

Aquisições Hostis: métodos de execução e mecanismos defensivos (*)

Hostile Takeovers: execution methods and defensive mechanisms

Adquisición hostil de una empresa de capital abierto: métodos de aplicación y mecanismos de defensa

Matteo Ferraz Ungarelli¹

Alessandra Lignani de Miranda Starling e Albuquerque²

Sumário: Introdução. **1** – Aquisições hostis. **2** – Mecanismos de defesa contra as aquisições hostis. – Conclusão. – Referências.

Resumo: Este trabalho investiga os dois principais meios de realização de uma aquisição hostil de uma companhia aberta (*hostile takeover*), sendo eles: (I) a realização de uma Oferta Pública de Aquisição (OPA) para controle de companhia aberta; (II) por intermédio da chamada escalada acionária na Bolsa de Valores. Este artigo analisa ainda, o mecanismo defensivo preventivo contra aquisições hostis batizado como *poison pill*, assim como, os seguintes mecanismos repressivos de defesa: (I) *greenmail*; (II) *standstill agreement*; (III) *white knight*; (IV) *white squire*; (V) *Capital structure changes*; (VI) *litigation*; (VII) *pac-man defense*; (VIII) *Crown Jewel*. Almejando atingir os objetivos descritos, este artigo faz uso da pesquisa bibliográfica e documental.

(*) Recibido: 11/11/2020 | Aceptado: 20/02/2021 | Publicación en línea: 01/04/2021.



Esta obra está bajo una [Licencia Creative Commons Atribución-NoComercial 4.0 Internacional](https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/)

¹ Graduando em Direito pela Faculdade de Direito de Vitória - FDV.
matteoungarelli2@gmail.com

² Advogada atuante na área Empresarial: Societário, Empresas Familiares, Negociação, Compliance, Propriedade Industrial, Recuperação de Empresas. Professora de Direito Empresarial da Faculdade de Direito de Vitória - FDV - Coach Life and Professional- Membro da Sociedade Brasileira de Coaching - SBC com enfoque na área jurídica. Doutoranda em Direitos e Garantias Fundamentais pela FDV - Mestre em Direito Empresarial pela Faculdade de Direito Milton Campos - FDMC. Graduada em Direito pela Universidade Federal do Espírito Santo – UFES.
alessandralmsa@gmail.com

Palavras-chave: Aquisição hostil, companhia aberta, mecanismos defensivos.

Abstract: *This paper investigates the two main means of carrying out a hostile takeover of a publicly-held company (Hostile takeover), namely: (I) the holding of a Public Tender Offer to control a publicly-held company; (II) through the so-called stock escalation on the Stock Exchange. This article also analyzes the preventive defensive mechanism against hostile takeovers called poison pill, as well as the following repressive defense mechanisms: (I) greenmail; (II) standstill agreement; (III) white knight; (IV) white squire; (V) Capital structure changes; (VI) litigation; (VII) pac-man defense; (VIII) Crown Jewel. Aiming to achieve the objectives described, this article makes use of bibliographic and documentary research.*

Keywords: *Hostile takeover, publicly held company, defensive mechanisms.*

Resumen: Este documento investiga los dos medios principales para llevar a cabo una adquisición hostil de una empresa de capital abierto (*hostile takeover*), a saber: (I) la realización de una Oferta Pública de Licitación para controlar una empresa que cotiza en bolsa; (II) a través de la denominada escalada bursátil en Bolsa. Este artículo también analiza el mecanismo defensivo preventivo contra adquisiciones hostiles denominado *poison pills*, así como los siguientes mecanismos defensivos represivos: (I) *greenmail*; (II) *standstill agreement*; (III) *white knight*; (IV) *white squire*; (V) *Capital structure changes*; (VI) *litigation*; (VII) *pac-man defense*; (VIII) *Crown Jewel*. Con el objetivo de alcanzar los objetivos descritos, este artículo hace uso de la investigación bibliográfica y documental.

Palabras-clave: Adquisición hostil, empresa de capital abierto, mecanismos defensivos.

Introdução

Perante companhias com capital aberto e pulverizado, inexistindo um acionista ou grupo de acionistas que detenham mais da metade das ações com direito à voto, teremos a confecção de uma companhia suscetível a ter seu poder de controle adquirido mediante uma aquisição hostil. Essa operação societária independe do consentimento dos administradores e controladores da companhia-alvo.

Surge então o seguinte questionamento, norteador deste estudo: quais são os métodos de execução e defesa ante uma aquisição hostil?

Objetivando responder à pergunta exposta, o presente artigo se compromete em apresentar as mais tradicionais formas de execução de uma aquisição hostil, bem como os mecanismos defensivos tradicionalmente utilizados pelas companhias ao redor do globo.

1. Aquisições hostis

As aquisições hostis, também batizadas como tomada de controle e *hostile takeovers*, constituem operações societárias em que uma companhia ou investidor adquire o controle efetivo de uma companhia de capital aberto ao obter mais de 50% das ações com direito à voto. Importante frisar que a utilização do termo “hostil” se dá, pois os administradores e controladores da companhia alvo que tem seu controle “tomado” não estavam de acordo ou conscientes quanto à realização dessa operação. Em outras palavras, aquisição hostil pode ser entendida como quando uma companhia (ou investidor) “toma à força” o controle de outra, ou simplesmente quando se verifica uma oferta sem negociação prévia.

