

# **OFERTAS HOSTIS E POISON PILLS: UMA ANÁLISE EMPÍRICA SOBRE A APLICAÇÃO DE MEDIDAS PROTETIVAS À DISPERSÃO ACIONÁRIA PELAS COMPANHIAS BRASILEIRAS**

## **HOSTILE BIDS AND POISON PILLS: AN EMPIRICAL ANALYSIS OF THE APPLICATION OF PROTECTIVE MEASURES TO SHAREHOLDING DISPERSION BY BRAZILIAN COMPANIES**

*Igor Silvério de Carvalho Assis (USP, São Paulo)*

### **RESUMO**

O presente artigo apresenta os dados e resultados obtidos a partir da pesquisa empírica realizada na Iniciação Científica sobre o tema “*Ofertas Hostis e Medidas Defensivas: Diagnóstico sobre a Estrutura e Eficácia das Poison Pills nas Companhias Brasileiras*”. Inicialmente, aborda-se a origem e o desenvolvimento histórico das *Poison Pills* nos Estados Unidos e como se deu a importação desta medida defensiva ao Brasil. Em seguida, são apresentados os dados referentes a adoção, estrutura e principais características das *Poison Pills* utilizadas pelas companhias brasileiras, além de números sobre a pulverização acionária das empresas que possuem tais mecanismos inseridos em seus estatutos sociais. Por fim, relaciona-se os dados coletados com duas teorias difundidas na doutrina societária pátria: o elevado grau de concentração acionária observado no mercado de capitais brasileiro e o desvirtuamento finalístico na aplicação das *Poison Pills* por parte das companhias brasileiras.

**Palavras chave:** Poison Pill; OPA; Ofertas Hostis; Dispersão Acionária; Mercado de Capitais; Pesquisa Empírica; Dados.

### **ABSTRACT**

This article presents the data and results obtained from empirical research conducted in Scientific Initiation on the theme “*Hostile Bids and Defensive Measures: Diagnosis on the Structure and Effectiveness of Poison Pills in Brazilian Companies*.” Initially, it addresses the origin and

historical development of Poison Pills in the United States and how the importation of this defensive measure occurred in Brazil. Then, data regarding the adoption, structure, and main characteristics of Poison Pills used by Brazilian companies are presented, along with figures on the shareholding dispersion of companies that have such mechanisms embedded in their bylaws. Finally, the collected data is related to two theories disseminated in domestic corporate doctrine: the high degree of shareholding concentration observed in the Brazilian capital market and the finalistic distortion in the application of Poison Pills by Brazilian companies.

**Keywords:** Poison Pill; Takeover Bid; Hostile Bids; Shareholding Dispersion; Capital Market; Empirical Research; Data.

## 1. INTRODUÇÃO

A ideia do presente artigo nasce a partir da realização do trabalho de Iniciação Científica intitulado “*Ofertas Hostis e Medidas Defensivas: Diagnóstico sobre a Estrutura e Eficácia das Poison Pills nas Companhias Brasileiras*”, escrito por Igor Silvério de Carvalho Assis<sup>278</sup>, autor deste artigo e discente da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, e orientado pela Professora Doutora Juliana Krueger Pela<sup>279</sup>, docente na mesma instituição de ensino.

Um dos objetivos da pesquisa consistiu na coleta e organização de dados que possibilitassem a construção de um panorama quantitativo e qualitativo sobre o emprego de *Poison Pills* pelas companhias brasileiras, permitindo a elaboração de análises e questionamento de teses difundidas pela doutrina societária. Ademais, buscou-se também examinar o grau de dispersão acionária das companhias que fazem uso de mecanismos de defesa contra ofertas hostis, sendo que

---

278 Graduando do 9º semestre da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (USP).

279 Professora Doutora do Departamento de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (USP)

tais ofertas visam cooptar o controle acionário das sociedades que apresentam capital social pulverizado.

A metodologia de pesquisa teve, como ponto de partida, a análise dos estatutos sociais de todas as companhias abertas devidamente registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a fim de identificar a presença de mecanismos de defesa da dispersão acionária. Para a obtenção de dados referentes a pulverização do capital social, foram analisados os itens 15.1, 15.2 e 15.3 da antiga estrutura de apresentação do formulário de referência<sup>280</sup>, que detalham a composição do quadro acionário das empresas. Com a leitura destes documentos, elaborou-se uma planilha no programa “Excel”, que compilou e organizou todas as informações extraídas, possibilitando a realização de análises macro sobre a aplicação de *Poison Pills* pelas companhias brasileiras.

Com os dados em mãos, a Iniciação Científica pode apresentar subsídios e elementos para discussão de duas teses abordadas pela doutrina: o alto grau de concentração acionária nas companhias brasileiras, o que reflete a ausência de *Poison Pills* na maioria dos estatutos analisados, e o desvirtuamento destes mecanismos de defesa pelas próprias companhias, ao utilizarem estas medidas com o intuito de conservar o poder de controle de determinados acionistas sobre a sociedade.

Nesse sentido, a publicação do artigo busca ampliar a divulgação e disseminação dos dados coletados a partir do trabalho feito na Iniciação Científica, proporcionando aos estudiosos do tema informações empíricas que possam embasar a análise e construção de teses quanto à presença *Poison Pills* no contexto brasileiro.

---

280 Em 2 de janeiro de 2023, entraram em vigor as alterações no Formulário de Referência, prevista na Resolução CVM nº 59, de 29 de dezembro de 2021. A estrutura dos itens do formulário foi modificada na nova versão, sendo que os conteúdos abrangidos pelos itens 15.1, 15.2 e 15.3 da antiga versão do formulário constam agora nos itens 6.1, 6.2 e 6.3.

## 2. HISTÓRICO E EVOLUÇÃO DAS *POISON PILLS*

O surgimento das *Poison Pills* se deu a partir da primeira metade do século XX, com a expansão do mercado de capitais em diversos países, refletindo uma maior necessidade das empresas pela captação de novos recursos e atração de investimentos. Nos Estados Unidos, John Coffee Jr. elenca alguns dos fatores responsáveis pelo crescimento deste mercado<sup>281</sup>: (i) o aumento da demanda por financiamentos em infraestrutura; (ii) o desenvolvimento de um embrionário sistema de governança corporativa nas companhias; (iii) a defesa da concorrência, por meio da *Sherman Antitrust Act* de 1890<sup>282</sup>, que impulsionou a primeira grande onda de fusões (1895-1903); e, (iv) o crescimento da autorregulação da *New York Stock Exchange (NYSE)*, a principal bolsa de valores do EUA.

Com a maior exposição das empresas norte-americanas à dinâmica do mercado de capitais, o quadro acionário de tais companhias foi se tornando mais pulverizado, por meio da entrada de novos investidores interessados em adquirir participação societária de empresas investidas.

