



Centro Universitário de Brasília - UniCEUB  
Faculdade de Ciências Jurídicas e Sociais - FAJS  
Curso de Bacharelado em Direito / Curso de Bacharelado em Relações Internacionais

**TOMADAS HOSTIS EM SOCIEDADES DE CAPITAL ABERTO:  
Mecanismos de defesa e casos emblemáticos**

**BRASÍLIA  
2025**

**PAULO VICTOR NEVES SAMPAIO**

**TOMADAS HOSTIS EM SOCIEDADES DE CAPITAL ABERTO:  
Mecanismos de defesa e casos emblemáticos**

Artigo científico apresentado como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Direito/Bacharel em Relações Internacionais pela Faculdade de Ciências Jurídicas e Sociais - FAJS do Centro Universitário de Brasília (UniCEUB).

Orientador: Professor Romilson Amaral Duarte

**BRASÍLIA**

**2025**

**PAULO VICTOR NEVES SAMPAIO**

**TOMADAS HOSTIS EM SOCIEDADES DE CAPITAL ABERTO:**

**Mecanismos de defesa e casos emblemáticos**

Artigo científico apresentado como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Direito/Bacharel em Relações Internacionais pela Faculdade de Ciências Jurídicas e Sociais - FAJS do Centro Universitário de Brasília (UnICEUB).

Orientador: Professor Romilson Amaral Duarte

**BRASÍLIA, 28 DE ABRIL DE 2025.**

**BANCA AVALIADORA**

---

**Professor(a) Orientador(a)**

---

**Professor(a) Avaliador(a)**

## **Resumo**

O presente estudo busca investigar a oferta hostil, tecnicamente denominada Oferta Pública de Aquisição (OPA), e suas implicações, tanto no quadro macroeconômico quanto nas dinâmicas corporativas em companhias abertas. Para isso, é realizada uma extensa análise bibliográfica acadêmica, legal, e jurisprudencial, a fim de compreender a abordagem e percepção da oferta hostil no cenário empresarial brasileiro. Posteriormente, discute-se os principais meios e mecanismos utilizados atualmente como defesa mediante ofertas hostis, e suas consequências para os acionistas, os ofertantes e a diretoria da empresa. Por fim, o artigo destaca alguns casos e tentativas de aquisição hostil, tanto no cenário nacional quanto em outros países, tendo em vista a inevitável internacionalidade do problema em questão, bem como os precedentes americanos pioneiros em casos correlatos, e a utilidade do estudo comparado como forma de trazer soluções e novos questionamentos ao panorama brasileiro.

**Palavras-chave:** oferta hostil; companhias abertas; mercado de capitais; mecanismos de defesa; estudo de caso.

## **Abstract**

This study seeks to investigate the hostile bid, technically known as a takeover bid (OPA), and its implications for both the macroeconomic framework and the corporate dynamics of publicly traded companies. To this end, an extensive academic, legal and jurisprudential bibliographical analysis is carried out in order to understand the approach and perception of the hostile bid in the Brazilian business scenario. It then discusses the main means and mechanisms currently used to defend against hostile bids, and their consequences for shareholders, bidders and the company's board of directors. Finally, the article highlights some cases and attempts at hostile takeovers, both in Brazil and in other countries, bearing in mind the inevitable international nature of the problem in question, as well as the pioneering American precedents in related cases, and the usefulness of comparative studies as a way of bringing solutions and new questions to the Brazilian scenario.