No entanto, a nomenclatura “hostil”, na verdade, deve ser vista como meramente a apresentação de uma oferta sem que tenha ocorrido antes uma negociação, o que não pode, por si só, ensejar a interpretação de ser uma oferta agressiva.³

A aquisição hostil apenas é possível em face de sociedades anônimas com capital pulverizado, existindo um alto *free float* (ações em negociação no mercado), de modo que o poder de controle da companhia esteja assumido por menos da metade das ações com direito à voto.

O primeiro passo para a efetivação de uma aquisição hostil é a realização de uma Oferta Pública de Aquisição (OPA) – *tender offer*, direcionada aos demais acionistas detentores de ações com direito à voto, não sendo necessária a prévia informação à administração da sociedade alvo. O artigo 257 da Lei 6.404/1976 (Lei das Sociedades Anônimas – LSA)⁴ exige que para realização da OPA é imprescindível a participação de instituição financeira, que será responsável pela garantia do cumprimento das obrigações assumidas pelo ofertante. Além disso, o artigo 258 da LSA dispõe as indicações a serem contidas pelo ofertante e instituição financeira no instrumento de oferta de compra, tratando-se de:

- I - o número mínimo de ações que o ofertante se propõe a adquirir e, se for o caso, o número máximo;
- II - o preço e as condições de pagamento;
- III - a subordinação da oferta ao número mínimo de aceitantes e a forma de rateio entre os aceitantes, se o número deles ultrapassar o máximo fixado;
- IV - o procedimento que deverá ser adotado pelos acionistas aceitantes para manifestar a sua aceitação e efetivar a transferência das ações;
- V - o prazo de validade da oferta, que não poderá ser inferior a 20 (vinte) dias;
- VI - informações sobre o ofertante.

³ DA SILVA, Diego Yago Rodrigues. **Hostile Takeovers & Shark Repellents: Reflexões Sobre a Dispersão Acionária no Brasil e Medidas Defensivas Contra a Tomada Hostil do Poder de Controle.** 2017. 64 f. Monografia (Pós-graduação Lato Sensu em Direito Societário – LLM) - Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2017. p. 33.

⁴ BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. **Lei das Sociedades Anônimas.** Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. Acesso em: 17 de outubro de 2020.

Parágrafo único. A oferta será comunicada à Comissão de Valores Mobiliários dentro de 24 (vinte e quatro) horas da primeira publicação.⁵

Por estarmos diante de companhias abertas que negociam seus respectivos valores mobiliários no mercado de capitais, é de suma importância que a oferta de aquisição seja mantida em sigilo antes de sua publicação.⁶ Essa foi a lógica respeitada pelos legisladores ante a confecção do artigo 260 da LSA, que dispõe:

“Art. 260. Até a publicação da oferta, o ofertante, a instituição financeira intermediária e a Comissão de Valores Mobiliários devem manter sigilo sobre a oferta projetada, respondendo o infrator pelos danos que causar”.⁷

Teremos aqui uma situação de OPA para aquisição de companhia aberta. O artigo 2º, V da Instrução CVM número 361/2002 sustenta que esse tipo de OPA “é a OPA voluntária de que trata o art. 257 da Lei 6.404/76”⁸ (LSA). Não sendo o caso de aplicabilidade do disposto no artigo 254-A da LSA⁹, que por sua vez trata das hipóteses de OPA por alienação de controle. Esse outro tipo de OPA é “obrigatória, realizada como condição de eficácia de negócio jurídico de alienação de controle de companhia aberta, por força do art. 254-A da Lei 6.404/76”¹⁰.

A LSA no parágrafo 4º, ainda do artigo 254-A, garante a possibilidade de o adquirente do controle acionário da companhia aberta “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”,¹¹ todavia, caso seja esse o caso, configurar-se-á uma hipótese de OPA obrigatória, prescindindo seu registro na

⁵ BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. **Lei das Sociedades Anônimas**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. Acesso em: 17 de outubro de 2020.

⁶ CRUZ, André Santa. **Direito empresarial - Volume Único**. 10 ed. São Paulo: Gen/Editora Método. 2020. p. 430.

⁷ BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. **Lei das Sociedades Anônimas**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. Acesso em: 17 de outubro de 2020.

⁸ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Instrução CVM n. 361 de 5 de março de 2002**. DOU, Brasília, 28 de janeiro de 2002.

⁹ 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. (BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. **Lei das Sociedades Anônimas**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. Acesso em: 17 de outubro de 2020).

¹⁰ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Instrução CVM n. 361 de 5 de março de 2002**. DOU, Brasília, 28 de janeiro de 2002.

¹¹ BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. **Lei das Sociedades Anônimas**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. Acesso em: 17 de outubro de 2020.