Inicialmente, a dispersão do capital social foi vista como uma forma de alocação eficiente dos riscos, dado que a entrada de novos acionistas reduziria a exposição dos riscos ao qual o acionista original estaria submetido, caso investisse isoladamente o capital necessário para o desenvolvimento da empresa<sup>283</sup>. Ademais, a pulverização também estimularia uma maior persecução do interesse social das companhias, através do fortalecimento do papel desempenhado pelo

---

281 COFFEE JR., John C. *The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control*. *The Center for Law and Economic Studies Working Paper* No. 182, janeiro de 2001, pp. 27/42

282 Colocar o Sherman Antitrust Act

283 AHMIHUD, Yakov; LEV, Baruch. *Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers*: In: ROMANO, Roberta [coord.] *Foundations of Corporate Law*. 2 re-imp. Nova York: Foundation Press, 2004, p. 232

conselho de administração. Desse modo, haveria a constituição de conselhos formados por administradores apontados por diferentes acionistas que buscariam congregiar diversos interesses e visões para a companhia<sup>284</sup>.

Entretanto, com a dispersão de capital, companhias sem controlador definido tornaram-se alvos frequentes de tentativas de tomada de controle, seja por meio de operações negociadas em bolsa de valores, ou pela realização de ofertas públicas de aquisição de ações, as chamadas ofertas hostis, cuja hostilidade é caracterizada pela ausência de acordo prévio sobre o controle da empresa entre os ofertantes, administradores e demais acionistas.

Diante desse cenário, surgiram-se as primeiras *Poison Pills*, que consistiam em técnicas e estratégias societárias que estabeleciam medidas defensivas contras as tentativas de tomada hostil de controle. Tais mecanismos buscavam dificultar a aquisição do poder de controle de uma companhia de capital disperso. Dentre as principais modalidades de *Poison Pills*, podemos citar o “*Flip Over*”, que conferia direitos aos atuais acionistas da companhia alvo para que adquirissem ações de emissão da mesma por um preço significativamente abaixo do valor de mercado, visando a diluição societária do acionista hostil<sup>285</sup>. Já o “*Staggered Board*” estabelecia a divisão do conselho de administração em diferentes grupos, com períodos de mandato distintos, evitando, assim, que o ofertante hostil substitua, de forma imediata, todos os membros do conselho.

No Brasil, embora com um desenvolvimento mais tardio, a dispersão acionária também se tornou um fenômeno observado em nosso mercado de capitais, na busca por recursos advindos de investidores interessados em ingressar no capital social das empresas brasileiras. Como consequência, para a preservação de sua pulverização, as companhias brasileiras passaram a importar técnicas

---

284 NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. **Medidas Defensivas à Tomada de Controle de Companhias**. 2ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 31

285 NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. **Medidas Defensivas à Tomada de Controle de Companhias**. 2ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 200

e mecanismos de defesa criados nos EUA, para evitar a realização de ofertas hostis sobre o seu capital disperso.

Contudo, caberessaltar as controvérsias sobre a incompatibilidade de determinados tipos de *Poison Pill* com a legislação brasileira. Por exemplo, podemos mencionar a “*Golden Parachute*”, que consiste em contratos celebrados entre a companhia alvo e seus administradores e profissionais estratégicos para que, na hipótese de mudança de controle, estes recebam da companhia compensações financeiras caso venham a ser desligados da empresa pelos novos acionistas controladores.

Na visão de Carlos Augusto Silveira Lobo, a “*Golden Parachute*” seria ilícita uma vez que “*atribui injustificadamente aos administradores opções de compra de ações, bonificações, gratificações e outras vantagens extraordinárias a serem pagas no caso de serem exonerados*”<sup>286</sup>. Já para João Pedro Barroso do Nascimento, a referida *Poison Pill* não seria vedada pelo ordenamento jurídico brasileiro, devendo, contudo, tais mecanismos serem aplicados em observância ao princípio da boa-fé objetiva e aos deveres impostos aos administradores pela legislação societária<sup>287</sup>.

Nesse sentido, buscando maior compatibilidade com a lei brasileira, a *Poison Pill* sofreu o que Francisco Müssnich chama de processo de “tropicalização”, sendo adaptada aos contornos do nosso regime societário<sup>288</sup>. Denominada de “*Brazilian Poison Pill*”, tais mecanismos referem-se cláusulas estatutárias de proteção à

---

286 LOBO, Carlos Augusto da Silveira. **Sociedades coligadas, controladores e controladas**. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. Direito das companhias. V.2. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 2034-2035

287 NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. **Medidas Defensivas à Tomada de Controle de Companhias**. 2º ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019. Pag. 114.

288 MÜSSNICH, F. A. M.. **Análise prática e considerações sobre a realidade e a aplicação das medidas de proteção à tomada hostil de controle nos estatutos sociais das companhias abertas brasileiras (“Brazilian Pills”)**. In: Alexandre Couto Silva. (Org.). Direito societário: estudos sobre a Lei de sociedades por ações. 1ed. São Paulo: Saraiva.

dispersão acionária. Müssnich identifica duas tipificações diferentes que caracterizam referida medida de defesa.

A *Brazilian Poison Pill* “Tipo A” determina que o acionista que eventualmente adquirir uma quantidade de ações com direito de voto igual ou superior ao percentual limite estabelecido na cláusula estatutária, estaria obrigado a efetuar uma oferta pública voltada para aquisição da totalidade das demais ações da companhia. Já as do “Tipo B” versam que os acionistas que atingirem o percentual de participação social definido no estatuto deverão, em aquisições futuras, comunicar o diretor de relações com investidores da companhia e/ou o diretor de pregão da bolsa de valores sua intenção de adquirir outras ações de emissão da companhia. Importante destacar que alguns estatutos sociais apresentam, simultaneamente, os dois tipos de *Poison Pill*.

Ademais, há também as chamadas “Cláusulas Pétreas” ou “Pílulas Blindadas”. Estas cláusulas obrigam os acionistas que votarem favoravelmente, em sede de Assembleia Geral, pela retirada ou alteração das cláusulas de proteção à dispersão acionária, a realizarem uma oferta pública de aquisição das ações dos acionistas que foram contrários a tal mudança.