**Keywords:** hostile bid; publicly traded companies; capital markets; defense mechanisms; case study.

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>7</b>
<b>1. Companhias abertas e o Mercado de Capitais.....</b>	<b>9</b>
1.1 O Mercado de Capitais.....	9
1.1.1 Os Tipos de Valores Mobiliários .....	10
1.2 As Sociedades Anônimas de Capital Aberto .....	12
1.2.1 A Companhia e os Acionistas .....	12
1.2.2 Estrutura das Sociedades Anônimas .....	17
1.2.3 Controle e as dinâmicas de poder nas S.As.....	21
<b>2. Oferta Pública de Aquisição (OPA) .....</b>	<b>23</b>
2.1 O Papel do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) em aquisições empresariais .....	27
<b>3. Principais Mecanismos de Defesa Contra Aquisições Hostis .....</b>	<b>30</b>
3.1 <i>Poison pills</i> .....	32
3.1.1 Definição .....	32
3.1.2 Contexto histórico .....	34
3.2 <i>White Knight</i> .....	36
3.3 <i>Golden Parachute</i> .....	37
3.4 <i>Pac-Man Defense</i> (Defesa Pac-Man).....	38
3.5 <i>Greenmail</i> .....	39
3.6 <i>Crown Jewel Defense</i> .....	40
3.7 <i>Staggered Board</i> (Conselho de Administração escalonado) .....	41
<b>4. Casos e Tentativas Emblemáticas de Tomada Hostil.....</b>	<b>42</b>
4.1 Sadia vs Perdigão: o nascimento da BRF ( <i>Poison pills</i> ).....	43
4.1.1 A Sadia .....	43
4.1.2 A Perdigão.....	44
4.1.3 O caso.....	45
4.2 Energisa x Eletropaulo x Enel ( <i>poison pills</i> ) .....	48
4.2.1 A Eletropaulo .....	48
4.2.2 A Energisa .....	50
4.2.3 A Enel.....	51
4.2.4 O caso.....	51
4.3 InBev e Anheuser-Busch (ausência de técnicas de defesa) .....	53
4.3.1 A Anheuser-Busch .....	53

4.3.2 A InBev .....	54
4.3.3 O caso.....	54
4.4 Gafisa (GFSA3) x Tecnisa (TCSA3).....	55
4.4.1 A Tecnisa.....	55
4.4.2 A Gafisa.....	56
4.4.3 O caso.....	57
4.5 Elon Musk e A Compra do Twitter: Um Caso de Tomada Hostil?.....	59
<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>60</b>
<b>Referências Bibliográficas .....</b>	<b>61</b>

## INTRODUÇÃO

No dinâmico cenário empresarial, a busca por expansão, controle de mercado e maximização de lucros constantemente leva as empresas a enfrentarem situações complexas, das quais a tomada hostil emerge como uma estratégia controversa. A tomada hostil, no contexto do direito empresarial, refere-se à aquisição de controle acionário de uma empresa sem a aprovação da administração ou do conselho de diretores. Isso geralmente é feito por meio de ofertas públicas de aquisição (*tender offers*) diretamente aos acionistas ou por meio de disputas por procuração (*proxy fights*) para substituir a diretoria e obter controle da empresa. Este fenômeno, embora seja um meio potencialmente eficaz para consolidar poder e recursos, também desencadeia desafios legais significativos.

Diante da crescente complexidade das ofertas hostis no mercado de capitais, este trabalho busca responder à seguinte questão: “Como os mecanismos de defesa contraofertas hostis podem equilibrar os interesses dos acionistas, administradores e reguladores no mercado de capitais brasileiro?”. Tal questionamento será analisado à luz de estudos de caso, mecanismos de defesa e regulamentações aplicáveis.

Não se deve, contudo, julgar precipitadamente (e erroneamente) correto a aplicabilidade do termo tomada hostil a qualquer relação de fusão ou aquisição de controle empresarial. Uma vez que uma oferta pública de aquisição requer o acúmulo de controle publicamente disperso<sup>1</sup>, tem-se como requisito essencial a existência de uma sociedade anônima de capital aberto - ou simplesmente companhia aberta, sendo esta o alvo da aquisição, ao passo que o adquirente pode ser tanto uma pessoa física quanto jurídica.

Esse tipo de abordagem, ao mesmo tempo em que oferece a oportunidade de ganhos substanciais, frequentemente enfrenta resistência não apenas no âmbito empresarial, mas também no campo jurídico, onde as questões de ética, governança corporativa e proteção dos interesses dos acionistas tornam-se temas cruciais. A complexidade da tomada hostil destaca a importância de um entendimento profundo das dinâmicas legais e empresariais envolvidas, ressaltando a necessidade de estratégias cautelosas e conformidade com as regulamentações vigentes.

