e MELO, Vitor de Britto Lobão. Análise Prática e Considera es sobre a Realidade e a Aplica es das Medidas de Prote o   Tomada Hostil de Controle nos Estatutos Sociais das Companhias Abertas Brasileiras ("*Brazilian Pills*"). in **Direito Societário – Estudos sobre a Lei de Sociedades por A es**. (coord. COUTO SILVA, Alexandre). São Paulo: Saraiva, 2013. p. 266.



matérias, inclusive a alteração e reforma de seu estatuto<sup>72</sup>, conforme é disposto nos arts. 121, *caput*, 122, I e 129, *caput*, da Lei das S/A<sup>73</sup>.

Carvalhosa e Kuyven<sup>74</sup>, ao comentarem o extremismo das *Brazilian pills* também aludem ao duro castigo que são submetidos os acionistas que votassem favoravelmente à remoção destes dispositivos:

*“Outra característica das poison pills brasileiras é a previsão de punições muito severas aos acionistas que, mesmo no interesse social, votarem pela alteração ou exclusão de tais cláusulas do estatuto social. A punição consiste geralmente na obrigação de os acionistas que votaram a favor da alteração ou da exclusão da poison pill realizarem uma OPA direcionada a todas as ações de emissão da companhia.*

*Trata-se, claramente, de uma disposição ilícita, que deve ser considerada não escrita. Além de inviabilizar qualquer tentativa de alteração das referidas poison pills, essa medida viola princípios basilares do Direito Societário, a saber, direito de livremente votar em favor do interesse social, autonomia privada, liberdade dos acionistas de estipular as normas aplicáveis às suas relações, prevalência da decisão da maioria dos acionistas, e supremacia da Assembleia Geral para a tomada das decisões mais importantes para a companhia, o que inclui, por óbvio, a reforma do estatuto social.*

*A propósito, a CVM, no Parecer de Orientação 36/2009, manifestou sua posição de não punir administrativamente os acionistas que votarem pela supressão ou alteração de poison pill, ainda que não realizem a OPA prevista no estatuto social.”*

<sup>72</sup> Conforme indica Nelson Eizirik em seus comentários ao art. 121: “A assembleia geral constitui o órgão máximo da companhia, de caráter exclusivamente deliberativo, que reúne todos os acionistas, com ou sem direito a voto ou com voto restrito. Trata-se, a assembleia, do locus no qual o acionista pode exercer o direito de voz e voto. 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”. EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada. Volume II** - 2a Edição Revista e Ampliada. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 300.

<sup>73</sup> “Art. 121. A assembleia-geral, convocada e instalada de acordo com a lei e o estatuto, tem poderes para decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento. (...)”

Art. 122. Compete privativamente à assembleia geral: I - reformar o estatuto social; (...)

Art. 129. As deliberações da assembleia-geral, ressalvadas as exceções previstas em lei, serão tomadas por maioria absoluta de votos, não se computando os votos em branco.” BRASIL. Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Palácio do Planalto Presidência da República**, Brasília, DF, 15 dez. 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm)>. Acesso em 11 fev. 2019.

<sup>74</sup> CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Fernando. **Sociedades Anônimas**. – 2 ed. rev. atual. e ampl. (Coleção tratado de direito empresarial, v. 3. coordenação Modesto Carvalhosa). São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2018. p. 699.

Por tais argumentos, a validade de tais dispositivos passou a ser objeto de duras críticas e, em resposta a tal prática, após abertura de audiência pública relacionada a tal tópico, a Comissão de Valores Mobiliários emitiu, em 23 de junho de 2009, o Parecer de Orientação n.º 36<sup>75</sup>, pelo qual indicou que tais dispositivos não seriam compatíveis com diversos princípios e normas da legislação societária, em especial os previstos nos arts. 115, 121, 122, I e 129 da Lei das S/A, bem como que não aplicaria qualquer penalidade aos acionistas que votassem pela alteração ou remoção de tais dispositivos.

Não obstante esse posicionamento, Andrichi e Riva<sup>76</sup> ponderam que a simples proibição de utilização de cláusulas pétreas pelas companhias ainda não configura o modelo ideal, na medida em que permanece a possibilidade de que os acionistas fiquem submetidos ao julgamento arbitrário da administração da companhia, cujo interesse na continuidade de uma determinada oferta hostil poderia conflitar com o interesse da própria companhia e de seus acionistas. Ademais, tal regime não impossibilitaria por completo a submissão de ofertas hostis por terceiros, ao passo que seria possível que eventual ofertante formalize a OPA em total conformidade com os parâmetros do estatuto social da companhia, e, mesmo assim, os acionistas a rejeitassem.

---

<sup>75</sup> Em seu original: “PARECER DE ORIENTAÇÃO Nº 036, DE 23 DE JUNHO DE 2009.

*Disposições estatutárias que impõem ônus a acionistas que votarem favoravelmente à supressão de cláusula de proteção à dispersão acionária.*

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

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

*A CVM entende que a aplicação concreta dessas disposições acessórias não se compatibiliza com diversos princípios e normas da legislação societária em vigor, em especial os previstos nos arts. 115, 121, 122, I, e 129 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.*

*Por esse motivo, a CVM não aplicará penalidades, em processos administrativos sancionadores, aos acionistas que, nos termos da legislação em vigor, votarem pela supressão ou alteração da cláusula de proteção à dispersão acionária, ainda que não realizem a oferta pública prevista na disposição acessória.*

Aprovado pelo Colegiado em reunião do dia 23 de junho de 2009.” COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Parecer de Orientação CVM 36/2009**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare036.html>>. Acesso em 22 mar. 2019.

<sup>76</sup> ANDRIGHI, Fátima Nancy; RIVA, Laura Regina da. Oferta Hostil e *Poison Pills*. in **Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais** (coord. WALD, Arnoldo; GONÇALVES, Fernando; SOARES DE CASTRO, Moema Augusta; org. FREITAS, Bernardo Vianna; CARVALHO, Mário Tavernard Martins de). São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 337.

De toda sorte, Seabra<sup>77</sup> aponta que o posicionamento da CVM, na prática, teve como consequência apenas a adoção por 9% das companhias que, à época da emissão do parecer possuíam *Brazilian pills* em seus estatutos e os adequaram para fins de conformidade com os termos do parecer, o que, na sua visão teria sido realizado no contexto de alguma motivação específica. Assinala, ainda, que em que pese a instrução categórica da CVM no sentido de que não importaria qualquer punição aos acionistas que votassem favoravelmente à exclusão de cláusula pétrea – e em que pese o poder de fiscalização e de controle de mercados por ela exercido – suas decisões não teriam um caráter definitivo, haja vista que poderiam ser objeto de questionamentos no âmbito do poder judiciário ou arbitral, fato que, invariavelmente, acaba coibindo a remoção destes dispositivos por quem pretenda escalar sua participação ao patamar considerado relevante em determinada companhia.

### 3.7. A OPA30

No contexto da inclusão de *Brazilian pills* pelas companhias brasileiras, a B3 propôs, em duas oportunidades, a inclusão de dispositivo no regulamento do segmento do Novo Mercado que padronizasse a realização de OPA por aquisição de participação relevante, tendo tal proposição sido negada, em ambos os casos, pelas companhias integrantes do referido segmento.

Em 2010, ocasião em que foi colocada em votação a proposta de obrigatoriedade – no âmbito do segmento do novo mercado - de realização de OPA para os acionistas que atingissem 30% do capital social da sociedade, 60 das companhias aptas a votar rejeitaram a proposta, o dobro das companhias favoráveis, com 15 abstenções<sup>78</sup>:

---

<sup>77</sup> SEABRA, Luiz Flávio Oliveira. **Poison Pills Brasileiras Após o PO 36/2009 da CVM: Mudança de Paradigmas** in Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, 3a Edição (coord. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; EIZIRIK, Nelson). São Paulo: Almedina, 2016. p. 76; 80 e 81.