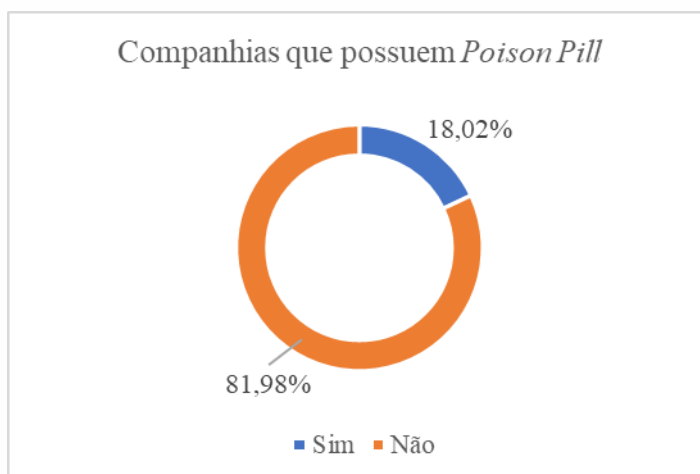
Neste artigo, considerando as práticas de mercado e a utilização recorrente do termo por parte da doutrina, utilizaremos a expressão “*Poison Pills*” para nos referirmos às cláusulas estatutárias de proteção à dispersão acionária, embora se reconheça a diversidade dos tipos de medida defensiva que são abrangidos pela referida expressão.

### **3. DADOS SOBRE *POISON PILLS* E DISPERSÃO ACIONÁRIA**

Neste tópico, serão apresentados os dados coletados no trabalho de Iniciação Científica. A amostra do estudo contemplou a análise dos estatutos sociais e dos formulários de referência de 100% das sociedades com registro de companhia aberta nas categorias “A” e “B”, nos termos da Resolução CVM nº 80, de 29 de março de 2022.

A coleta de dados foi realizada entre abril a setembro de 2022, sendo possível que os números apresentados na pesquisa não reflitam mais o cenário na data de publicação do artigo, dada a eventualidade de alterações nas cláusulas dos estatutos sociais após o período de pesquisa, bem como o registro de novas companhias abertas que possuam em seus estatutos *Poison Pills*.

### 3.1. COMPANHIAS QUE ADOTAM POISON PILLS NOS ESTATUTOS SOCIAIS



Dentre as 716 companhias abertas analisadas, 129 (18,02%) adotam cláusulas de proteção à dispersão acionária em seus estatutos, enquanto que 587 (81,98%) não fazem uso do mecanismo.

À título exemplificativo, temos o artigo 34 do estatuto social das Americanas S.A. – Em Recuperação Judicial, que apresenta estabelece a seguinte *Poison Pill*<sup>289</sup>:

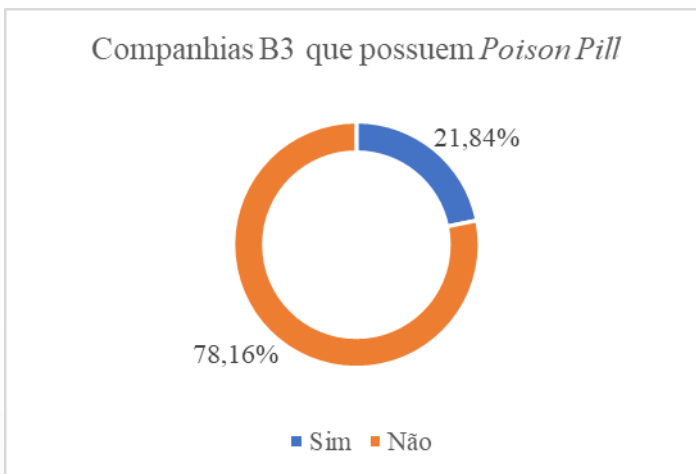
289 Estatuto Social das Americanas S.A. – Em Recuperação Judicial. Link: <https://www.rad.cvm.gov.br/ENET/frmExibirArquivoIPEEexterno.aspx?NumeroProtocoloEntrega=1018667> Acesso em 09 de fevereiro de 2024.



Na hipótese de haver Controle Difuso, qualquer Acionista Adquirente (conforme definição abaixo), que adquira ou se torne titular de ações de emissão da Companhia, em quantidade igual ou superior a 15% (quinze por cento) do total de ações de emissão da Companhia ou Outros Direitos de Natureza Societária, excluídas para os fins deste cômputo as ações em tesouraria, deverá, no prazo de 60 (sessenta) dias a contar da data de aquisição ou do evento que resultou na titularidade de ações nessa quantidade, realizar ou solicitar o registro de uma OPA para aquisição 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 Capítulo.

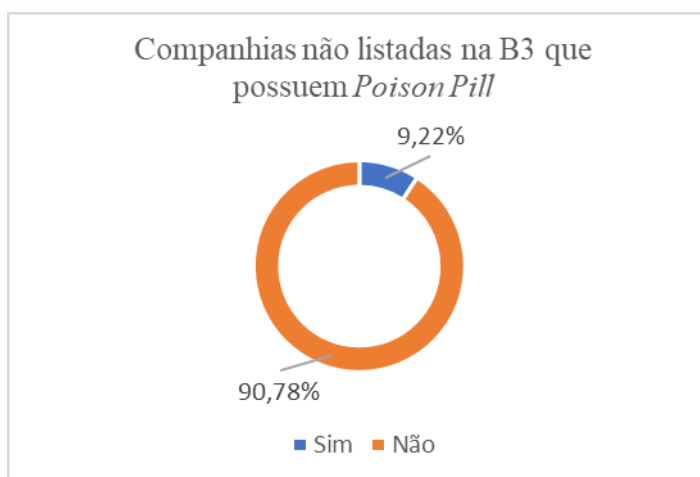
Portanto, pode-se depreender que a maioria das companhias abertas no Brasil não adotam medidas defensivas para a proteção da dispersão acionária, o que reflete, como será debatido no tópico 3, o elevado grau de concentração de poder nas companhias abertas brasileiras.

## 2.2. COMPANHIAS LISTADAS NA B3 QUE ADOTAM *POISON PILLS* NOS ESTATUTOS SOCIAIS



Das 499 companhias analisadas que são listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (B3), 109 (21,84%) adotam *Poison Pills*, enquanto que 390 (78,16%) não fazem o seu uso. Em comparação com os números anteriores, o cenário majoritário de não utilização das medidas defensivas permanece, mesmo quando analisado sob o aspecto da listagem na bolsa.