Comissão de Valores Mobiliários (CVM).¹² Oportuno se torna dizer que são de registro mandatório na CVM as seguintes modalidades de OPA: (I) OPA para cancelamento de registro; (II) OPA por aumento de participação; (III) OPA por alienação de controle; essas formas de OPA são de natureza obrigatória, ao passo que a (IV) OPA voluntária; (V) OPA para controle de companhia aberta; (VI) OPA concorrente; por possuírem natureza voluntária, apenas terão registro mandatório na CVM caso envolvam permuta por valores mobiliários, assim dispõe o parágrafo 1º do artigo 2º da Instrução CVM n. 361/2002.¹³

Outro mecanismo existente de formação originária do controle majoritário diz respeito à escalada acionária na Bolsa de Valores. Essa forma de aquisição hostil é efetivada por intermédio da realização de várias ofertas privadas de compra aos acionistas individualmente. De acordo com Roberta Nioac Prado, constitui:

Mecanismo de aquisição de controle acionário, que consiste na aquisição progressiva, em Bolsa de Valores (mercado secundário) e, eventualmente, em contratações privadas com acionistas minoritários, de participações acionárias votantes de emissão da companhia aberta cujo controle se pretende adquirir, pela pessoa, ou grupo de pessoas, físicas ou jurídicas, até que esta(s) adquira(m) número suficiente de ações com direito a voto para efetivamente exercer o controle desta companhia aberta.¹⁴

Quanto às vantagens da escalada acionária cabe salientar: (a) a possibilidade de o ofertante adquirir as ações necessitadas mediante pagamento de valor de cotação no mercado; (b) tendo em vista que tais ofertas não são públicas, será mais forçoso aos administradores e acionistas da companhia-alvo em estabelecerem medidas contrárias à transferência do controle, bem como impede a execução de ofertas concorrentes (fator esse que, fatalmente, levaria a uma elevação do custo de aquisição inicial do ofertante).¹⁵ Apesar das vantagens expostas, não se pode olvidar que o ofertante estará sujeito às oscilações do mercado acionário, ilustrando dessa maneira, uma modalidade de compra de controle instável.

O ordenamento pátrio adota o princípio da não surpresa. Esse princípio “tem por objetivo impedir a adoção de estratégia de aquisição de controle pelo método de escalada sem o prévio conhecimento do mercado”.¹⁶ Esse mandamento está disposto no artigo 12 da Instrução CVM n. 358/2002, vejamos:

¹² VIEIRA, Jorge, MARTINS, Eliseu, FAVERO, Luiz Paulo Lopes. *Poison pills no Brasil: um estudo exploratório*. Rev. contab. finanç. vol.20 no.50 São Paulo May/Aug. 2009. Disponível em:

<https://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772009000200002#snota10>. Acesso em: 17 de outubro de 2020.

¹³ Art. 2º [...] § 1º Somente estarão sujeitas a registro perante a CVM as modalidades de OPA referidas nos incisos I a III do caput e aquelas de que tratam os incisos IV, V e VI, quando envolverem permuta por

valores mobiliários. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Instrução CVM n. 361 de 5 de março de 2002**. DOU, Brasília, 28 de janeiro de 2002).

¹⁴ PRADO, Roberta Nioac. **Oferta Pública de Ações Obrigatória nas S.A. – Tag Along**. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 70.

¹⁵ BOTREL, Sérgio. **Fusões & Aquisições**. 5 ed. São Paulo: Saraiva, 2017. Arquivo Kindle.

¹⁶ BOTREL, Sérgio. **Fusões & Aquisições**. 5 ed. São Paulo: Saraiva, 2017. Arquivo Kindle.

Art. 12. Os acionistas controladores, diretos ou indiretos, e os acionistas que elegerem membros do conselho de administração ou do conselho fiscal, bem como qualquer pessoa natural ou jurídica, ou grupo de pessoas, agindo em conjunto ou representando um mesmo interesse, **que realizarem negociações relevantes** deverão enviar à companhia as seguintes informações:

I - nome e qualificação, indicando o número de inscrição no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas ou no Cadastro de Pessoas Físicas;

II - objetivo da participação e quantidade visada, contendo, se for o caso, declaração de que os negócios não objetivam alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa da sociedade;

III - número de ações e de outros valores mobiliários e instrumentos financeiros derivativos referenciados em tais ações, sejam de liquidação física ou financeira, explicitando a quantidade, a classe e a espécie das ações referenciadas;

IV - REVOGADO;

V - indicação de qualquer acordo ou contrato regulando o exercício do direito de voto ou a compra e venda de valores mobiliários de emissão da companhia; e

VI - se o acionista for residente ou domiciliado no exterior, o nome ou denominação social e o número de inscrição no Cadastro de Pessoas Físicas ou no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas do seu mandatário ou representante legal no País para os efeitos do art. 119 da Lei nº 6.404, de 1976. (grifo nosso)¹⁷

A definição do termo “negociações relevantes”, mencionado no *caput* do artigo, está presente no parágrafo 1º do dispositivo em pauta, dizendo respeito ao(s) negócio(s) em que a participação direta e indireta daqueles elencados no *caput* do dispositivo “ultrapassa, para cima ou para baixo, os patamares de 5%, 10%, 15%, e assim sucessivamente, de espécie ou classe de ações representativas do capital social de companhia aberta”.¹⁸

À vista do exposto, um natural questionamento pode emergir: como uma companhia pode se proteger de uma aquisição hostil? O capítulo seguinte do presente estudo se destina a responder essa indagação.