<sup>78</sup> ÁVILA, Marília; YOKOI, Yuki. **O Gol Perdido**. Capital Aberto, ed. 86, 1º de outubro de 2010. Disponível em <<https://capitalaberto.com.br/temas/o-gol-perdido/>> Acesso em 22 mar, 2019

Tabela I - Reforma de 2010: Votação de Inclusão da OPA30

<u>Votos</u>	<u>OPA por aquisição de participação relevante</u>
<b>Favoráveis</b>	30
<b>Contrários</b>	60
<b>Abstenções</b>	15

Fonte: ÁVILA, YOKIO (2010)

Carvalhosa<sup>79</sup>, ao mencionar o histórico referente à reforma do regulamento do Novo Mercado ocorrida em 2010, relata que, por ocasião da audiência restrita ocorrida à época, as companhias então integrantes do segmento assentiram parcialmente com a proposta de alteração, aprovando a vedação à aplicação de cláusulas de *poison pills* pelas companhias que viessem a ingressar o segmento.

Cumpra esclarecer que, para fins da proposta realizada pela B3 [à época BM&FBOVESPA], considerou-se como *poison pills* as cláusulas que (a) impunham uma obrigação que não tivesse qualquer justificativa econômica; (b) que configurassem um legítimo impedimento à maior participação de acionista nas decisões e à mudança da administração da companhia e/ou (c) não fossem aplicáveis indistintamente a todos os acionistas da companhia, as quais foram objeto de crítica e desaprovação por parte da B3, em especial tendo em vista que as ofertas públicas resultantes de tais dispositivos seriam feitas a valores substancialmente acima do valor de mercado das ações, com prêmios que, invariavelmente, inviabilizariam tais operações. De outra sorte, os participantes rejeitaram a oferta pública obrigatória por aqueles que atingissem o percentual de 30% do capital social da companhia, a chamada OPA30, essa, por sua vez, recomendada pela B3.

Já no sufrágio mais recente, verificou-se o apoio de 46 companhias para a inclusão da compulsoriedade de inserção de disposto que obrigasse a realização de OPA por aqueles que atingissem determinado percentual estabelecido pela companhia, o qual poderia variar entre 20% e 30%. Contudo, 52 companhias foram contrárias a tal implantação, havendo ainda 31 abstenções.

<sup>79</sup> CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. 2º Volume.** arts. 75 a 137: Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações da Lei n. 12.431, de 24 de junho de 2011. 6a ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 643

Tabela II - Reforma de 2017: Votação de Inclusão da OPA30<sup>80</sup>:

<u>Votos</u>	<u>OPA por aquisição de participação relevante</u>
<b>Favoráveis</b>	46
<b>Contrários</b>	52
<b>Abstenções</b>	31

Fonte: CVM (2017)

Dessa forma, em que pese ter havido a negativa por parte dos participantes do novo mercado quanto à inclusão de tal dispositivo, é possível constatar que a diferença entre votos favoráveis e contrários reduziu substancialmente entre a primeira votação e a segunda, de modo que é possível conjecturar que tal resolução seja novamente posta em deliberação em eventual próxima reforma do novo mercado.

### 3.8. *Brazilian pills* como instrumento de governança corporativa

Paralelo ao esforço da B3 no sentido de substituir as *Brazilian pills*, anteriormente percebidas pelas cláusulas de OPA30, é possível verificar o esforço de entidades relacionadas a boas práticas de governança corporativa no âmbito do mercado de capitais no sentido de indicar a possibilidade da adoção de cláusulas que visem proteger a dispersão acionária, bem como indicar os termos que entendem adequados quando dessa adoção. Dentre tais entidades, abordaremos o que tratam duas entidades com maior relevância atualmente: o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa e o Comitê de Aquisições e Fusões.

O IBGC – instituto voltado à contribuição para melhores práticas em governança corporativa – na atual versão de seu código de melhores práticas<sup>81</sup>, indica que as *poison pills* devem ter como finalidade mor a prevenção à tomada de controle de determinada companhia aberta em decorrência de uma instabilidade temporária

<sup>80</sup> Conforme COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Memorando n.º 15/2017-CVM/SMI**. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2017/20170905/0791.pdf>>. Acesso em 22 mar. 2019.

<sup>81</sup> Ressalta-se que o Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC não é, obviamente, um modelo rígido e vinculativo de boas práticas de governança, porém representa uma referência de consulta, em especial para os seus associados, conforme é indicado, inclusive, em suas premissas: “Este Código não tem o intuito de ser um modelo rígido de boas práticas de governança, mas sim uma referência de consulta visando a uma reflexão e aplicação em cada caso, sempre levando em conta o arcabouço regulatório (compulsório e facultativo) a que a organização está submetida. Não se trata de um conjunto de práticas a ser adotado exaustiva e mecanicamente.” INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 5.ed. / Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. - São Paulo: IBGC, 2015.

no valor de suas ações, haja vista que tal fato pode ameaçar a perspectiva de longo prazo da companhia e ter como consequência prejuízo econômico aos acionistas de tal companhia.

Nesse sentido, quando tais mecanismos são adotados, estes teriam por objetivo permitir que os administradores da companhia possam prospectar termos e/ou propostas mais vantajosas para a companhia, no melhor interesse de todos os acionistas.

Com relação à possibilidade de companhias com controlador definido utilizarem de tal mecanismo, o código<sup>82</sup> do IBGC é categórico ao mencionar tal impossibilidade:

*“Companhias com acionista controlador definido não devem usar esses mecanismos, pois, nesse caso, eles não cumprem tal finalidade. Em hipótese nenhuma as poison pills devem extrapolar seu objetivo legítimo em função das ineficiências decorrentes da indevida perpetuação no poder do acionista controlador.”*

Mais que isso, o código do IBGC ainda estabelece que a adoção de tais dispositivos deve ser realizada com cautela, de modo que não se criem dificuldades exacerbadas para o acúmulo de posição acionária relevante.

Da mesma forma, é incluída a recomendação de que tais mecanismos não estabeleçam critérios absolutos para a definição do preço da OPA, em especial a inserção de prêmios excessivos em comparação com o valor de mercado e/ou econômico das respectivas ações.

Ademais, corroborando os termos do já mencionado Parecer de Orientação CVM 36, há também a oposição a utilização das chamadas cláusulas pétreas em tais dispositivos, recomendando-se, expressamente, a possibilidade de que a assembleia geral possa aceitar os termos de eventual OPA ou, então, afastar a aplicação do dispositivo, caso entendam que tal afastamento vai ao encontro dos melhores interesses da companhia<sup>83</sup>:

---

<sup>82</sup> INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 5.ed. / Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. - São Paulo: IBGC, 2015. p. 26

<sup>83</sup> INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 5.ed. / Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. - São Paulo: IBGC, 2015. p. 27

*“Não devem ser utilizadas cláusulas que inviabilizem a remoção do mecanismo do estatuto/contrato social, as chamadas “cláusulas pétreas”. Recomenda-se, ao contrário, que o estatuto/contrato social confira aos acionistas, reunidos em assembleia geral, o poder de aceitar alterações nas condições da oferta pública de aquisição de ações (OPA) ou de dispensar a obrigação de realização da oferta.”*

Além do Código, vale mencionar também a Carta Diretriz n.º 2, também divulgada pelo IBGC que, embora não tão recente quanto a última versão do Código, traz importantes parâmetros relacionados à utilização de mecanismos de proteção à dispersão acionária do ponto de vista de governança corporativa e a percepção dos participantes do mercado acerca de tais dispositivos, relatando a percepção favorável às *Brazilian pills* com base nos seguintes argumentos<sup>84</sup>:

*“(i) necessidade de os acionistas prevenirem uma tomada de controle motivada por oscilação momentânea no preço das ações, que não esteja amparada pela perda de fundamentos pela companhia. Nesta hipótese, os projetos em longo prazo, que criam valor para os seus acionistas, estariam sob o risco de apropriação por terceiro adquirente ou de interrupção a favor de outros projetos, por vezes em curto prazo, o que levaria à expropriação de todos os acionistas;*