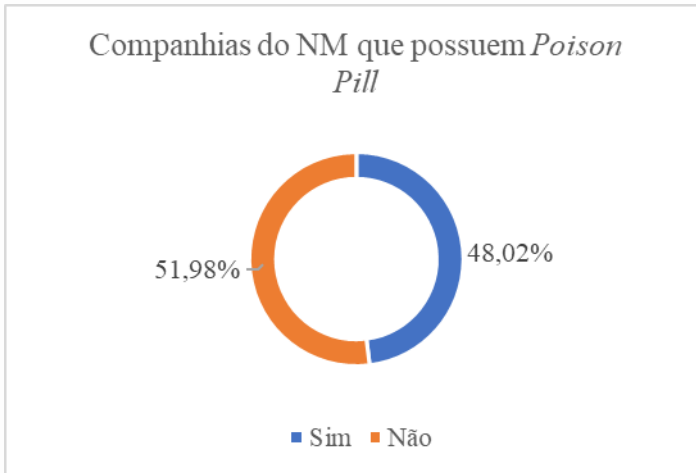
### 2.3. COMPANHIAS NÃO LISTADAS NA B3 QUE ADOTAM *POISON PILLS* NOS ESTATUTOS SOCIAIS



Das 217 companhias pesquisadas que não são listadas na B3, apenas 20 (9,22%) apresentam *Poison Pills* em seus estatutos, já 197 (90,78%) não empregam referidas cláusulas.

Embora confirme o mesmo cenário majoritário dos dados anteriores, constata-se uma presença proporcional ainda menor de companhias que adotam medidas defensivas de proteção à dispersão acionária, o que pode denotar um controle acionário ainda mais concentrado em companhias que não estão listadas na bolsa de valores.

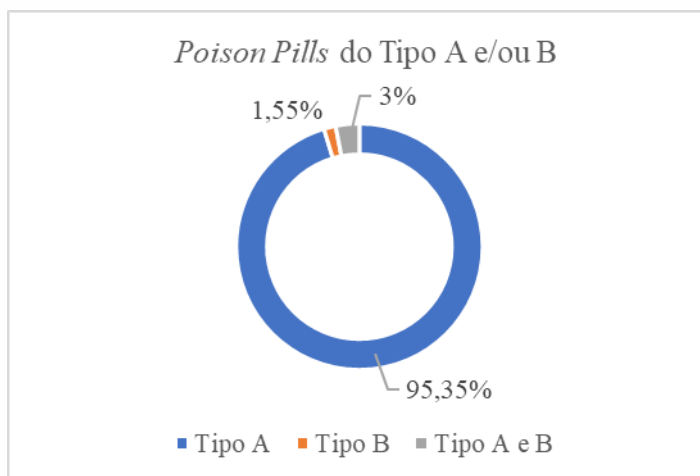
## 2.4. COMPANHIAS DO NOVO MERCADO QUE ADOTAM *POISON PILLS* NOS ESTATUTOS SOCIAIS



Dentre as 202 companhias pesquisadas que integram o segmento do Novo Mercado da B3, 105 (51,98%) apresentam *Poison Pills*, enquanto que 97 (48,02%) não possuem nos estatutos mecanismos defensivos.

Diferentemente do que foi apresentado pelo artigo até então, notamos agora um equilíbrio numérico entre a adoção de *Poison Pills* por parte das companhias do Novo Mercado, o que pode denotar a ideia de maior pulverização do capital social nas empresas que participam deste segmento especial de listagem. Nesse sentido, vale salientar que 97 das 129 companhias pesquisadas que possuem cláusulas de proteção à dispersão acionária integram o Novo Mercado.

## 2.5. TIPOS DE *POISON PILLS*



Das 129 companhias que apresentam cláusulas de proteção à dispersão acionária, 123 (95,35) adotam a *Poison Pill* do tipo “A”, 2 do tipo “B” e 4 mesclam os tipos “A” e “B”. De tais dados, pode-se inferir que a ampla maioria das companhias brasileiras preferem a aplicação da *Poison Pill* do tipo “A”.

O artigo 46 do estatuto social da JBS S.A. contempla uma *Poison Pill* do tipo “A”, conforme transcrição abaixo<sup>290</sup>:

Artigo 46. Qualquer Comprador (conforme definido no parágrafo 11 deste artigo), que adquira ou se torne titular de ações de emissão da Companhia ou de outros direitos, inclusive usufruto ou fideicomisso sobre ações de emissão da Companhia em quantidade igual ou superior a 20% (vinte por cento) do seu capital social deverá efetivar uma oferta pública de aquisição de ações para aquisição da totalidade das ações de emissão da Companhia, observando-se o disposto na regulamentação aplicável da CVM, os regulamentos

290 Estatuto Social da JBS S.A. Link: <https://www.rad.cvm.gov.br/ENET/frmExibirArquivoIPEEexterno.aspx?NumeroProtocoloEntrega=977729> Acesso em 09 de fevereiro de 2024

da B3 e os 95,35% 1,55% 3% Companhias que possuem Poison Pill do Tipo A, B e/ou C Tipo A Tipo B Tipo A e B 34 termos deste artigo. O Comprador deverá solicitar o registro da referida oferta no prazo máximo de 30 (trinta) dias a contar da data de aquisição ou do evento que resultou na titularidade de ações ou direitos em quantidade igual ou superior a 20% (vinte por cento) do capital social da Companhia.

Já a Viver Incorporadora e Construtora S.A optou pela adoção da *Poison Pill* tipo “B”, como demonstra o artigo 41 de seu estatuto<sup>291</sup>:

Artigo 45. Qualquer Pessoa Interessada que atingir, direta ou indiretamente, participação em Ações em Circulação igual ou superior a 10% (dez por cento) do capital social da Companhia, e que deseje realizar uma nova aquisição de Ações em Circulação, estará obrigado a (i) realizar cada nova aquisição na B3, vedada a realização de negociações privadas ou em mercado de balcão; e (ii) previamente a cada nova aquisição, comunicar por escrito ao Diretor de Relações com Investidores da Companhia, por meio da sociedade corretora a ser utilizada para adquirir as ações, a quantidade de Ações em Circulação que pretende adquirir, com antecedência mínima de 03 (três) dias úteis da data prevista para a realização da nova aquisição de ações.

Por fim, o estatuto social da Rede D’Or São Luiz S.A., em seu artigo 39, combina os dois tipos de mecanismos defensivos estudados<sup>292</sup>:

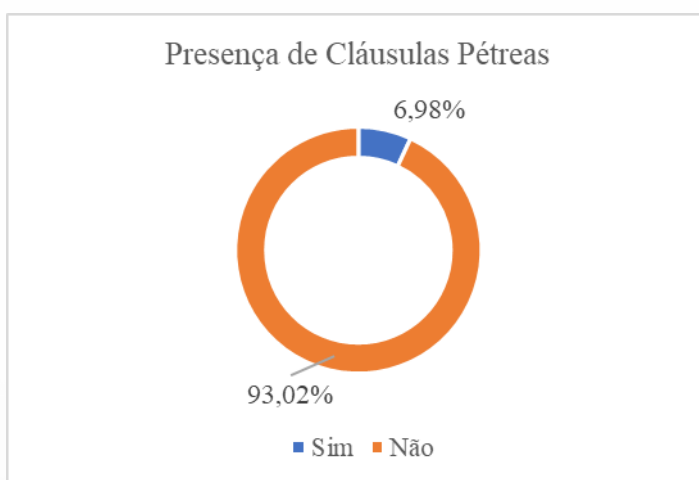
---

291 Estatuto Social da Viver Incorporadora e Construtora S.A. Link: <https://www.rad.cvm.gov.br/ENET/frmExibirArquivoIPEEExterno.aspx?NumeroProtocoloEntrega=1104620> Acesso 09 de fevereiro de 2024