2. Mecanismos de defesa contra as aquisições hostis

Os mecanismos de defesa contra as aquisições hostis podem se divididos em dois grupos, a saber: (a) os criados como medida preventiva, atuando antes da execução de uma OPA para controle de companhia aberta, ou antes da tentativa de tomada de controle mediante escalada (escalada acionária); (b) aqueles idealizados com o almejo de impedir o processo de aquisição de controle quando já em curso uma oferta de valores mobiliários de uma companhia aberta.¹⁹

No Brasil utiliza-se da expressão *poison pills* (pílulas de veneno) para caracterizar os mecanismos englobados pelo primeiro grupo. As *poison pills* outorgam direitos aos acionistas de uma companhia, objetivando

¹⁷ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Instrução CVM n. 358** de 3 de janeiro de 2002. DOU, Brasília, 28 de janeiro de 2002.

¹⁸ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Instrução CVM n. 358** de 3 de janeiro de 2002. DOU, Brasília, 28 de janeiro de 2002.

¹⁹ BOTREL, Sérgio. **Fusões & Aquisições**. 5 ed. São Paulo: Saraiva, 2017. Arquivo Kindle.

dificultar/desestimular a aquisição do controle e estabelecer ferramentas de proteção aos acionistas, inclusive garantindo, em algumas ocasiões, procedimentos que conferem uma elevada lacuna temporal de resposta pela companhia, possibilitando uma análise exauriente da oferta formulada. As *poison pills* comumente terão natureza estatutária (estando inseridas nos estatutos das companhias), sendo a cláusula mais comum desse tipo a de *fair price provision* (preço justo). Essa cláusula estabelece que havendo a aquisição de certo percentual de ações de emissão da companhia (10%, 15%, etc.) será dever de o adquirente realizar Oferta Pública de Aquisição de ações direcionada perante todos os demais acionistas. De igual maneira, essa cláusula comumente prevê critérios de avaliação que elevam o preço de aquisições das ações.²⁰ Normalmente, o preço terá como base de cálculo a média das cotações do mercado em período determinado (90 dias) somado a um soberbo prêmio, sendo o piso o valor das ações no último aumento de capital efetivado pela companhia.²¹

Aliás, existe outro tipo de *poison pill* utilizada pelas companhias no cenário nacional. Esse outro tipo prevê que quando adquirido o percentual de ações estabelecido (acionando-se o gatilho), deverá o adquirente comunicar ao Diretor de Relações com Investidores e ao Diretor de Pregão da bolsa sua intenção de adquirir controle da companhia para que então um leilão de compra seja organizado, sendo proibidas as aquisições privadas ou em mercado de balcão.²²

Mediante a observância de estudo realizado por Érica Gorga, divulgado em artigo autoral de Carlos Klein Zanini, resta evidente que “a maioria das *poison pills brasileiras* adota o alcance de percentual próximo a *tranche* de 15 a 20% do capital social como gatilho para deflagrar a obrigatoriedade de realização de oferta pública”.²³ Esse estudo foi desempenhado com base nas companhias listadas no segmento do “Novo Mercado” da Bolsa de Valores do Brasil (B3). Vejamos:

Companhias Listadas no Novo Mercado	Percentual detido pelo acionista controlador ou bloco de controle	Percentual de participação a partir do qual é acionada a <i>poison pill</i> brasileira
Agra Empreendimentos Imobiliários S/A	46,33%	20%
American Banknote S/A	32,79%	20%
Brasilagro -Cia. Brasileira de Propriedades Agrícolas		

²⁰ BOTREL, Sérgio. **Fusões & Aquisições**. 5 ed. São Paulo: Saraiva, 2017. Arquivo Kindle.

²¹ BOTREL, Sérgio. **Fusões & Aquisições**. 5 ed. São Paulo: Saraiva, 2017. Arquivo Kindle.

²² GORGA, Érica. **As *poison pills* americanas e as supostas *poison pills* brasileiras**. Migalhas. Disponível em: <<https://migalhas.uol.com.br/depeso/67358/as-poison-pills-americanas-e-as-supostas-poison-pills-brasileiras>>. Acesso em: 17 de outubro de 2020.

²³ 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. P. 265.

	21,14%	20%
Cyrela Commercial Properties S/A	37,80%	15%
Construtora Tenda S/A	60%	20%
Even Construtora e Incorporadora S/A	40,1%	20%
EZ TEC Empreend. e Part. S/A	71,62%	15%
GVT Holding S/A	31,1%	15%
Helbor Empreendimentos S/A	43,59%	20%
Indústrias Romi S/A	36,3%	15%
Inpar S/A	75,6%	20%
LPS Consultoria de Imóveis S/A	49,34%	20%
Lupatech S/A	25,14%	20%
Medial Saúde S/A	50%	20%
Natura Cosméticos S/A	73,42%	15%
Odontoprev S/A	15,8%	15%
Perdigão S/A	36,03%	20%
Positivo Informática S/A	70,72%	10%
Profarma Distr. de Produtos Farmacêuticos S/A	50,9%	20%
Redecard S/A	50%	26%
Rodobens Negócios Imobiliários S/A	25,25%	15%
São Martinho S/A	25,23%	10%
SLC Agrícola S/A	29,3%	20%

Da análise do estudo apresentado nos é possível perceber que a vasta maioria das companhias apresentadas detêm um bloco de controle definido, tendo esses acionistas participação societária que excede em larga escala os percentuais em que a aquisição suscita o estabelecimento da oferta.²⁴ Apesar disso, devemos ter em mente que o estudo exposto observou as companhias do novo mercado, sendo esse o nível mais elevado de governança corporativa da bolsa de valores. Logo, não

²⁴ 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. P. 265/267.

obstante a atenção aos resultados obtidos seja oportuna, essas informações não podem ser consideradas como parâmetro nacional. A título de curiosidade, no novo mercado exige-se (a) somente a existência de ações ordinárias; (b) concessão de *tag along* de 100%; (c) demonstrações financeiras traduzidas para a língua inglesa; (d) ao menos 25% de *free float* (ou 15% caso o volume de negociação diária supere 25 milhões de reais); dentre outras exigências completamente destoantes da realidade das demais companhias listadas na B3.