*(ii) necessidade de os acionistas mitigarem os riscos associados à pressão excessiva sobre a administração da companhia para evitarem a perda do controle. Neste caso, a gestão eficiente dos projetos e a existência de projetos de qualidade, que geram valor para os acionistas no longo prazo, seriam colocadas sob risco, a favor de projetos de qualidade inferior, destinados a evitar a piora nos indicadores, em curto prazo, da companhia e a tomada de controle por terceiros;*

*(iii) necessidade de os acionistas assegurarem uma participação proporcional no eventual prêmio pago pelo controle da companhia nas aquisições de controle originárias ou nas quais seja difícil caracterizar a alienação de controle. Nesta hipótese, os acionistas buscariam estabelecer os parâmetros de prêmio e parcela controladora estatutariamente;*

*(iv) necessidade de reduzir a pressão sobre aqueles acionistas que, mesmo não concordando com o valor ofertado, seriam constrangidos a transferir suas ações por receio de elas perderem fundamentos na nova estrutura e ter de aliená-las futuramente por valor ainda mais baixo.”*

---

<sup>84</sup> INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Mecanismos de defesa à tomada de controle** (Série Carta Diretriz, 2). / Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo: IBGC, 2009. p. 13 e 14

Como contraponto, foram listados como argumentos contrários às *Brazilian pills* os seguintes:

*“(i) necessidade de os acionistas proporcionarem incentivo aos administradores para a gestão eficiente dos ativos sociais. Neste caso, o mecanismo de defesa de tomada do controle suprimiria o incentivo aos administradores para que empreguem seus melhores esforços na alocação eficiente dos ativos sociais, verificado quando os administradores se encontram diante da perspectiva da tomada de controle por adquirente que entenda que a substituição da administração tornaria a companhia mais eficiente. Igualmente, a hipótese atuaria como incentivo à redução do “conflito de agência” e perpetuação do controle não amparada nos benefícios proporcionados pelos administradores aos acionistas;*

*(ii) necessidade de os acionistas reduzirem os custos para o redirecionamento da companhia em direção a uma gestão mais eficiente. Nesta hipótese, potenciais adquirentes, capazes de criar valor para os acionistas por meio de ganhos de gestão, sinergia ou escala, para citar os exemplos mais comuns, seriam desestimulados a fazê-lo, em virtude do elevado custo para a aquisição do controle da companhia imposto pelo mecanismo de defesa;*

*(iii) necessidade de os acionistas ampliarem a liquidez e o mercado de negociação de suas ações. Nesta hipótese, a atratividade das ações de emissão de companhias cujo estatuto social contém o mecanismo de defesa à tomada de controle seria reduzida a favor de ações de companhias sem a restrição estatutária.”*

Dessa forma, já àquela época, o IBGC recomendou às companhias que avaliassem o custo-benefício da manutenção de cláusulas de proteção à dispersão acionária em seus estatutos e suas características, trazendo atenção especial ao percentual a ser adotado, aos critérios de precificação e condições de gatilho. Da mesma forma, desaconselhou a manutenção das cláusulas pétreas, orientando que estas fossem removidas dos estatutos das companhias que contivessem tal dispositivo.

O CAF, por sua vez, corresponde a um painel que visa garantir que operações de OPAs e de procedimentos de reorganização societária envolvendo companhias



submetidas ao comitê se deem de forma equitativas aos seus acionistas<sup>85</sup>, estabelecendo, para tanto, regras específicas em seu código de autorregulação<sup>86</sup>.

No que concerne a proposta de redação trazida pelo CAF, há a indicação da obrigatoriedade de realização de OPA por acionista que atingir determinado percentual considerado como relevante, não pontuando o CAF nenhum parâmetro, mínimo ou máximo, para o estabelecimento do respectivo percentual, estabelecendo, contudo, o procedimento e prazos para a realização da OPA

Com relação ao preço a ser adotado na OPA, optou-se pela utilização do maior preço pago pelo ofertante pela aquisição de ações com direito à voto da companhia nos 12 meses que antecederam o atingimento do percentual de participação acionária considerado como relevante, observado ajuste em decorrência de eventos societários, tais como distribuição de dividendos e juros sobre capital próprio, grupamentos e desdobramentos de ações e bonificações, ressalvada a possibilidade de, mediante prévia solicitação e a seu exclusivo critério, o CAF determinar a adoção de um preço mínimo, considerando situações específicas de mercado, tais como a ocorrência de evento que reduza substancialmente o valor patrimonial das ações da referida companhias, queda considerável dos índices de preços da bolsa em que as ações são negociadas, nem como a queda ou volatilidade acentuada da cotação em bolsa de valores das ações de emissão da companhia.<sup>87</sup>

Nessa hipótese, contudo, caso o preço determinado pelo CAF seja mais elevado, haveria a faculdade de o ofertante, alternativamente à realização da OPA, alienar o excedente de sua participação nos três meses que sucederem a determinação do novo preço pelo CAF.

Ademais, o código excepciona, dentre outros casos, a obrigação de OPA nos casos em que a companhia já continha, na sua base acionária, acionista com participação acionária acima de 50% de seu capital, o que se mostra, obviamente,

---

<sup>85</sup> ENNES, Juliana. BM&FBovespa formaliza criação do Comitê de Aquisições e Fusões. **Valor Econômico**, 27 jun. 2012. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/empresas/2730544/bmfbovespa-formaliza-criacao-do-comite-de-aquisicoes-e-fusoes>>. Acesso em 01 jun. 2019.

<sup>86</sup> COMITÊ DE AQUISIÇÕES E FUSÕES. **Código de Autorregulação de Aquisições e Fusões**. Disponível em: <<http://cafbrasil.org.br/site/wp-content/uploads/2016/11/Codigo-CAF-versao-limpa-30-nov-2016.pdf>>. Acesso em 13 mar, 2019.

<sup>87</sup> Conforme o art. 65, § 4º do Código de Autorregulação COMITÊ DE AQUISIÇÕES E FUSÕES. **Código de Autorregulação de Aquisições e Fusões**. Disponível em: <<http://cafbrasil.org.br/site/wp-content/uploads/2016/11/Codigo-CAF-versao-limpa-30-nov-2016.pdf>>. Acesso em 13 mar, 2019.

apropriado, haja vista que seria descabido impor a um acionista minoritário tamanho ônus considerando a existência de acionista controlador da companhia.

Assim, percebe-se que a utilização dos dispositivos de proteção à dispersão acionária pode representar, efetivamente, uma útil ferramenta a fim de aprimorar a governança corporativa de companhias de capital aberto, devendo tais mecanismos, contudo, ser desenhados levando-se em conta a conjuntura macroeconômica e específica da companhia, a fim de que seja determinado um percentual de gatilho que faça sentido dada a disposição acionária da companhia existente quando da inclusão da cláusula, critérios de preço da OPA que representem um valor equitativo e não se mostrem como um ônus excessivo imposto ao ofertante, bem como que seja possível que a assembleia geral possa, efetivamente, afastar a aplicação de tal dispositivo, caso entenda que tal conduta represente o melhor interesse da companhia.

#### 4. IMPEDIMENTO DE VOTO NA INCLUSÃO DE BRAZILIAN PILL EM COMPANHIAS COM CAPITAL DISPERSO

O art. 115<sup>88</sup> da Lei das S/A trata da obrigação imposta aos acionistas para que exerçam seu direito de voto no melhor interesse da companhia, indicando, portanto, a abusividade dos votos exercidos com o fim de causar dano à companhia ou na hipótese de conflito de interesses entre o acionista e a companhia.

Nesse contexto, seu § 1º dispõe que o acionista não poderá votar nas deliberações (a) relativas ao laudo de avaliação de bens que concorrer para a formação do capital social; (b) relativas à aprovação de suas contas como administrador; (c) que possam lhe beneficiar de maneira particular ou (d) que tenha interesse conflitante com o da companhia.

As duas primeiras tratam, efetivamente, de situações mais específicas da rotina societária de uma companhia em que o legislador conseguiu antever uma situação de conflito e, expressamente, dispôs acerca do impedimento de voto do acionista e. As outras duas, contudo, se mostram situações “coringa” nas quais se faz necessário avaliar a situação concreta para fins de enquadramento e consequente vedação.