292 Estatuto Social da Rede D’Or São Luiz S.A. Link: <https://www.rad.cvm.gov.br/ENET/frmExibirArquivoIPEEExterno.aspx?NumeroProtocoloEntrega=693567> Acesso em 09 de fevereiro de 2024

Artigo 39 – Caso qualquer Pessoa ou Grupo de Pessoas, adquira ou, por qualquer forma, se torne titular, direta ou indiretamente, seja por meio de uma única operação ou operações diversas, de ações ordinárias de emissão da Companhia e/ou de Outros Direitos, em qualquer caso, em quantidade igual ou superior a 20% (vinte por cento) do total de ações de emissão da Companhia (“Participação Relevante”) (“Adquirente de Participação Relevante”), deverá: (i) comunicar tal fato à Companhia, por meio de notificação enviada ao Diretor de Relações com Investidores, contendo as informações previstas no Artigo 12 da Resolução CVM nº 44, de 23 de agosto de 2021 (ou qualquer norma que venha a substituí-la) (“Resolução 44”) e nos itens “i” até “m” do Inciso I do Anexo II à Instrução CVM nº 361, de 5 de março de 2002, conforme alterada (ou norma que venha a substituí-la) (“ICVM 361”); e (ii) no prazo estabelecido no Parágrafo Primeiro abaixo, realizar uma oferta pública de aquisição da totalidade das ações de emissão da Companhia (“OPA por Atingimento de Participação Relevante”) nos termos deste Artigo.

## 2.6. CLÁUSULAS PÉTREAS



Das 129 companhias que adotam *Poison Pills*, apenas 9 (6,98%) possuem cláusulas pétreas inseridas em seus estatutos, enquanto que as demais 120 (93,02%) não fazem uso de tal mecanismo.

A Helbor Empreendimentos S.A. é uma das poucas companhias que adota cláusula pétrea, conforme §11 do artigo 43 de seu estatuto social<sup>293</sup>:

§ 11 - Qualquer alteração deste Estatuto Social que limite o direito dos acionistas à realização da oferta pública prevista neste artigo ou a exclusão deste artigo, incluindo, sem limitação, a redução do percentual a que se refere o parágrafo 2º e/ou parágrafo 3º deste artigo, conforme aplicável, obrigará o(s) acionista(s) que tiver(em) votado a favor de tal alteração ou exclusão na deliberação em Assembleia Geral a realizar, de forma conjunta e solidária, a 6,98% 93,02% Companhias que possuem cláusulas pétreas em suas *Poison Pills* Sim Não 36 oferta pública para a aquisição das ações de emissão da Companhia. O preço a ser ofertado deverá corresponder, no mínimo, ao valor econômico apurado em laudo de avaliação, elaborado por empresa especializada, com experiência comprovada e independência quanto ao poder de decisão da Companhia, seus administradores e/ou Acionista Controlador, além de satisfazer os requisitos do parágrafo 1º do Artigo 8 da Lei nº 6.404/76 e conter a responsabilidade prevista no parágrafo 6º do mesmo Artigo.

A baixa presença de cláusulas pétreas nos estatutos reflete a divergência e as críticas doutrinárias e jurisprudenciais acerca

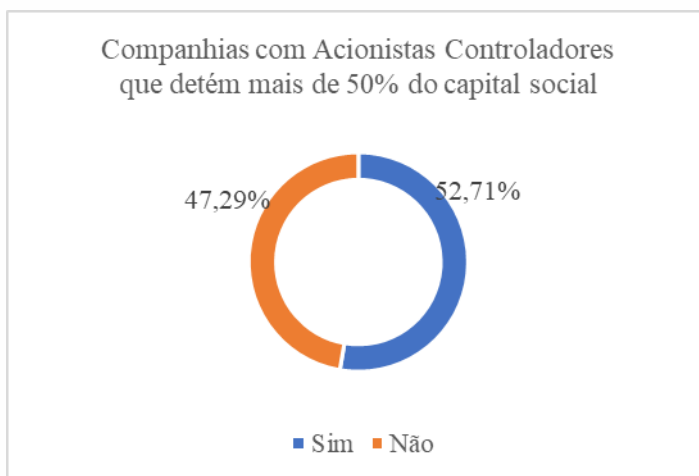
---

293 Estatuto Social da Helbor Empreendimentos S.A. Link: <https://www.rad.cvm.gov.br/ENET/frmExibirArquivoIPEExterno.aspx?NumeroProtocoloEntrega=1124979> Acesso em 09 de fevereiro de 2024

da validade e conformidade destas disposições estatutárias com a legislação societária<sup>294</sup>.

A CVM, no Parecer de Orientação nº 36/09<sup>295</sup>, já se manifestou de forma contrária as cláusulas péticas. No entendimento da autarquia, as referidas cláusulas não são compatíveis com os princípios e normas consubstanciadas na Lei nº 6.404/76, sendo assegurado aos acionistas que eventualmente votarem pela exclusão de uma *Poison Pill* e não realizarem a oferta pública prevista na cláusula pétrea, a não submissão a processos e punições por parte da CVM.

## 2.7. COMPANHIAS COM *POISON PILL* QUE POSSUEM ACIONISTAS CONTROLADORES COM MAIS DE 50% DO CAPITAL SOCIAL



Examinando a partir deste tópico o grau de dispersão acionária das 129 companhias que adotam *Poison Pills*, temos que 68 (52,71%) apresentam acionistas ou bloco de acionistas controladores que

294 NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. **Medidas Defensivas à Tomada de Controle de Companhias**. 2º ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 221 e CARVALHOSA, Modesto. **As *poison pills* estatutárias na prática brasileira - alguns aspectos de sua legalidade**. In CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; e ARAGÃO, Leandro Santos de (coord) Direito societário desafios atuais, p. 26.