Quanto ao tipo de *poison pill* mais comum no cenário pátrio, uma pesquisa envolvendo 84 companhias listada na B3, classificadas nos níveis de governança corporativa de “Nível 1”, “Nível 2” e “Novo Mercado”, nos informa que: 56% dessas companhias possuem em seus respectivos estatutos defesas contra potenciais tomadas de controle; sendo dois tipos de defesas identificadas, o “tipo A” (cláusula de *fair price provision*/preço justo), e do “tipo B” (aquelas que exigem a realização de leilão de compra); concluiu-se que aproximadamente 37% das companhias estudadas adotam, unicamente, o “tipo A” de defesa, enquanto que 14% adotam os dois tipos em conjunto, e finalmente, apenas quatro companhias (aproximadamente 3%) adotam exclusivamente o “tipo B”.²⁵

Segundo Sérgio Botrel²⁶, muitas companhias nacionais, pretendendo conferir uma espécie de “imutabilidade” da cláusula estatutária implementadora de medida de proteção à dispersão acionária, inserem em seus estatutos cláusulas que equiparam as *poison pills* à verdadeiras “cláusulas pétreas”. De modo que essas cláusulas, geralmente, preveem a obrigatoriedade de realização de Oferta Pública de Aquisição da totalidade de ações de emissão da companhia aos acionistas que votarem pela alteração ou exclusão da *poison pill*; impondo também ao acionista adquirente que de alguma maneira desprezar a *poison pill* estabelecida (tendo como exemplo a não realização da OPA), a suspensão do direito de voto (sendo o fundamento legal o artigo 120 da LSA²⁷).

Quanto à legalidade de uma cláusula que prevê a imutabilidade de uma *poison pill* a CVM, no Parecer de Orientação número 36/2009, se pronunciou no sentido de que:

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

²⁵ GORGA, Érica. **As poison pills americanas e as supostas poison pills brasileiras**. Migalhas. Disponível em: <<https://migalhas.uol.com.br/depeso/67358/as-poison-pills-americanas-e-as-supostas-poison-pills-brasileiras>>. Acesso em: 17 de outubro de 2020.

²⁶ BOTREL, Sérgio. **Fusões & Aquisições**. 5 ed. São Paulo: Saraiva, 2017. Arquivo Kindle.

²⁷ Art. 120. A assembléia-geral poderá suspender o exercício dos direitos do acionista que deixar de cumprir obrigação imposta pela lei ou pelo estatuto, cessando a suspensão logo que cumprida a obrigação. (BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. **Lei das Sociedades Anônimas**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. Acesso em: 17 de outubro de 2020)

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.²⁸

Assim sendo, a CVM é manifestamente contrária quanto a confecção de disposições que punem os acionistas que votarem pela supressão ou alteração da cláusula de proteção à dispersão acionária, não aplicando forma alguma de penalidade. No entanto, acionistas ou companhias que se entendam lesados podem sempre buscar o poder judiciário, ou uma câmara/tribunal arbitral.

Ademais, imperioso se faz destacar que a percepção brasileira das *poison pills* é fundamentalmente distinta do conceito original norte-americano do que vem a ser esse mecanismo. As *posion pills* americanas, também conhecidas como “*shareholder rights plan*” (plano de direitos dos acionistas), ao serem ativadas, contemporizam aos acionistas a possibilidade de obtenção de ações da companhia por preço significativamente inferior ao de mercado. Tal como no caso das *poison pills* brasileiras, as americanas igualmente possuem um gatilho acionável perante a aquisição de certo montante do capital da companhia. A grande diferença diz respeito aos efeitos após acionado esse gatilho; no caso das americanas, a companhia emitirá novas ações (garantindo, como dito alhures, direito de preferência aos acionistas antigos) visando desestimular a compra de grandes blocos de ações não autorizada pelo conselho de administração da companhia alvo. Assim, pelo fato do adquirente hostil estar excluído do plano de direitos dos acionistas, esse sofrerá uma diluição de suas ações, sendo a tomada de controle reprimida.²⁹

Em suma, uma *shareholder rights plan*, por vezes referida como uma *poison pill*, impede os adquirentes de fazer ofertas públicas sem o apoio do conselho de administração, ameaçando esses adquirentes com um prospecto de diluição maciça de suas posições de ações ordinárias se eles excederem certo limite de propriedade. Normalmente, um *shareholder rights plan* assume a forma de emissão de participações em ações preferenciais que, quando um adquirente compra ações-alvo acima de um limite especificado (normalmente, 10% -15%), permite que todos os titulares, exceto o adquirente, comprem as ações ordinárias da empresa pela metade do preço, a menos que antes de acionar o gatilho, o adquirente tenha obtido o apoio do conselho de administração para sua oferta ou outra negociação para a empresa. (tradução livre)³⁰

²⁸ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Parecer de Orientação nº 036**, de 23 de junho de 2009. DOU, Brasília, 29 de junho de 2009.