O benefício particular, conforme menciona Eizirik<sup>89</sup>, corresponde “*àquele que atende ao interesse do acionista distinto dos interesses dos demais*”.

Por sua vez, o conflito de interesses diz respeito aos casos em que o acionista se vê, no contexto de uma deliberação específica, diante de dois interesses

---

<sup>88</sup> Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou 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.

§ 1º O acionista não poderá votar nas deliberações da assembléia-geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador, nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia.

§ 2º Se todos os subscritores forem condôminos de bem com que concorreram para a formação do capital social, poderão aprovar o laudo, sem prejuízo da responsabilidade de que trata o § 6º do artigo 8º.

§ 3º o acionista responde pelos danos causados pelo exercício abusivo do direito de voto, ainda que seu voto não haja prevalecido.

§ 4º A deliberação tomada em decorrência do voto de acionista que tem interesse conflitante com o da companhia é anulável; o acionista responderá pelos danos causados e será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que tiver auferido. BRASIL. Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Palácio do Planalto Presidência da República**, Brasília, DF, 15 dez. 1940. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm)>. Acesso em 11 fev. 2019.

<sup>89</sup> EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada. Volume II** - 2ª Edição Revista e Ampliada. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 215

heterogêneos: o seu como indivíduo, e o seu como acionista dotado da obrigação de votar no melhor interesse da companhia<sup>90</sup>. Acerca dessa vedação, Carvalhosa<sup>91</sup> entende que tal vedação corresponde a questão estritamente formal, ou seja, que independeria da verificação de efeitos ilícitos decorrentes do voto. De outra sorte, Eizirik<sup>92</sup> e outros autores, são favoráveis à teoria do “conflito material” ou “substancial”, no sentido de que seria necessário analisar o mérito relativo à deliberação para fins de determinação de efetivo conflito com o interesse social.

Nesse contexto coloca-se a questão da inclusão de *Brazilian pills* em companhias com capital disperso e de eventual conflito de interesses dos acionistas detentores do controle minoritário da referida companhia, haja vista que a inclusão do dispositivo poderia lhe favorecer de maneira individual, estabilizando-o no controle da companhia.

Ressalta-se que cabe à CVM, no tocante às companhias abertas, declarar os atos e práticas e condutas abusivas eventualmente realizados por acionista no exercício de seu respectivo direito a voto<sup>93</sup>.

Dessa forma, passaremos a analisar dois recentes casos nos quais a CVM foi instada a se manifestar acerca da legalidade ou abusividade do exercício de voto por acionistas detentores do controle de companhia, em deliberações que tinham por objeto a inclusão de *Brazilian pills* em seus respectivos estatutos.

#### 4.1. Caso GPC Participações S.A. - Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ2014/0591<sup>94</sup>

O referido Processo Administrativo Sancionador consistiu na acusação de 15 pessoas físicas, as quais, na qualidade de acionistas e/ou administradores da

<sup>90</sup> Conforme EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada. Volume II** - 2ª Edição Revista e Ampliada. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 220-221

<sup>91</sup> CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. 2º Volume**. arts. 75 a 137: Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações da Lei n. 12.431, de 24 de junho de 2011. 6a ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 537-538

<sup>92</sup> EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada. Volume II** - 2ª Edição Revista e Ampliada. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 218-220

<sup>93</sup> Conforme CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. 2º Volume**. arts. 75 a 137: Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações da Lei n. 12.431, de 24 de junho de 2011. 6a ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 542

<sup>94</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Extrato da Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ2014/0591**. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2016/20160927\\_PAS\\_RJ2014591.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2016/20160927_PAS_RJ2014591.pdf)>. Acesso em 23 mai, 2019.

companhia GPC Participações S.A. (GPC), votaram de maneira favorável à inclusão, no estatuto social da dita companhia, de cláusula que previa a obrigação de realização de OPA por acionista que atingisse o percentual de 40% das ações representativas do capital da companhia<sup>95</sup>.

Os acusados – predominantemente membros da mesma família - eram, à época da ocorrência dos fatos, integrantes de grupo de acionistas vinculados por acordo de acionistas, e detentores, em conjunto, de 37,63% do capital social da companhia, detentores, portanto, de seu controle minoritário.

No contexto de procedimento de recuperação judicial requerido pela GPC, percebeu-se substancial valorização dos papéis de emissão da companhia e paulatina aquisição de participação por determinados acionistas não integrante do grupo de controle mencionado acima.

Na sequência, verificou-se a proposição, pelo Conselho de Administração, de determinadas alterações ao estatuto social da companhia, dentre elas a inclusão da *Brazilian pill* acima mencionada, a qual teria por objetivo dificultar a formação de grupo de acionistas com participação superior à do grupo de controle formado pelos acusados.

Pois então, a assembleia geral, realizada na data de 10.10.2013, aprovou a proposição do conselho de administração em sua integralidade, computando-se os votos proferidos pelos integrantes do grupo de controle.

---

<sup>95</sup> Conforme indicado nos autos do PAS/CVM, a cláusula pretendida consistia basicamente nos seguintes aspectos: “a) qualquer pessoa ou grupo de pessoas que adquira ou se torne titular de ações representativas de 40% do capital social da GPC está obrigada a realizar uma OPA para a aquisição da totalidade das ações emitidas pela Companhia; b) o preço por ação a ser ofertado deverá ser o maior entre (i) o valor econômico, apurado por empresa especializada escolhida em assembleia geral, acrescido de prêmio de 25%; (ii) 125% do preço de emissão em aumentos de capital ou distribuições públicas nos 24 meses precedentes, atualizados pelo IGP-M; (iii) 125% do valor do patrimônio líquido a preços de mercado na data em que a oferta se tornar obrigatória; (iv) 125% da cotação unitária média nos 15 pregões precedentes; e (v) R\$1,00, corrigido pelo IPCA desde a data em que a oferta tornou-se obrigatória; c) sujeitam-se à incidência dessa regra os aumentos de participação, direta ou indireta, incluindo, mas não se limitando a, (i) subscrição de ações em aumentos de capital e (ii) constituição de quaisquer direitos sobre as ações; d) serão excepcionadas da obrigação de realizar oferta apenas hipóteses de (i) sucessão legal; (ii) incorporação de ações ou de companhias; e (iii) alienação de controle, a qual será regida pelo art. 254-A da Lei 6.404/76; e) o acionista responsável deverá solicitar o registro da oferta pública de aquisição em até 30 dias do evento que a ensejou, sob pena de suspensão de seus direitos, sem prejuízo de eventual reparação de perdas e danos causados aos demais acionistas e f) sem prejuízo da realização da oferta pública, o acionista que atingir participação superior a 40% deverá indenizar os acionistas de quem tenha adquirido ações nos 12 meses precedentes pelo montante correspondente à diferença entre o preço da oferta e o preço que lhes tenha pago, atualizado pelo IGP-M.” COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Extrato da Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ2014/0591**. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2016/20160927\\_PAS\\_RJ2014591.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2016/20160927_PAS_RJ2014591.pdf)>. Acesso em 23 mai, 2019.

Não obstante, determinados acionistas manifestaram sua oposição ao ocorrido, na medida em que entenderam, dentre outros aspectos, (a) que a inclusão da *Brazilian pill* se prestaria, exclusivamente, a atender os interesses dos acionistas controladores; (b) que a inclusão da OPA limitaria a possibilidade de obtenção de recursos pela companhia, impossibilitando, inclusive, que credores capitalizassem seus créditos, operação comumente realizada em companhias em recuperação judicial; (c) as exceções estabelecidas à obrigatoriedade de realização da OPA também privilegiariam a família controladora; (d) a violação ao art. 36 da Lei das S/A<sup>96</sup>, por limitar a circulação de ações; (e) a arbitrariedade do valor mínimo estabelecido, o qual não guardaria qualquer correlação com o valor de mercado, patrimonial ou contábil das ações; (f) a inexecutibilidade da obrigação de extensão da OPA àqueles que alienaram suas participações nos 12 meses anteriores ao atingimento da participação; (g) a inexecutibilidade do prazo de 30 dias para registro da OPA; (h) o tratamento desigual entre os controladores – sujeitos aos termos do art. 254-A da Lei das S/A<sup>97</sup> – e os demais acionistas - que estariam sujeitos à realização da OPA nos termos da *Brazilian pill* – ao alienarem um número próximo de ações; e, por fim, (i) o casuísmo

<sup>96</sup> “Art. 36. O estatuto da companhia fechada pode impor limitações à circulação das ações nominativas, contanto que regule minuciosamente tais limitações e não impeça a negociação, nem sujeite o acionista ao arbítrio dos órgãos de administração da companhia ou da maioria dos acionistas.