Neste contexto, é essencial compreender que a tomada hostil é uma estratégia que pode ter implicações duradouras tanto para a empresa adquirente quanto para a empresa alvo. Ao

---

<sup>1</sup> VIEIRA, Jorge. MARTINS, Eliseu. FÁVERO, Luiz Paulo Lopes. **Poison pills no Brasil: um estudo exploratório**. Revista Contabilidade & Finanças, USP, São Paulo, v. 20, n. 50, p. 6-24. 2009. Disponível em: <<https://www.scielo.br/j/rcf/a/FzmcqRV9MR9BZzmW5XKwWLC/?format=pdf&lang=pt>>. Acesso em: 23 de outubro de 2024.

adotar uma abordagem hostil, a empresa – ou pessoa – em busca de controle enfrenta obstáculos não apenas nos tribunais, mas também em termos de reputação e relacionamentos com stakeholders<sup>2</sup>. A falta de cooperação por parte da administração alvo pode resultar em batalhas judiciais prolongadas e custosas, ao passo que a resistência dos acionistas e a repercussão pública podem prejudicar a imagem da empresa adquirente perante o “tribunal da opinião pública”<sup>3</sup>.

Em um cenário onde a ética empresarial está cada vez mais em destaque, a tomada hostil levanta questões sobre a integridade das práticas corporativas. Empresas que optam por essa estratégia são submetidas a escrutínio público, o que pode afetar sua posição no mercado e a confiança dos investidores.

No âmbito legal, a tomada hostil está sujeita a regulamentações específicas, leis – como Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/1976) e pelas normas da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) – e jurisprudência, por mais limitada que seja, haja vista a raridade de casos relacionados no Brasil. Questões relacionadas a ofertas públicas de aquisição (OPAs), direitos dos acionistas e deveres fiduciários dos administradores são cruciais nesse processo. A legislação muitas vezes busca proteger os interesses dos acionistas minoritários e garantir que as práticas de aquisição sejam conduzidas de maneira justa e transparente.

A delicadeza desse cenário ressalta a necessidade de as empresas adotarem estratégias cautelosas ao buscar ou se defender contra a tomada hostil. Isso inclui a realização de *due diligence* detalhada para entender os riscos e oportunidades associados à aquisição, além de buscar aconselhamento jurídico especializado para garantir conformidade com as leis vigentes. Estratégias de comunicação eficazes também se tornam essenciais para gerenciar a percepção pública e acalmar possíveis preocupações dos *stakeholders*.

Em última análise, enquanto a tomada hostil pode ser uma ferramenta para alcançar objetivos de expansão e controle, a sua execução exige uma abordagem equilibrada que leve em consideração tanto os aspectos legais quanto os impactos éticos e reputacionais. A capacidade de navegar por esse cenário complexo, mantendo o equilíbrio entre os interesses corporativos e as expectativas da sociedade, torna-se crucial para o sucesso a longo prazo das empresas envolvidas nesse tipo de estratégia.

---

<sup>2</sup> Stakeholders: termo em inglês utilizado para se referir às partes que possuem interesses por determinadas ações em uma empresa, principalmente no que tange às práticas de governança corporativa.

<sup>3</sup> A expressão "Court of public opinion" (“tribunal da opinião pública”, em tradução livre) refere-se ao julgamento da sociedade sobre determinado assunto ou pessoa, influenciado por fatores como mídia e redes sociais, sem respaldo legal formal.

## 1. Companhias abertas e o Mercado de Capitais

### 1.1 O Mercado de Capitais

O mercado de capitais desempenha um papel central no sistema financeiro ao facilitar o encontro entre empresas que precisam de financiamento e investidores interessados em aplicar seus recursos. Por meio dele, empresas podem obter capital, enquanto investidores obtêm a possibilidade de alocar recursos visando retornos proporcionais aos riscos assumidos. Ao passo que investidores mais ousados arriscam retornos maiores ao negociar ações na bolsa de valores no Brasil, a bolsa de valores é denominada B3, outros mais conservadores podem considerar a negociação de títulos públicos no Tesouro Direto, por exemplo. Esse mercado é constituído por dois ramos principais: O Mercado Primário e o Mercado Secundário<sup>4</sup>.