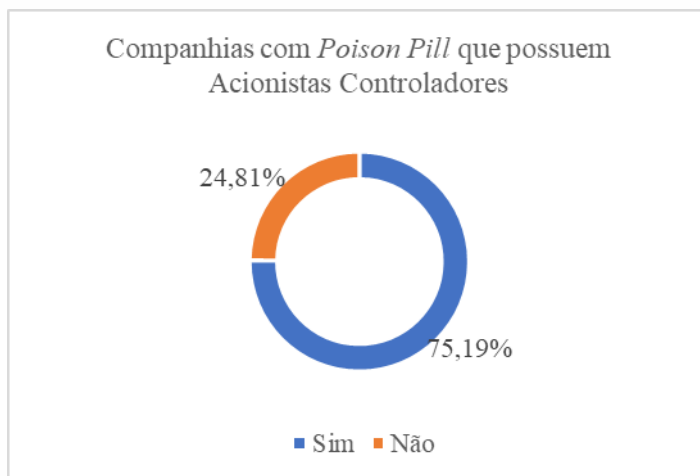
295 Parecer de Orientação CVM nº 36/09. Link: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare036.html> Acesso em 09 de fevereiro de 2024



possuem mais de 50% do capital social. Já em 61 (47,29%), não há acionistas que exerçam o controle majoritário.

Ao constatarmos que, dentre as companhias adotam medidas defensivas, existe uma maioria cuja mais da metade do capital social encontra-se altamente concentrado, podemos observar uma contradição na aplicação das *Poison Pills*. Nesse sentido, a medida defensiva não exerce a sua função inicialmente designada em mais da metade das companhias brasileiras que fazem seu uso, tendo em vista que tais companhias não apresentam dispersão acionária que justifique o seu emprego. Como será visto no tópico 3, esta constatação revela o desvirtuamento finalístico no uso das *Poison Pills* pelas companhias no Brasil.

## **2.8. COMPANHIAS COM *POISON PILL* QUE POSSUEM ACIONISTAS CONTROLADORES, INDEPENDENTEMENTE DE POSSUÍREM OU NÃO MAIS 50% DO CAPITAL SOCIAL**



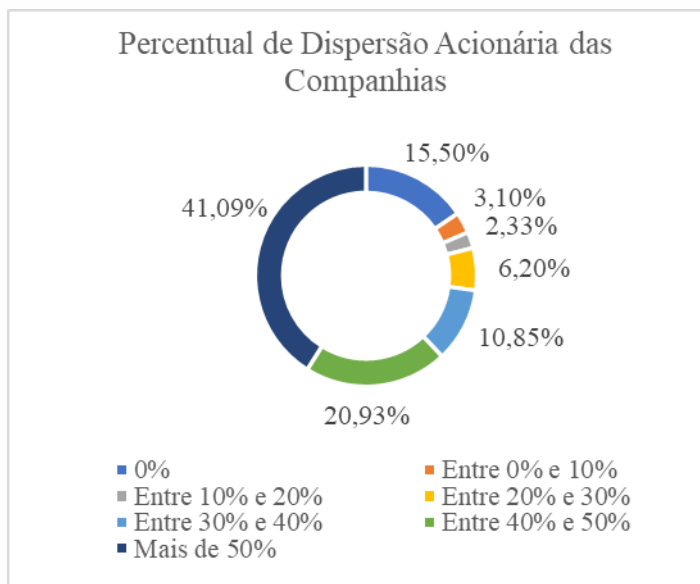
Ampliando o escopo de análise para as companhias cujo controle é exercido de forma minoritária, ou seja, os acionistas controladores detêm menos de 50% do capital social, 97 (75,19%) das 129 companhias pesquisadas possuem acionistas controladores, exercendo controle

majoritário ou minoritário, enquanto que em 32 (24,81%) a figura do acionista controlador não se faz presente.

Dentre as 97 companhias com acionistas controladores, em 68 (52,71%) o controle é majoritário e em 29 (22,48%) o controle é minoritário.

Tais dados corroboram com a tese do desvirtuamento das *Poison Pills*, dado a sua utilização para a manutenção do controle societário vigente e não para a proteção da dispersão acionária.

## 2.9. PERCENTUAL DE DISPERSÃO ACIONÁRIA NAS COMPANHIAS COM *POISON PILLS*



Em relação as 129 companhias pesquisadas, 53 (41,09%) possuem uma dispersão acionária superior a 50% do montante total de ações, 27 (20,93%) têm dispersão entre 40% e 50% do capital social, 14 (10,85%) detém dispersão entre 30% e 40%, 8 (6,20%) apresentam dispersão entre 20% e 30%, 3 (2,33%) têm dispersão entre 10% e 20%,

4 (3,10%) detém dispersão entre 0% e 10%, e 20 (15,50%) não possuem qualquer grau de dispersão acionária.

Para a definição do percentual do capital social que pode ser classificado como disperso, utiliza-se a conceituação de ações em circulação, estabelecida na Resolução CVM nº 85, de 31 de março de 2022<sup>296</sup>.

Os dados acima confirmam a utilização majoritária das *Poison Pills* por companhias em que mais da metade de seu capital pertence a um ou mais acionistas controladores. Contudo, deve se reconhecer a existência de uma parte considerável de empresas cuja dispersão acionária é superior a 50%, o que reflete a necessidade de se adotar medidas para defender a pulverização.

### **3. ANÁLISE DADOS: O ELEVADO GRAU DE CONCENTRAÇÃO ACIONÁRIA NAS COMPANHIAS BRASILEIRAS**

Pelos dados obtidos, pode-se afirmar que a grande maioria das companhias abertas no Brasil não adotam *Poison Pills* em seus estatutos. Aproximadamente, de cada cinco companhias apenas uma faz uso das medidas defensivas. Estas informações revelam o alto grau de concentração do capital social nas companhias, tendo em vista que, de certo modo, a ausência de *Poison Pills* em grande parte dos estatutos demonstra desnecessidade da aplicação de tal dispositivo.

Examinando o histórico e o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, La Poerta *et al* identifica a existência de dois sistemas de *corporate governance*, sendo eles o sistema de capital disperso e o de capital concentrado<sup>297</sup>. O primeiro sistema é caracterizado pela “solidez e robusteza” de sua estrutura, com a presença de companhias

---

296 Art. 3º, II da Resolução CVM nº 85: “todas as ações emitidas pela companhia objeto, excetuadas as ações detidas pelo acionista controlador, por pessoas a ele vinculadas, por administradores da companhia objeto, e aquelas em tesouraria”

297 LA PORTA, Rafael; LÓPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. **The Economic Consequences of Legal Origins**. *Journal of Economic Literature*, Pittsburgh, v. 46, n. 2, p. 285-322, June 2008.

de capital acionário pulverizado, além de normas sobre direitos dos acionistas e divulgação de informações ao mercado. Já o segundo sistema seria “incipiente e limitado”, com um diminuto arcabouço legal e regulatório e a presença de grandes blocos de controle sobre as companhias. Enquanto os Estados Unidos e o Reino Unido são exemplos de países que se encaixam no primeiro sistema, o Brasil é associado ao desenvolvimento do segundo sistema corporativo.