Parágrafo único. A limitação à circulação criada por alteração estatutária somente se aplicará às ações cujos titulares com ela expressamente concordarem, mediante pedido de averbação no livro de “Registro de Ações Nominativas”. BRASIL. Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Palácio do Planalto Presidência da República**, Brasília, DF, 15 dez. 1940. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm)>. Acesso em 11 fev. 2019.

<sup>97</sup> “Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se 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.

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

§ 2º A Comissão de Valores Mobiliários autorizará a alienação de controle de que trata o caput, desde que verificado que as condições da oferta pública atendem aos requisitos legais.

§ 3º Compete à Comissão de Valores Mobiliários estabelecer normas a serem observadas na oferta pública de que trata o caput.

§ 4º O adquirente do controle acionário de companhia aberta poderá oferecer aos acionistas minoritários a opção de permanecer na companhia, mediante o pagamento de um prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle.” BRASIL. Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Palácio do Planalto Presidência da República**, Brasília, DF, 15 dez. 1940. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm)>. Acesso em 11 fev. 2019.

de tal inclusão, visto que os controladores seriam os únicos detentores de participação superior a 40%.

Por sua vez, a acusação argumentou que a inclusão da *Brazilian pill* no estatuto social geraria, de fato, efeitos assimétricos aos acionistas, ao passo que o grupo controlador ficaria em situação confortável com relação à formação de grupo que pudesse lhe fazer frente, enquanto os demais acionistas se veriam desprovidos da possibilidade de vender suas respectivas participações a quem tivesse interesse de assumir o controle da companhia.

Assim, concluiu a acusação pela ilegalidade da inclusão da *Brazilian pill*, considerada desarrazoada e desproporcional, entregando benefício aos acionistas controladores em detrimento dos demais, requerendo, portanto, a responsabilização dos acusados.

Já os acusados, em síntese, aduziram que as alterações propostas teriam o fito exclusivo de fortalecer a companhia, de maneira a propiciar uma melhor condução e estabilização de sua administração durante o período de recuperação judicial, protegendo os interesses dos acionistas minoritários e também incentivando a preservação da dispersão acionária, de modo que eventual tomada de controle da companhia pudesse ser favorável à totalidade de seus acionistas.

Ademais, afirmam que a alegação de conflito de interesses deveria estar respaldada em comprovação de que tal voto teria sido exercido em seu exclusivo benefício e causado danos à companhia e/ou a outros acionistas.

O Diretor-relator, Roberto Tadeu Antunes Fernandes, em seu voto - o qual foi seguido pelos demais diretores -, entendeu que a intenção principal demonstrada pelos acionistas, ao aprovar a inclusão da *Brazilian pill* seria, de fato, evitar a tomada hostil do controle da companhia, cuja ameaça se mostrava real naquela altura. Caso não evitada, a inclusão da cláusula teria o condão de estabelecer compensação financeira aos acionistas, por meio do estabelecimento de prêmio no valor a ser pago por ocasião da OPA.

Em relação à eventual dificuldade para a obtenção de financiamento e ao alegado benefício sentido exclusivamente pelos acionistas controladores, assim se pronunciou<sup>98</sup>:

---

<sup>98</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Extrato da Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ2014/0591.** Disponível em:

*“55. A Acusação sustenta que a Defesa via OPA impediria a capitalização de créditos na recuperação judicial, opção desejável àqueles que buscam reestruturar suas dívidas, pois sua adoção poderia disparar o mecanismo da oferta pública. Discordo do argumento, pois ainda que haja tal previsão, os acionistas podem alterar as condições estabelecidas na Defesa via OPA, ou mesmo eliminá-la, sem sofrer os efeitos danosos da cláusula pétrea, pois como se constata esta regra restritiva não foi inserida no estatuto da GPC.*

*56. Da mesma maneira, a não adoção da cláusula pétrea permite aquele que pretende adquirir o controle da GPC fazer uma oferta pública de aquisição voluntária condicionada à retirada das regras impositivas da Defesa via OPA, inclusive com a possibilidade de oferecer condições diversas desta regra estatutária, a depender da livre decisão dos acionistas.*

*57. Saliento que uma das principais críticas à adoção da Defesa via OPA relaciona-se ao fato de a dispersão acionária reduzir os incentivos que cada acionista tem para fiscalizar a gestão da companhia, podendo com isso gerar perdas de investimento em virtude da ineficiência da administração, aspecto abordado pela Acusação.*

*58. Porém, em relação à GPC, constato que as Investidoras elegeram na AGE de 27.11.2015 dois membros para o conselho de administração e um membro para o conselho fiscal, após solicitarem a instalação deste último, a demonstrar que os mecanismos de proteção à tomada hostil de controle não reduziram os interesses dos minoritários de participar ativamente da gestão dos negócios da Companhia.*

*59. Por tais razões, não posso concordar com a opinião da Acusação de que a Defesa via OPA mostrou-se desproporcional e desarrazoada, e a razão da sua adoção visou favorecer exclusivamente os Acionistas Vinculados, pois creio que restou demonstrado que ela atendeu, indistintamente, aos interesses de todos os acionistas, em linha com as vantagens reconhecidas pela CVM no estudo que precedeu à elaboração do Parecer de Orientação nº 36/09, e pelos investidores (acionistas) que se expressaram quando da consulta formulada pelo IBGC para elaborar a Carta Diretriz, especialmente o direito de tratamento igualitário quando da alienação do controle.*

*Ainda no tocante a Defesa via OPA, merece destaque o fato de o gatilho favorecer a todos os acionistas da GPC, uma vez que nenhum acionista, individualmente ou em grupo vinculado por acordo de voto, possui participação acionária superior a 40% do capital votante.”*



Ademais, assinalou o diretor que a separação dos acionistas em dois grupos já teria ocorrido desde a formação do grupo de controle, não decorrendo da inclusão de tal dispositivo no estatuto social, bem como que a inclusão de *Brazilian pill* obviamente pressupõe a ameaça à tomada de controle da companhia e que, tendo o grupo controlador percentual menor que 40% das ações, estaria ele sujeito, também, à incidência da pílula de veneno.

No mais, diverge o diretor do argumento de que a inclusão da *Brazilian pill* frustraria os demais acionistas da possibilidade de se desfazerem de suas respectivas participações a quem estivesse disposto a assumir o controle da companhia, estabelecendo, apenas, um ônus a ser suportado por quem assim o quisesse, de modo a maximizar o valor da companhia.

Além disso, entende que o modo de cálculo do preço por ação da companhia não foge de parâmetros utilizados por um sem número de outras companhias listadas no segmento de Novo Mercado da B3.

Por fim, com relação ao argumento de que o interesse dos acionistas controladores na aprovação da inclusão da *Brazilian pill* teria por objetivo assegurar a supremacia destes na direção da companhia, assim se posicionou<sup>99</sup>:

*“70. Como sustenta a Defesa, em companhias de controle minoritário, as decisões tomadas em assembleia sempre estarão sujeitas à formação das maiorias eventuais, não se podendo garantir aprioristicamente o predomínio dos Acionistas Vinculados nas decisões sociais.*

*71. A bem da verdade, reconheço que a inserção da OPA estatutária garante maior estabilidade ao controle minoritário, representando assim uma vantagem para quem o detém. Porém, no presente caso, trata-se de uma vantagem indireta, pois ela decorre de uma deliberação da assembleia que beneficia diretamente e indistintamente a coletividade dos acionistas da GPC, razão pela qual não me parece que a sua adoção seja suficiente para impedir o exercício de voto dos Acionistas Vinculados na AGE de 10.10.2013. A prevalecer o impedimento neste caso haveria, no meu sentir, excessivo cerceamento ao direito de voto sob o pretexto de se coibir eventual conflito de interesses.*

*(...)*

---

<sup>99</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Extrato da Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ2014/0591.** Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2016/20160927\\_PAS\\_RJ2014591.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2016/20160927_PAS_RJ2014591.pdf)>. Acesso em 23 mai, 2019.