O Mercado Primário é o ambiente em que ocorre a emissão original de títulos e valores mobiliários, como ações (via Oferta Pública Inicial) e debêntures, realizadas diretamente pelas empresas com o objetivo de obter recursos. É nessa fase que as empresas acessam o mercado para obter financiamento.

O Mercado secundário, contudo, é aquele no qual os títulos já emitidos são negociados entre investidores, como ocorre na bolsa de valores. Esse segmento é essencial para garantir a liquidez dos valores mobiliários, permitindo que investidores possam comprar ou vender ativos com facilidade. Desse modo, a fim de uma exemplificação prática, temos a seguinte relação:

Aspecto	Mercado Primário	Mercado Secundário
Quem vende	Empresa ou governo (emissor)	Investidores
Quem recebe dinheiro	Empresa ou governo (emissor)	O vendedor do título
Exemplo principal	IPO (oferta inicial pública)	Bolsa de valores

A importância do mercado de capitais vai além da simples negociação de ativos. Ele desempenha um papel estratégico na alocação eficiente de recursos na economia, direcionando capitais para projetos produtivos que podem gerar emprego, inovação e crescimento econômico.

<sup>4</sup> SCALZILLI, João Pedro. **Mercado de capitais: ofertas hostis e técnicas de defesa**. Editora Quartier Latin do Brasil, 2015. Livro físico.

No Brasil, o mercado de capitais é regulado pela Lei nº 6.385/1976, que estabelece as diretrizes para a emissão, negociação e fiscalização de valores mobiliários. Essa lei também criou a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), órgão responsável por supervisionar e regulamentar as atividades do mercado de capitais, garantindo sua transparência e integridade.

Conforme explica Marlon Tomazette<sup>5</sup>, os valores mobiliários assumem um papel duplo nas dinâmicas econômicas. Por um lado, é considerado um investimento por quem o detém, objetivando o lucro. Por outro, é uma forma de alavancar capital por parte do emissor, como alternativa de crédito. As Sociedades de capital aberto, portanto, são caracterizadas pela possibilidade de negociar esses valores no mercado de valores mobiliários.

### 1.1.1 Os Tipos de Valores Mobiliários

Entre os valores mobiliários sujeitos ao regime da Lei nº 6.385/76, em seu artigo 2º, destacam-se, no âmbito das sociedades de capital aberto, as ações, as debêntures, as cotas de fundos de investimento, os certificados de depósito de valores mobiliários, e os bônus de subscrição.

As ações representam a propriedade de uma fração do capital social de uma empresa, conferindo ao seu titular direitos como participação nos lucros e, em alguns casos, direito a voto em assembleias. Ao adquirir ações, o investidor se torna sócio da companhia, participando de seus resultados financeiros, seja por meio de dividendos distribuídos ou pela valorização das ações no mercado.<sup>6</sup>

Existem dois principais tipos de ações: As ordinárias (ON) e as preferenciais (PN).<sup>7</sup> As Ações ordinárias conferem ao acionista o direito de voto nas assembleias gerais da empresa, permitindo participação nas decisões estratégicas, ao passo que as ações preferenciais não oferecem direito a voto, mas garantem prioridade no recebimento de dividendos e, em caso de liquidação da empresa, no reembolso do capital investido.

As debêntures são títulos de dívida emitidos por empresas para captar recursos junto ao mercado, geralmente destinados ao financiamento de projetos ou à reestruturação financeira.

---

<sup>5</sup> TOMAZETTE, Marlon. **Curso de direito empresarial v. 1 Teoria geral e direito societário**. Saraiva Educação SA, 2022. p. 430.

<sup>6</sup> HALLACK, Pedro. **Tudo sobre ações: o que são, tipos, como investir e riscos**. EInvestidor Estadão, São Paulo, 21 de março de 2020. Disponível em: <<https://investidor.estadao.com.br/educacao-financeira/tudo-sobre-acoes/>>. Acesso em: 27 de agosto de 2023.