Atualmente, o estudo feito pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) em 2019, corrobora com o cenário de concentração acionária no país. Segundo a pesquisa, das 100 maiores empresas brasileiras não financeiras, em média, 44,8% da totalidade das ações com direito a voto eram de propriedade do maior acionista da companhia. Ademais, em mais da metade das companhias pesquisadas, o acionista controlador detinha mais de 50% do capital social votante<sup>298</sup>.

Entretanto, constata-se tendência recente em prol da dispersão do capital social, em razão da disseminação sobre os potenciais benefícios para companhia oriundos do estímulo à pulverização de sua base acionária. Este movimento pode ser observado principalmente nas companhias listadas no Novo Mercado, como evidenciado pelos dados sobre a adoção de *Poison Pills* pelas empresas que integram este grupo. Nesse sentido, o Novo Mercado é um segmento especial de listagem voltado para companhias que se comprometem, por meio da observância de normas estabelecidas pela B3, a adotarem boas práticas de governança corporativa. Como exemplo, empresas que participam do Novo Mercado são obrigadas a apresentarem um patamar mínimo de 20% das ações de sua emissão em circulação (*free float*).

---

298 **Estudo sobre as 100 maiores empresas não financeiras do Brasil.** Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). 2019.

#### 4. ANÁLISE DADOS: O DESVIRTUAMENTO DA *POISON PILLS*

Já os dados sobre dispersão acionária em companhias que adotam *Poison Pills* revelam que a maioria apresenta mais da metade de seu capital social concentrado, o que denota uma certa contradição na aplicação de medidas defensivas por empresas cuja base acionária não é pulverizada, mas sim altamente concentrada.

Erica Gorga, em estudo empírico sobre as mudanças no grau de dispersão das ações das companhias brasileiras, analisou a presença de *Poison Pills* nas empresas listadas no Novo Mercado e nos Níveis 1 e 2 da então Bovespa – hoje conhecida como B3. Das 84 companhias examinadas, 47 (55,95%) tinham inseridos em seus estatutos cláusulas de proteção à dispersão acionária. Entretanto, o referido estudo não examinou a eventual adoção de *Poison Pills* por companhias com controlador definido, uma vez que a autora, ao justificar o não exame de tais empresas, partiu do pressuposto da desnecessidade de utilização de destas medidas por companhias cujo capital é majoritariamente concentrado<sup>299</sup>.

Contudo, Erica Gorga reconhece a existência de companhias com controle definido que incluem *Poison Pills* em seus estatutos, sendo que, para a autora, não seria claro quais os motivos que levam tais companhias a aplicarem medidas defensivas<sup>300</sup>. Ressalta-se que, nestas hipóteses de uso, a *Poison Pill* restringiria o poder de venda da companhia por parte de seu acionista controlador. Desse modo, o estudo afirma que acionistas e administradores não compreendem os efeitos concretos das medidas defensivas, sendo estas utilizadas de forma indiscriminada e desvirtuada.

---

299 GORGA, Érica, **Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries**. Cornell Law Faculty Working Papers, paper 42, 2008. p. 33

300 GORGA, Érica, **Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries**. Cornell Law Faculty Working Papers, paper 42, 2008. p. 84

Em consonância, João Pedro Barroso do Nascimento critica desvirtuamento finalístico da *Poison Pill* dispondo que tais mecanismos “em vez de evitarem ofertas de controle nocivas, acabam funcionando como ferramenta de manutenção da estrutura de controle concentrado”<sup>301</sup>. Já Francisco Müssnich ressalta que o uso de *Poison Pills* por companhias com capital pouco disperso gera uma situação de discriminação entre os acionistas, dado que somente o controlador possuiria o percentual de ações igual ou superior ao estabelecido pela cláusula estatutária, sem estar obrigado a efetuar uma oferta pública de aquisição de ações<sup>302</sup>.

Outra razão que pode justificar a presença de *Poison Pills* nos estatutos de companhias com base acionária concentrada é o insucesso de determinadas empresas na realização de ofertas públicas inicial de ações, também conhecido, no inglês, como *initial public offer* (*IPO*). Diversas companhias, como parte da ação preparatória para a abertura de capital, adicionam em seus estatutos cláusulas de proteção a dispersão acionária, haja vista que a realização de um *IPO* implica, na maioria das vezes, na perda de participação societária dos atuais acionistas em prol da entrada de novos investidores<sup>303</sup>.

Nesse sentido, com a *Poison Pill*, o *IPO* torna-se uma estratégia atrativa para aqueles que desejam atrair novos investidores sem abrir mão do domínio sobre a companhia.

Além disso, Marcelo Ramos Leite destaca que, neste contexto de desvirtuamento, a *Poison Pill* dificulta a formação de blocos de minorias relevantes, principalmente em companhias onde o percentual de acionamento da pílula é baixo, uma vez que, ao desempenhar um

---

301 NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. **Medidas Defensivas à Tomada de Controle de Companhias**. 2º ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019, pag.: 60.

302 MÜSSNICH, F. A. M. **Análise prática e considerações sobre a realidade e a aplicação das medidas de proteção à tomada hostil de controle nos estatutos sociais das companhias abertas brasileiras (“Brazilian Pills”)**. In: Alexandre Couto Silva. (Org.). *Direito societário: estudos sobre a Lei de sociedades por ações*. 1ed. São Paulo: Saraiva. P. 56

303 ZANINI, Carlos Klein. **A Poison Pill brasileira: desvirtuamento, antijuridicidade e ineficiência**. In: *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*. Malheiros: São Paulo, 2011, pp. 264 e 267.

papel de barreira para a aquisição de uma participação acionária mais expressiva, os acionistas minoritários encontram dificuldades para exercer um maior grau de poder sobre a companhia, como a indicação de membros para o conselho de administração e o conselho fiscal<sup>304</sup>.

Portanto, os dados apresentados na pesquisa confirmam o fenômeno já identificado e abordado por parte da doutrina: a existência de desvirtuamento na utilização de medidas defensivas contra ofertas hostis por companhias abertas brasileiras, na medida em que elas, em sua ampla maioria, auxiliam na preservação do controle societário original, e, conseqüentemente, dificulta a dispersão acionária.

## 5. CONCLUSÃO

O presente artigo buscou divulgar os resultados da pesquisa empírica realizada na Iniciação Científica intitulada “*Ofertas Hostis e Medidas Defensivas: Diagnóstico sobre a Estrutura e Eficácia das Poison Pills nas Companhias Brasileiras*”. Os dados revelam informações sobre a estrutura e utilização da *Poison Pill* enquanto cláusula estatutária de proteção à dispersão acionária. Quando examinados, os dados demonstram que o instituto da *Poison Pill* ainda não é previsto em grande parte dos estatutos sociais das companhias analisadas.