75. *A prevalecer o entendimento da Acusação a respeito do alcance da vedação ao exercício de voto previsto no art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/76, as assembleias gerais poderiam tornar-se palco de desconfianças múltiplas sobre as vantagens indiretas a serem percebidas pelos acionistas, o que geraria, a meu ver, diversos e infundados pedidos de declaração de impedimento de voto quando da sua realização.*

76. *Por tudo isso, entendo que a Acusação não logrou comprovar que os Acionistas Vinculados ao aprovarem a Defesa via OPA, na AGE realizada em 10.10.2013, violaram o art. 115, § 1º, da Lei nº 6.404/76, nem que os membros do conselho de administração (...), ao participarem da deliberação do conselho de administração que propôs a reforma do estatuto com a introdução da Defesa via OPA, violaram os artigos 154, § 1º e 156 da Lei nº 6.404/76.”*

Dessa forma, no que diz respeito à acusação relativa ao voto favorável à inclusão da *Brazilian pill*, foram todos os acusados absolvidos, o que conduz ao entendimento de que não haveria, no particular, interesse conflitante dos acionistas detentores do controle minoritário da companhia para o exercício de voto na deliberação de inclusão da *Brazilian pill*.

#### 4.2 Caso LIGHT S.A. - Processo CVM 19957.003229/2017-81<sup>100</sup>

Na esteira do caso da GPC, mencionado acima, tal assunto foi novamente abordado pela CVM por ocasião do Processo n.º 19957.003229/2017-81 mais recentemente, no qual se discutia a interrupção e suspensão do prazo de convocação de assembleia geral extraordinária da Light S.A. (Light).

A ordem do dia da assembleia compreendia, dentre outros tópicos, a inclusão de obrigação de que o acionista ou grupo de acionistas que atingissem participação superior a 25% do capital da companhia ofertasse publicamente a aquisição das demais ações de emissão desta.

Nesse contexto, determinado acionista da companhia questionou a CVM, dentre outros pontos, acerca do impedimento de voto pelo grupo de controle – em especial da Companhia Energética de Minas Gerais (Cemig), que seria detentora, de maneira direta, de 26,06% e, de maneira indireta, de pouco mais de 39% do capital

<sup>100</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Ata de Reunião Extraordinária do Colegiado, realizada em 12.04.2017. Relatório n.º 19957.003229/2017-81.** Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/decisoes/2017/20170412\\_R1.html](http://www.cvm.gov.br/decisoes/2017/20170412_R1.html)>. Acesso em 23 mai, 2019.

social da companhia -, na apreciação da inclusão de tal dispositivo no estatuto social da companhia, requerendo que o prazo de convocação fosse interrompido (com base no caput do art. 3º da Instrução CVM n.º 372 de 2003<sup>101</sup>), para que a CVM apreciasse, de antemão a regularidade do voto do grupo de controle em tal matéria.

A Light, por sua vez, fez referência ao PAS RJ2014/0591 – acima abordado – indicando não haver infração ao art. 115, § 1º da Lei das S/A na deliberação de inclusão de *Brazilian pill* em estatuto social de companhia, bem como que a redação sugerida ao novo artigo estaria em linha, inclusive, com o quanto sugerido pela B3 na revisão do regulamento do segmento de Novo Mercado.

Interessante notar, nesse caso, que – seguindo orientação da área técnica - o colegiado da CVM entendeu, a princípio, que a Cemig teria, de fato, benefício particular ao fazer aprovar a inclusão da referida *Brazilian pill*, visto que tal fato conferiria maior segurança ao controle minoritário por ela exercido, não importando se tal benefício se daria de forma direta ou indireta, entretanto, considerando o precedente havido por ocasião da Decisão PAS RJ 2014-591, e em benefício do princípio da segurança jurídica, concluiu que não deveria se declarar o impedimento da Cemig na referida assembleia, ao argumento de que a vantagem obtida em decorrência da inclusão de *Brazilian pill* se daria de forma indireta.

#### 4.3 O entendimento da CVM

Nesse contexto, em que pese o fato de os precedentes da CVM não serem vinculantes – ou seja, não significarem que, serão necessariamente seguidos na análise e julgamento de outros casos concretos - pode-se perceber a tendência da comissão em fazer valer as cláusulas de *Brazilian pills* incluídas nos estatutos das respectivas companhias e o esforço relacionado à manutenção da segurança jurídica da suas decisões, em oposição à oscilação de entendimentos acerca de um mesmo tema.

---

<sup>101</sup> “Art. 3º Qualquer acionista de companhia aberta poderá solicitar à CVM a interrupção do curso do prazo de convocação de assembleia geral extraordinária de companhia aberta por até 15 (quinze) dias, a fim de que a CVM conheça e analise as propostas a serem submetidas à assembleia.” COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM n.º 372**, de 28 de junho de 2002. Dispõe sobre o adiamento de Assembleia Geral e a interrupção da fluência do prazo de sua convocação. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst372.html>>. Acesso em 26 mar, 2019.

Mais que isso, é possível concluir que, no entendimento atual da CVM, o mero benefício percebido pelo acionista ou grupo de acionistas detentores do controle da companhia, no sentido de garantirem maior estabilidade no exercício do referido controle, não seria causa suficiente a impedir que tal acionista ou grupo de acionistas votasse na deliberação de inclusão de tal dispositivo, haja vista que esse benefício não seria percebido como consequência direta de tal inclusão.

De toda sorte, a manifestação consignada na decisão do Processo CVM 19957.003229/2017-81, no sentido de que haveria, de fato, conflito de interesses do acionista na deliberação de inclusão de cláusula estatutária de proteção à dispersão da base acionária, pode apontar para uma mudança de direcionamento do entendimento da CVM acerca de tal tema nos próximos casos.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

De todo o exposto, foi possível verificar no presente estudo que as *Brazilian pills* são, efetivamente, mecanismos que ganharam relevância no contexto do mercado de capitais brasileiro ao longo das últimas duas décadas, tendo em vista, principalmente, a evolução do mercado de capitais brasileiro e, em especial, Com o surgimento do segmento de listagem do Novo Mercado, o qual privilegia o princípio de “uma ação, um voto”, visto que somente admite a negociação de ações ordinárias das companhias aderidas a tal segmento.

Além do mais, viu-se que, apesar de terem sido uma importação de um instituto do direito norte-americano, foram tomando forma a partir das particularidades da legislação societária pátria, do cenário macroeconômico e do panorama de investimentos no mercado de capitais nacional.

Com relação à cláusula pétrea - que por vezes acompanhava os dispositivos de prestação a dispersão acionária -, embora sua ilegalidade pareça evidente e sua utilização tenha caído em desuso após a manifestação da CVM no Parecer de Orientação n.º 36, ainda existe certa insegurança por parte das companhias que a haviam adotado para a exclusão do referido dispositivo, visto que esta poderia ser objeto de discussão judicial ou arbitral.

Ademais, percebeu-se que a B3 adotou posicionamento voltado a desestimular a utilização de cláusulas que impusessem obrigações que não guardassem correlação com qualquer justificativa econômica, ou que concebessem um verdadeiro impedimento à maior participação dos acionistas nas deliberações sociais e perpetuassem a administração na companhia, ou então que fossem aplicáveis seletivamente aos acionistas. Por outro lado, recomendou a utilização de cláusula que considerou adequada, a chamada OPA30, a qual, de toda sorte, foi rejeitada pelos integrantes do Novo Mercado nas duas oportunidades de reforma de seu regulamento.