<sup>7</sup> AFONSO, Rafael. **O que são ações e que tipos existem?** Doutorfinanças, 30 de julho de 2024. Disponível em: <<https://www.doutorfinancas.pt/investimentos/o-que-sao-acoes-e-que-tipos-existem/>>. Acesso em: 10 de setembro de 2024.

Ao adquirir uma debênture, o investidor está, na prática, emprestando dinheiro à empresa emissora, tornando-se seu credor.<sup>8</sup> Em contrapartida, a empresa se compromete a remunerar o investidor por meio de juros periódicos e a devolver o valor principal investido na data de vencimento do título.

Os bônus de subscrição são títulos negociáveis emitidos por empresas de capital aberto que conferem aos seus detentores o direito de subscrever ações adicionais da companhia a um preço previamente estabelecido e dentro de um período determinado.<sup>9</sup> Essa prática permite que os acionistas atuais mantenham ou aumentem sua participação na empresa, evitando a diluição de suas ações em casos de novas emissões.

Os Certificados de Depósito de Valores Mobiliários, conhecidos no Brasil como BDRs (*Brazilian Depositary Receipts*), são títulos emitidos no mercado brasileiro que representam valores mobiliários emitidos por empresas no exterior.<sup>10</sup> Eles permitem que investidores locais tenham acesso indireto a ativos internacionais sem a necessidade de investir diretamente em mercados estrangeiros.

No contexto deste estudo, as ações desempenham um papel central, pois representam frações do capital social das sociedades anônimas e conferem aos seus detentores direitos essenciais, como participação nos lucros e poder de voto nas deliberações sociais. Essa estrutura permite a dispersão do capital entre diversos investidores, mantendo a responsabilidade limitada ao valor investido, característica fundamental das sociedades anônimas.<sup>11</sup>

Além de sua função representativa, as ações influenciam diretamente a dinâmica de poder dentro das sociedades anônimas. A distribuição das ações entre acionistas pode determinar o grau de controle exercido sobre a empresa, sendo comum que grandes investidores ou grupos acionários consolidem um controle majoritário com posições de influência estratégica por meio do acúmulo de ações ordinárias, que garantem direito a voto, como se vê no quadro da BRF S.A., na qual o controle majoritário está nas mãos da Marfrig Global Foods S.A., a qual detém atualmente 50,49% de suas ações<sup>12</sup>.

---

<sup>8</sup>B3. **Títulos Privados**. [B]3, 2023. Disponível em: <[https://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-fixa/debentures](https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-fixa/debentures)>. Acesso em: 23 de outubro de 2024.

<sup>9</sup>BERTOLDI, Marcelo M. **O poder de controle na sociedade anônima: alguns aspectos**. *Scientia Iuris*, p. 51-74, 2004. Bônus de Subscrição. Mais Retorno, 2019. Disponível em: <<https://maisretorno.com/porta/termos/b/bonus-de-subscricao>>. Acesso em: 23 de outubro de 2023.

<sup>10</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Caderno CVM N° 14 BDR. Rio de Janeiro: Cadernos CVM, 2020.

<sup>11</sup> SANTOS, Miguel de Melo Tavares dos; ATAÍDES, Luís Felipe Alves. **As ações no contexto da sociedade anônima**. *Jusbrasil*, 18 de março de 2019. Disponível em: <<https://www.jusbrasil.com.br/artigos/as-aco-es-no-contexto-da-sociedade-anonima/686794295>>. Acesso em: 20 de outubro de 2023.

<sup>12</sup> BRF. **Composição Acionária**. BRF Institucional, 2025. Disponível em: <<https://ri.brf-global.com/governanca-corporativa/composicao-acionaria/>>. Acesso em: 26 de abril de 2025.