A pesquisa também corrobora a evidência de maior presença de medidas defensivas em companhias listadas no Novo Mercado, o que comprova o impacto das regras de governança corporativa sobre as empresas que integram tal segmento. Consta-se também a presença maior de *Poison Pills* do tipo “A”, em comparação com a do tipo “B”, além da ausência de cláusulas péticas na maior parte dos estatutos sociais.

Embora haja exceções, os números obtidos na pesquisa evidenciam o desvirtuamento finalístico das *Poison Pills* no Brasil, dado que parcela majoritária das companhias que adotam os mecanismos

---

304 LEITE, Marcelo Ramos. **Poison Pill Brasileira e a Dispersão Acionária no Brasil**. Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Porto Alegre: 2015.

defensivos não apresentam pulverização acionária que justifique a inserção de cláusulas protetivas em seus estatutos. Em outras palavras, estas medidas são utilizadas com propósitos diferentes da finalidade original, ajudando proteger a concentração ao invés da dispersão acionária.

Diante das informações obtidas, podemos inferir que os dados coletados confirmam duas teorias disseminadas e já apontadas previamente pela doutrina e por demais estudos empíricos. São elas: (i) o alto grau de concentração acionária no mercado brasileiro e, conseqüentemente, o reflexo da presença minoritária das cláusulas de proteção à tomada de controle nos estatutos sociais; e (ii) o desvirtuamento no uso da *Poison Pill*, em prol da preservação das estruturas de controle.

Portanto, o propósito deste artigo e da pesquisa consistiu em fomentar as discussões sobre a utilização da *Poison Pill* pelas companhias brasileiras, fornecendo dados que poderão auxiliar pesquisas futuras a destrinchar melhor a seara de debates envolvendo medidas defensivas à tomada de controle e a preservação da dispersão acionária no mercado de capitais brasileiro.



## 6. BIBLIOGRAFIA

BARCLAY, Christopher, *Defensive Strategies to Hostile Takeover Arremps: The Impact of Norlin Corp. v. Rooney Pace, Inc.*, in Northern Kentucky Law Review 13 ( 1986- 1987)

CARVALHOSA, Modesto. **As Poison Pills Estatutárias na Prática Brasileira: alguns aspectos de sua Legalidade.** In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos de. Direito Societário: Desafios Atuais. São Paulo: Quartier Latin

CARVALHOSA, Modesto, *The Brazilian Experience with Respect to Tender Offers*, in Journal of Comparative Corporate Law and Securities Regulation 3 (1981).

DAMI, Anamélia Borges Tannús; ROGERS, Pablo; DA SILVA, Wesley Mendes; RIBEIRO, Kárem Cristina de Souza. **Estrutura de Propriedade no Brasil: Evidências Empíricas no Grau de Concentração Acionária.** Congresso FIPECAFI-USP. 2015

DE SOUZA, Paloma dos Reis Coimbra. **A Tomada de Controle de Companhia Aberta: A Poison Pill à Brasileira.** Dissertação de Mestrado, Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo. São Paulo

EIZIRIK, Nelson. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico.** 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A comentada.** São Paulo: Quartier Latin, 2015. 4. v.1

GORGA, Érica, **Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries.** Cornell Law Faculty Working Papers, paper 42, 2008.

HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. **The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach**. 3rd Edition. Oxford University Press, 2017.

LA PORTA, Rafael; LÓPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. **The Economic Consequences of Legal Origins**. Journal of Economic Literature, Pittsburgh, v. 46, n. 2, p. 285-322, June 2008

LEAL, R. P. C., Silva, A. L. C. D., & Valadares, S. M. (2002). **Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. Revista de Administração Contemporânea**.

LEITE, Marcelo Ramos. **Poison Pill Brasileira e a Dispersão Acionária no Brasil**. Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Porto Alegre: 2015

MORAES, Luiza Rangel de, **A pulverização do controle de companhias abertas**, in Revista de Direito Bancário 32 (2006).

MOURA AZEVEDO, Luís André N. de. **Ativismo dos Investidores Institucionais e Poder de Controle nas Companhias Abertas de Capital Pulverizado Brasileiras**. In: CASTRO, Rodrigo R. M. de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (coord.). Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 238

MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de controle na sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 106-107

MUNHOZ, Eduardo Secchi, **Desafios do direito societário brasileiro na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas diluído e concentrado**, in Direito Societário. Desafios Atuais, coord. R. R.

MÜSSNICH, F. A. M.. **Análise prática e considerações sobre a realidade e a aplicação das medidas de proteção à tomada hostil de**

**controle nos estatutos sociais das companhias abertas brasileiras (“Brazilian Pills”)**. In: Alexandre Couto Silva. (Org.). Direito societário: estudos sobre a Lei de sociedades por ações. 1ed. São Paulo: Saraiva

NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. **Medidas Defensivas à Tomada de Controle de Companhias**. 2º ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

PITTA, Andre Grünspun. **A Capitalização da Empresa e o Mercado de Valores Mobiliários**. 1. ed. rev. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

PALMITER, Alan R. **Securities Regulation**. 7. ed. rev. New York: Wolters Kluwer, 2017.

PRADO, R. N. **Desconcentração do Poder de Controle e Poison Pills: Evolução no Mercado de Capital brasileiro**. In: CASTRO, R. R. M. D.; AZEVEDO, L. A. N. D. M. Poder de Controle e outros temas de Direito Societário e Mercado de Capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2010. págs. 376-409.

RICHTER JÚNIOR, Mário Stella, SALOMÃO FILHO, Calixto, **Interesse Social e Poderes dos Administradores na Alienação de Controle**, in Revista de Direito Mercantil. 89 (1993 )

SALOMÃO, Eduardo, **Brazilian Poison Pills: rare but legitimate**. In International Financial Law Review 36 ( 1990 )

SHIGUEMATSU, Plínio José Lopes, **Mecanismos de proteção e estratégias de defesa em tomadas hostis de controle, in Direito Societário – Desafios Atuais**, coord. R. R. M. CASTRO e L. S. ARAGÃO, São Paulo, Quartier Latin, 2009

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de, **Poison pill: modismo ou solução**, in **Direito Societário – Desafios Atuais**, coord. R. R. M. CASTRO e L. S. ARAGÃO, São Paulo, Quartier Latin, 2009

ZANINI, Carlos Klein, **A poison pill brasileira: desvirtuamento, antijuridicidade e ineficiência**, in **Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneo**, coord. M. V. ADAMEK, São Paulo, Malheiros, 2011.