²⁹ GORGA, Érica. **As *poison pills* americanas e as supostas *poison pills* brasileiras**. Migalhas. Disponível em: <<https://migalhas.uol.com.br/depeso/67358/as-poison-pills-americanas-e-as-supostas-poison-pills-brasileiras>>. Acesso em: 17 de outubro de 2020.

³⁰ Original em inglês: In a nutshell, a shareholder rights plan, sometimes referred to as a “poison pill,” deters bidders from making takeover bids without the support of the board of directors by threatening these bidders with the prospect of massive dilution of their common stock positions if

Em resumo, teremos que: no modelo norte-americano as *poison pills* geram um real aumento de capital e garantem aos acionistas antigos direito de preferência ante as novas ações emitidas; ao passo que as *poison pills* brasileiras obrigam o adquirente a comprar as ações dos demais acionistas. Vale destacar que a única similaridade entre os dois modelos diz respeito à existência de uma porcentagem determinada de ações que quando adquiridas ativam a *poison pill*.

Como já mencionado, as *poison pills* configuram um mecanismo preventivo de defesa contra as aquisições hostis. Perante aquisições hostis em curso, outros meios são utilizados, sendo os mais populares: (I) *greenmail*; (II) *standstill agreement*; (III) *white knight*; (IV) *white squire*; (V) *Capital structure changes*; (VI) *litigation*; (VII) *pac-man defense*; (VIII) *Crown Jewel*.

O mecanismo (I) *greenmail* poderá ser invocado perante a existência de um grupo de acionistas (ou acionista individual) em detenção de significativa participação acionária. Nessa situação, a companhia poderá estabelecer com esse grupo/acionista um acordo em que estes se comprometem a não realizarem uma oferta pública pelo controle da companhia, recebendo, como recompensa, um substancial valor (prêmio) pela venda das ações direcionadas (*targeted share repurchases*) para a companhia-alvo.³¹ Por conseguinte, diante da realidade do ordenamento pátrio que impõe restrições à recompra de ações, destaca-se de observância fundamental a Instrução CVM n.10, de 14 de fevereiro de 1980, de igual forma o art. 30 da LSA.³²

O (II) *Standstill agreement* (acordo de paralisação), é um acordo em que a companhia-alvo e o potencial adquirente determinam que o último não poderá elevar sua participação em determinado espaço de tempo, gerando assim, uma verdadeira paralisação. Como contraprestação, o potencial adquirente fará jus ao recebimento de compensação pecuniária.

Na psicologia, indivíduos portadores da Síndrome do Cavaleiro Branco sentem uma necessidade compulsiva de salvar e ajudar outras pessoas, essa necessidade se manifesta na constante tentativa de ajudar o próximo, mesmo que essa ajuda seja por vezes inapropriada e indevida. A síndrome carrega esse nome fazendo alusão aos romances medievais clássicos, em que uma dama indefesa é resgatada por um

they exceed a certain ownership threshold. Typically, a shareholder rights plan takes the form of the issuance of interests in preferred stock that, when a bidder buys target stock in excess of a specified threshold (usually, 10%-15%), allow all holders except the bidder to buy the company's common stock at half-price unless before crossing the threshold the bidder has won the support of the board of directors for its bid or other plans for the company.(DAVID, Oscar A., JUNEWICZ, James J., WEBER, Karen A., SHAKE, Lindsay C. **Is Now the Time for Companies to Adopt a Shareholder Rights Plan?** Winston & Straw LLP. Disponível em: <<https://www.winston.com/en/capital-markets-and-securities-law-watch/is-now-the-time-for-companies-to-adopt-a-shareholder-rights-plan.html>>. Acesso em: 17 de outubro de 2020.

³¹ GAUGHAN, Patrick A. **Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings**. 6 ed. Hoboken: John Wiley & Sons, 2015. p. 216.

³² BOTREL, Sérgio. **Fusões & Aquisições**. 5 ed. São Paulo: Saraiva, 2017. Arquivo Kindle.

nobre cavaleiro em uma reluzente armadura.³³ Nesse mesmo sentido, o mecanismo de defesa batizado como (III) *White Knight* (Cavaleiro Branco) se configura quando a companhia alvo da aquisição hostil busca um adquirente, que melhor compactue com seus interesses fundamentais, disposto a realizar uma oferta mais atrativa que a feita pelo primeiro ofertante. Esse novo ofertante terá pleno apoio da companhia-alvo, e desempenhará um papel de salvador (Cavaleiro Branco) ao proteger a donzela em perigo (companhia-alvo).

O mecanismo (IV) *White Squire* (Escudeiro Branco), como o próprio nome sugere, é similar ao *White Knight*. A diferença consiste no fato de que aqui a companhia-alvo busca um interessado em adquirir ações do capital social decorrentes de uma futura emissão, preservando, desse modo, a independência da companhia-alvo, já que o Escudeiro Branco não obterá o controle da empresa como o Cavaleiro Branco.

Outro mecanismo de defesa muito utilizado por companhias-alvo consiste no (V) *Capital structure changes*, que se baseia na alteração da estrutura do capital ou reestruturação societária. Esse método de defesa atua por intermédio da desestimulação do ofertante em adquirir o controle da companhia.