Ainda sim, em que pese a não obrigatoriedade de inclusão para as companhias participantes do Novo Mercado, entidades que visam melhores práticas de governança corporativa no mercado de capitais têm recomendado a utilização de cláusulas protetivas à dispersão acionária, guardadas as particularidades de cada companhia, que devem ser levadas em conta quando da idealização da cláusula.

Por fim, foi possível verificar a inclusão de cláusulas de proteção à dispersão acionária em companhias com controle minoritário definido, o que trouxe à discussão o eventual interesse conflitante dos acionistas controladores na deliberação de inclusão de tais dispositivos, o que poderia representar seu impedimento de voto. De toda sorte, os recentes casos narrados, apontam que a CVM não entende tal colocação como causa suficiente a impedir que tal acionista ou grupo de acionistas vote na deliberação de inclusão de tal dispositivo, ao argumento de que esse benefício seria percebido como uma consequência indireta de tal inclusão. Contudo, considerando que tal entendimento não se dá de forma vinculante, ainda seria possível que a comissão reavaliasse tal entendimento em casos futuros.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANDRIGHI, Fátima Nancy; RIVA, Laura Regina da. Oferta Hostil e *Poison Pills*. in **Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais** (coord. WALD, Arnaldo; GONÇALVES, Fernando; SOARES DE CASTRO, Moema Augusta; org. FREITAS, Bernardo Vianna; CARVALHO, Mário Tavernard Martins de). São Paulo: Quartier Latin, 2011.

APPENDINO, Fábio; OLIVEIRA, Luis Gustavo Miranda de; MARUCH, André. Aquisição de controle em companhias com capital pulverizado ou com controle minoritário: uma análise da legislação e de casos. in **Direito Societário: análise crítica**. (coord. BOTREL, Sérgio). São Paulo: Saraiva, 2012.

ÁVILA, Marília; YOKOI, Yuki. **O Gol Perdido**. Capital Aberto, ed. 86, 1º de outubro de 2010. Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/temas/o-gol-perdido/>>. Acesso em 22 mar, 2019.

BERLE, Adolf; e MEANS, Gardiner. **The Modern Corporation and Private Property**. Nova Iorque: The MacMillan Company, 1940.

BURN, Lachlan. The European Directives relating to Issue and Trading of Securities in PANASAR, RAJ; BOECKMAN, PHILIP. **European Securities Law**. Oxford: Oxford Press, 2010.

CARVALHOSA, Modesto. A dispersão acionária e o desaparecimento da figura do controlador in \_\_\_\_\_; EIZIRIK, Nelson. **Estudos de Direito Empresarial**. São Paulo: Saraiva, 2010.

CARVALHOSA, Modesto. As *Poison Pills* estatutárias na prática brasileira – alguns aspectos de sua legalidade. in **Direito Societário – Desafios Atuais** (coord. CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de). São Paulo: Quartier Latin, 2009.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. 2º Volume.** arts. 75 a 137: Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações da Lei n. 12.431, de 24 de junho de 2011. 6ª ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014.

CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Fernando. **Sociedades Anônimas.** – 2 ed. rev. atual. e ampl. (Coleção tratado de direito empresarial, v. 3. coordenação Modesto Carvalhosa). São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2018.

CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de. **Controle Gerencial.** Coleção IDSA de Direito Societário e Mercado de Capitais – Volume 2. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

COMITÊ DE AQUISIÇÕES E FUSÕES. **Código de Autorregulação de Aquisições e Fusões.** Disponível em: <<http://cafbrasil.org.br/site/wp-content/uploads/2016/11/Codigo-CAF-versao-limpa-30-nov-2016.pdf>>. Acesso em 13 mar, 2019.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima.** 6ª Edição. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2014.

DONAGGIO, Angela Rita Franco; WELLISCH, Julya Sotto Mayor; SERAFIM, Tatiana Flores Gaspar. Desenvolvimento do Mercado de Capitais Brasileiro: o Novo Mercado *in Mercado de Capitais Brasileiro II: Doutrina, Cases & Materials* (coord. PENTEADO, Mauro Rodrigues). São Paulo: Quartier Latin, 2015.

EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. **The Economic Structure of Corporate Law.** Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, First paperback Edition, 1996.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada. Volume II** - 2ª Edição Revista e Ampliada. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

EIZIRIK, Nelson. **Direito Societário – Estudos e Pareceres.** São Paulo: Quartier Latin, 2015.



EIZIRIK, Nelson; e HENRIQUES, Marcus de Freitas. A Legalidade das *Poision Pills* adotadas pelas Companhias Brasileiras *in* CANTIDIANO, Luis Leonardo; e MUNIZ, Igor. **Temas de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: Renovar, 2014.

ENNES, Juliana. BM&FBovespa formaliza criação do Comitê de Aquisições e Fusões. **Valor Econômico**, 27 jun. 2012. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/empresas/2730544/bmfbovespa-formaliza-criacao-do-comite-de-aquisicoes-e-fusoes>>. Acesso em 01 jun. 2019.

GORGA, Érica. Berle e Means e a evolução da propriedade e do controle acionários no mercado de capitais brasileiro *in* \_\_\_\_\_; PELA, Juliana Krueger. **Estudos avançados de direito empresarial: contratos, direito societário e bancário**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013.

GORGA, Érica. **Changing the Paradigm of Stock Ownership: From Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries** (April 2008). 3rd Annual Conference on Empirical Legal Studies Papers. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1121037>>. Acesso em 28 fev, 2019.

GREGÓRIO, Danilo. **Veneno em extinção? Nutriplant, Hypermarcas, Le Lis Blanc e OGX surpreendem ao trazer estatutos sociais livres de cláusulas de *poison pill***. Capital Aberto. Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/temas/veneno-em-extincao/>> Acesso em 25 abr. 2019.

HIRATA, Augusto Jorge. A Companhia Aberta no Novo Mercado: Rumo à Dispersão do Capital. *in* **Mercado de Capitais Brasileiro II: Doutrina, Cases & Materials** (coord. PENTEADO, Mauro Rodrigues). São Paulo: Quartier Latin, 2015.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 5.ed. / Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. - São Paulo: IBGC, 2015.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Mecanismos de defesa à tomada de controle** (Série Carta Diretriz, 2). / Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo: IBGC, 2009.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A Lei das S.A. Volume I – Pressupostos, Elaboração, Modificações**. 3ª. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997.

LOJAS RENNER S.A. **Estatuto Social aprovado em AGE de 30.04.2019**. Disponível em:

[http://lojasrenner.mzweb.com.br/conteudo\\_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=21093](http://lojasrenner.mzweb.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=21093)

>. Acesso em 23 mai, 2019.

MARTINS NETO, Carlos. **Exame Crítico da Utilização de Mecanismos de Proteção à Dispersão Acionária no Direito Brasileiro** in Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, 2ª Edição (coord. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; EIZIRIK, Nelson). São Paulo: Almedina, 2015.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. Transferência de Controle nas Companhias sem Controlador Majoritário. in **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais** (coord. CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de, MOURA AZEVEDO, Luís André N. de). São Paulo: Quartier Latin, 2010.

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; e MELO, Vitor de Britto Lobão. Análise Prática e Considerações sobre a Realidade e a Aplicações das Medidas de Proteção à Tomada Hostil de Controle nos Estatutos Sociais das Companhias Abertas Brasileiras (“Brazilian Pills”). in **Direito Societário – Estudos sobre a Lei de Sociedades por Ações**. (coord. COUTO SILVA, Alexandre). São Paulo: Saraiva, 2013.

PINTO, Marcos Barbosa; YAZBEK, Otavio. **Poison pills. Memorando endereçado ao Colegiado da CVM** em 14 abr. 2009.

SADI, Natália Miranda; CASTRO, Deliana Salomão de; SANTOS, Mariana Belisário dos. A adoção da *poison pill* estatutária no Brasil – os riscos da importação do modelo americano. *In* **Direito Empresarial Atual: nacional e internacional** (org. ROLIM, João Dácio; APPENDINO, Fábio; SALIBA, Luciana Goulart F.), Belo Horizonte: Del Rey, 2011.