A companhia-alvo pode promover alterações na estrutura de seu capital ou reestruturações societárias, mediante a emissão de novas ações decorrentes de um aumento de capital, por meio do aumento de seu endividamento (por meio da emissão de debêntures, p. ex.), por intermédio da recompra das ações emitidas (observadas as limitações do art. 30 da LSA e da Instrução CVM n. 10, de 14-2-1980), mediante alienação de ativos estratégicos, da aquisição de outras empresas etc.³⁴

A (VI) *litigation* (instauração de litígio) representa uma estratégia bastante tradicional. Nela, a companhia-alvo ajuíza uma ação em face do adquirente, sendo uma manobra legal comum o requerimento de liminar que obrigue a suspensão do processo de aquisição. Com a instauração de ação judicial, a companhia-alvo ganha tempo para confeccionar estratégias defensivas (como a busca por um *White Knight* ou *White Squire*). Como fundamentação jurídica para motivar a ação judicial, Patrick A. Gaughan³⁵ nos explica que o Requerente poderá: (a) invocar o direito concorrencial, sustentando que a adquirente praticou medidas anticoncorreciais ao decorrer do procedimento da oferta pública; (b) alegar a existência de divulgação inadequada (*Inadequate disclosure*), sustentando que o adquirente, ao efetuar a oferta pública de aquisição, não forneceu ao mercado as informações exigidas pela lei local (na realidade pátria, o artigo 258 da LSA dispõe a respeito das indicações imprescindíveis à OPA); (c) acusar a ocorrência de fraude por parte do adquirente, se tratando de uma acusação grave e difícil de ser provada, que poderá gerar repercussões nas esferas criminal, cível, e administrativa.

³³EXPLORING YOUR MIND. **White Knight Syndrome and Saviors**. Disponível em: <<https://exploringyourmind.com/white-knight-syndrome-and-saviors/>>. Acesso em: 30 de outubro de 2020.

³⁴ BOTREL, Sérgio. **Fusões & Aquisições**. 5 ed. São Paulo: Saraiva, 2017. Arquivo Kindle.

³⁵ GAUGHAN, Patrick A. **Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings**. 6 ed. Hoboken: John Wiley & Sons, 2015. p. 244.

A (VII) *pac-man defense* (defesa Pac-Man) faz referência ao jogo eletrônico “Pac-Man”. Nesse videogame os personagens tentam comer uns aos outros antes de serem comidos. Tendo em vista a natureza extrema desse meio defensivo, a estratégia é classificada pela doutrina norte-americana como uma “*doomsday machine*” (máquina do fim do mundo).³⁶ Perante uma oferta pública para aquisição do controle, a companhia-alvo se defende realizando uma oferta pública de aquisição em face da companhia que a está tentando adquirir, nessa situação estará configurada a *pac-man defense*.

Por fim, o método defensivo denominado (VIII) *Crown Jewel* (Joia da Coroa) é amplamente popular. Esse mecanismo é adotado por diversas companhias ao redor do planeta. Nele a companhia-alvo se livra de seus primordiais ativos, desencorajando a ofertante quanto à manutenção da tentativa de aquisição hostil.

Imaginemos a situação onde é lançada uma oferta pública para aquisição de controle da Microsoft. Caso exista uma *Crown Jewel* protegendo a companhia, no sentido de alienar o seu departamento de desenvolvimento de tecnologia e propriedade dos softwares a um terceiro, ficará latente que a aquisição da companhia não mais fará sentido, uma vez que os seus principais ativos já não mais farão parte da companhia alvo.³⁷

A decisão de alienação dos ativos relevantes da companhia deve ser meticulosamente analisada pelos administradores e controladores, já que nos termos do art. 116, parágrafo único, da LSA:

O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.³⁸

Dessa maneira, existe o risco de ao promover a venda dos ativos em questão os controles e administradores da companhia serem acusados de abusar do poder de controle, visto ter sido violado o artigo supracitado que preza pela utilização do poder de controle como recurso para a efetivação do objeto social.

Destacamos aqui os principais mecanismos utilizados para proteção quando já em curso a tentativa de aquisição hostil, se tratando de mecanismos repressivos. As estratégias ressaltadas nesse estudo representam as mais comumente utilizadas pelas companhias, porém, principalmente na realidade norte-americana e europeia, diversos outros métodos defensivos são aplicados. O grande desafio dos empresários, contadores, advogados que trabalham com Direito Empresarial, e demais profissionais atuantes na área, se transparece na percepção do mercado de *M&A* de países desenvolvidos, e adaptação das técnicas lá utilizadas ante o ordenamento brasileiro.

³⁶ GAUGHAN, Patrick A. **Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings**. 6 ed. Hoboken: John Wiley & Sons, 2015. p. 245.

³⁷ DA SILVA, Diego Yago Rodrigues. **Hostile Takeovers & Shark Repellents: Reflexões Sobre a Dispersão Acionária no Brasil e Medidas Defensivas Contra a Tomada Hostil do Poder de Controle**. 2017. 64 f. Monografia (Pós-graduação Lato Sensu em Direito Societário – LLM) - Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2017. p.48.

³⁸ BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. **Lei das Sociedades Anônimas**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. Acesso em: 30 de outubro de 2020.

Conclusão

Aquisição Hostil (*Hostile Takeover*) constitui um método de aquisição do controle de uma companhia de capital aberto sem a anuência da companhia-alvo. Existem dois meios de executar uma aquisição hostil. A primeira forma diz respeito à realização de uma OPA para controle de companhia aberta, direcionada aos acionistas detentores de ações com direito à voto. Outra estratégia utilizada para obter o controle de uma companhia aberta consiste na escalada acionária, técnica essa em que o adquirente negocia individualmente com os acionistas a compra de suas ações dispostas no mercado secundário, gerando uma aquisição progressiva de ações até que se garanta o poder de controle da companhia-alvo.

Quanto aos mecanismos de defesa contra as aquisições hostis estudamos os mais tradicionais instrumentos preventivos e repressivos.

No que tange ao método preventivo teremos as *poison pills* (pílulas de veneno). Normalmente as *poison pills* tem natureza estatutária, estando inseridas nos estatutos sociais das companhias; seus efeitos serão ativados quando um adquirente obtiver uma determinada percentagem de ações da companhia (15%, 20%, etc.), ao ter seu gatilho acionado, a *poison pill* obriga o adquirente a efetuar uma Oferta Pública de Aquisição de ações aos demais acionistas, bem como, pode estabelecer a obrigatoriedade de comunicação ao Diretor de Relações com Investidores e ao Diretor de Pregão da bolsa seu objetivo de adquirir controle da companhia, desse modo um leilão de compra haverá de ser estabelecido, tornando-se vetadas as aquisições privadas ou em mercado de balcão.

Quanto aos mecanismos de defesa repressivos, os mais populares são: (I) *greenmail* – recompra de ações em troca de um prêmio; (II) *Standstill agreement* – adquirente se compromete em não mais comprar ações em troca do recebimento de uma contraprestação; (III) *White Knight* – companhia-alvo busca um investidor interessado para adquirir o controle no lugar do ofertante inicial; (IV) *White Squire* - companhia-alvo busca um investidor interessado em adquirir ações do capital social decorrentes de uma futura emissão; (V) *litigation* – instauração de ação judicial; (VI) *Capital structure changes* - alteração na estrutura do capital ou reestruturação societária; (VII) *Pac-man defense* – execução de uma contraproposta pela companhia-alvo; (VIII) *Crown Jewel* – alienação de importantes ativos da companhia-alvo.

Os tipos de *poison pills* e métodos defensivos apresentados ilustram os mais populares perante uma perspectiva global, contudo, não são de forma alguma taxativos, existindo, sobretudo em países desenvolvidos, uma vasta gama de técnicas ainda não adaptadas à realidade nacional.

Referências

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. **Lei das Sociedades Anônimas.**

Disponível em:

<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. Acesso em: 17 de outubro de 2020.

- BOTREL, Sérgio. **Fusões & Aquisições**. 5 ed. São Paulo: Saraiva, 2017.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Instrução CVM n. 358 de 3 de janeiro de 2002**. DOU, Brasília, 28 de janeiro de 2002.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Instrução CVM n. 361 de 5 de março de 2002**. DOU, Brasília, 28 de janeiro de 2002.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Parecer de Orientação n. 036, de 23 de junho de 2009**. DOU, Brasília, 29 de junho de 2009.
- CRUZ, André Santa. **Direito empresarial – Volume Único**. 10 ed. São Paulo: Gen/Editora Método. 2020.
- DA SILVA, Diego Yago Rodrigues. **Hostile Takeovers & Shark Repellents: Reflexões Sobre a Dispersão Acionária no Brasil e Medidas Defensivas Contra a Tomada Hostil do Poder de Controle**. 2017. 64 f. Monografia (Pós-graduação Lato Sensu em Direito Societário – LLM) - Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2017.
- DAVID, Oscar A., JUNEWICZ, James J., WEBER, Karen A., SHAKE, Lindsay C. **Is Now the Time for Companies to Adopt a Shareholder Rights Plan?** Winston & Straw LLP. Disponível em: <<https://www.winston.com/en/capital-markets-and-securities-law-watch/is-now-the-time-for-companies-to-adopt-a-shareholder-rights-plan.html>>. Acesso em: 17 de outubro de 2020.
- EXPLORING YOUR MIND. **White Knight Syndrome and Saviors**. Disponível em: <<https://exploringyourmind.com/white-knight-syndrome-and-saviors/>>. Acesso em: 30 de outubro de 2020.
- GAUGHAN, Patrick A. **Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings**. 6 ed. Hoboken: John Wiley & Sons, 2015.
- GORGA, Érica. **As poison pills americanas e as supostas poison pills brasileiras**. Migalhas. Disponível em: <<https://migalhas.uol.com.br/depeso/67358/as-poison-pills-americanas-e-as-supostas-poison-pills-brasileiras.>>. Acesso em: 17 de outubro de 2020.
- PRADO, Roberta Nioac. **Oferta Pública de Ações Obrigatória nas S.A. – Tag Along**. São Paulo: Quartier Latin, 2005.
- VIEIRA, Jorge, MARTINS, Eliseu, FAVERO, Luiz Paulo Lopes. **Poison pills no Brasil: um estudo exploratório**. Rev. contab. finanç. vol.20 no.50 São Paulo May/Aug. 2009. Disponível em: <https://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772009000200002&lng=pt&nrm=iso&tlng=pt>. Acesso em: 17 de outubro de 2020.
- 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.