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

SEABRA, Luiz Flávio Oliveira. *Poison Pills* Brasileiras Após o PO 36/2009 da CVM: Mudeça de Paradigmas *in* **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**, 3ª Edição (coord. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; EIZIRIK, Nelson). São Paulo: Almedina, 2016.

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

ZANINI, Carlos Klein. A *Poison pill* brasileira: desvirtuamento, antijuridicidade e ineficiência. *in* **Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos** (Coord. ADAMEK, Marcelo Vieira von). São Paulo: Malheiros, 2011.

## REFERÊNCIAS COMPLEMENTARES

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. 4º Volume: Tomo II**: arts. 243 a 300: Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações da Lei n. 11.941, de 27 de maio de 2009 e da Lei n. 12.810, de 15 de maio de 2013. 5ª ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014.

CHINAGLIA, Olavo Zago. Poder de Controle, Influência Significativa e Influência Relevante: Breves Anotações sobre a Interface entre o Direito Societário e o Direito da Concorrência. *in* **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais** (coord. CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de, MOURA AZEVEDO, Luís André N. de). São Paulo: Quartier Latin, 2010.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada. Volume IV** - 2ª Edição Revista e Ampliada. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. 3 ed. revista e ampliada. – Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

FINZI, Igor M.R.; NETO, Pythagoras Lopes de Carvalho; ANDRADE, Rafael A.R. Dispersão, Restrição, Divulgação: Estratégias para Regular os Acionistas Controladores. *in* **Mercado de Capitais Brasileiro II – Doutrina, Cases & Materials** (Org. PENTEADO, Mauro Rodrigues). São Paulo: Quartier Latin, 2014.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). **Direito das Companhias**. 2ª. ed., atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. **Lei das Sociedades por Ações Anotada**. 4ª ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Saraiva, 2012.

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

MUNHOZ, Eduardo Secchi. Desafios do direito societário brasileiro na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado. *in* **Direito Societário – Desafios Atuais** (coord. CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de). São Paulo: Quartier Latin, 2009.

OIOLI, Erik Frederico, **Anotações sobre o Regime de Aquisição e Transferência do Controle na Lei das Sociedades Anônimas: O Caso das Companhias de Capital Disperso** *in* Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, 1ª Edição (coord. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; EIZIRIK, Nelson). São Paulo: Almedina, 2015.

OIOLI, Erik Frederico. **Oferta Pública de Aquisição do Controle de Companhias Abertas** – Coleção IDSA de Direito Societário e Mercado de Capitais – Volume 1. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

OIOLI, Erik Frederico; VEIGA, Marcelo Godke. Convergência e Divergência em Sistemas de Mercados de Capitais: O Caso Brasileiro. *in* **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais** (coord. CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de, MOURA AZEVEDO, Luís André N. de). São Paulo: Quartier Latin, 2010.

PASCHOALINI, Ana Paula; NEVES, André Rainho das; BASSO, Bruno Ferraz; LOPES, Marcelo Rodrigo. A Aquisição de Controle de Companhias com Capital Disperso: A Oferta Pública de Aquisição de Controle e os Casos Sadia-Perdigão e GVT-Vivendi. *in* **Mercado de Capitais Brasileiro II – Doutrina, Cases & Materials** (Org. PENTEADO, Mauro Rodrigues). São Paulo: Quartier Latin, 2014.

PENNA, Paulo Eduardo. Oferta Pública de aquisição de controle de companhias abertas. *in* **Lei das S.A. em seus 40 anos** (org. VENÂNCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna). 1ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

PEREIRA FILHO, Celso Roberto; ROSADO, Maria do Céu Marques; ROSO, Rodrigo Barreira. Companhias Abertas: Perspectivas, Desafios e Algumas Questões. *in*

**Mercado de Capitais Brasileiro II – Doutrina, Cases & Materials** (Org. PENTEADO, Mauro Rodrigues). São Paulo: Quartier Latin, 2014.

PINTO, Alexandre Evaristo; VAZ, Janaina Campos Mesquita; COSTA, Luiz Guilherme Duarte Martins; GERTULINO, Vinicius de Novais. Mecanismos de Reforço do Poder de Controle nas Companhias do Novo Mercado: As *Poison Pills* Brasileiras. *in Mercado de Capitais Brasileiro II – Doutrina, Cases & Materials* (Org. PENTEADO, Mauro Rodrigues). São Paulo: Quartier Latin, 2014.

PRADO, Roberta Nioac. Desconcentração do Poder de Controle e *Poison Pills*: Evolução no Mercado de Capitais Brasileiro. *in Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais* (coord. CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de, MOURA AZEVEDO, Luís André N. de). São Paulo: Quartier Latin, 2010.

QUEIROZ, Rafael Mafei Rabelo; FEFERBAUM, Marina (coord.). **Metodologia jurídica: um roteiro prático para trabalhos de conclusão de curso**. São Paulo: Saraiva, 2012.

SHIGUEMATSU, Plínio José Lopes. Mecanismos de proteção e estratégias de defesa em tomadas hostis de controle. *in Direito Societário – Desafios Atuais* (coord. CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de). São Paulo: Quartier Latin, 2009.

TONUSSI, Érico Lopes; JOST, Mariana Silveira Martins. Evolução e Tendências da Propriedade Acionária das Companhias Abertas no Brasil. *in Mercado de Capitais Brasileiro II – Doutrina, Cases & Materials* (Org. PENTEADO, Mauro Rodrigues). São Paulo: Quartier Latin, 2014.

VAZ, Ernesto Luís Silva; NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. Poderes da administração na oferta hostil de aquisição de controle no direito comparado (medidas defensivas e *poison pills*). *in Direito Societário Contemporâneo I* (coord. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes). São Paulo: Quartier Latin, 2009.

YAZBEK, Otavio. A OPA por Aumento de Participação em um Mercado em Transformação. *in* **Governança Corporativa - Avanços e Retrocessos** (Coord. ROSSETTI, Maristela Abla; PITTA, André Grunspun). São Paulo: Quartier Latin, 2017.

## LEGISLAÇÃO E JURISPRUDÊNCIA

BRASIL. Constituição (1988). **Constituição da República Federativa do Brasil**. Brasília, DF, 1988. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/constituicao/constituicao.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm)>. Acesso em: 11 fev. 2019.

BRASIL. Decreto-lei n.º 2.627, de 26 de setembro de 1940. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Palácio do Planalto Presidência da República**, Brasília, DF, 26 set 1940. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Decreto-Lei/Del2627.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Decreto-Lei/Del2627.htm)>. Acesso em 11 fev. 2019.

BRASIL. Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Palácio do Planalto Presidência da República**, Brasília, DF, 15 dez. 1940. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm)>. Acesso em 11 fev. 2019.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Ata de Reunião Extraordinária do Colegiado, realizada em 12.04.2017. Relatório n.º 19957.003229/2017-81**. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/decisoes/2017/20170412\\_R1.html](http://www.cvm.gov.br/decisoes/2017/20170412_R1.html)>. Acesso em 23 mai, 2019.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Extrato da Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ2014/0591**. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2016/20160927\\_PAS\\_RJ2014591.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2016/20160927_PAS_RJ2014591.pdf)>. Acesso em 23 mai, 2019.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM n.º 372**, de 28 de junho de 2002. Dispõe sobre o adiamento de Assembléia Geral e a interrupção da fluência do prazo de sua convocação. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst372.html>>. Acesso em 26 mar, 2019.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Memorando n.º 15/2017-CVM/SMI**. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/2017/20170905/0791.pdf> . Acesso em 22 mar. 2019.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Parecer de Orientação CVM 36/2009**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare036.html> . Acesso em 22 mar. 2019.

UNIÃO EUROPÉIA, **Directiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho**, de 21 de abril de 2004 relativa às ofertas públicas de aquisição. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32004L0025&from=EN> > Acesso em 22 fev, 2019.