No entanto, há casos em que o controle é detido por investidores com uma menor porcentagem de ações, como é perceptível nas hipóteses de controle minoritário. Como demonstra João Pedro Scalzilli em sua obra *Mercado de Capitais: ofertas hostis e técnicas de defesa*<sup>13</sup>, uma grande dispersão acionária pode resultar em um maior poder nas mãos de um acionista que detenha menos do que metade do quadro acionário de uma companhia. Isso é observável atualmente na Samsung, cuja maior acionista é uma subsidiária que detém em torno de 20% de suas ações.<sup>14</sup>

Contudo, nem sempre o controle minoritário se caracteriza pura e simplesmente por uma pequena concentração de capital em meio a uma grande dispersão acionária. A Lei nº 6.404/76 confere, em seu art. 15, §2º, a possibilidade de emissão de ações preferenciais sem direito ao voto em até 50% do total do quadro acionário.<sup>15</sup> Dessa forma, é possível que um acionista detenha 50% do capital de uma empresa em ações preferenciais sem direito a voto, ou seja, sem poder de controle de fato, mas simplesmente com direito a auferição de lucro e prioridade no pagamento dividendos, ao passo que um acionista com 26% das ações totais, porém integralmente ordinárias, possua domínio quase absoluto na tomada de decisões da respectiva companhia.<sup>16</sup>

Nos próximos tópicos, será explorado o papel das ações nas companhias abertas, destacando a criatividade e a flexibilidade observadas em sua estruturação e negociação no mercado para atender a diversos objetivos estratégicos, principalmente no que tange o contexto de fusões e aquisições (M&A), cenário em que se manifestam as ofertas hostis, tema central deste estudo.

## **1.2 As Sociedades Anônimas de Capital Aberto**

### **1.2.1 A Companhia e os Acionistas**

As sociedades anônimas são um tipo de estrutura de organização empresarial que tem seu capital social dividido em ações e cuja responsabilidade dos sócios ou acionistas é limitada ao valor pelo qual subscreveram ou adquiriram as ações. É um modelo organizacional atrativo para investidores, em função da limitação de suas responsabilidades conforme o capital

---

<sup>13</sup> SCALZILLI, João Pedro. **Mercado de Capitais: Ofertas Hostis e técnicas de Defesa**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 44

<sup>14</sup> SAMSUNG. **Stock information**. Samsung, 2023. Disponível em: <<http://samsungsdi.com/ir/stock/shareholders.html>>. Acesso em: 10 de julho de 2024.

<sup>15</sup> SCALZILLI, João Pedro. **Mercado de Capitais: Ofertas Hostis e técnicas de Defesa**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 44.

<sup>16</sup> Ibidem.

investido. No Brasil, as sociedades anônimas desempenham um papel fundamental no ambiente de negócios e na captação de recursos no mercado de capitais brasileiro. A lei 6.404/1976, mais comumente chamada de Lei das S/A, estabelece, em seu artigo 2º, que o objeto de uma sociedade anônima pode ser qualquer empresa com fins lucrativos, podendo esta ser de capital aberto ou fechado (ou simplesmente Companhia aberta ou fechada).

No tocante às companhias fechadas, a referida lei faz uma distinção clara entre ambas as modalidades:

Art. 4º. Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários.

Nas companhias fechadas, os valores mobiliários não são negociados em bolsa, o que limita o acesso do público investidor. Já nas companhias abertas, esses valores estão disponíveis no mercado, possibilitando uma maior dispersão acionária.

As companhias abertas desempenham um papel central no mercado de capitais, permitindo a captação de recursos por meio da emissão de valores mobiliários negociáveis no mercado, como ações e debêntures. São caracterizadas principalmente pelo acesso ao mercado de capitais, o que, por sua vez, presume a existência de duas outras características: a transparência na governança corporativa, e a participação dos acionistas nas dinâmicas societárias.

As sociedades de capital aberto, no Brasil, são obrigadas a seguir padrões rigorosos de transparência e governança corporativa, conforme estabelecido pela Lei das S.A., bem como regulamentações da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A exemplo disso, observa-se o disposto no art. 176 da Lei nº 6.404/1976:

Art. 176. Ao fim de cada exercício social, a diretoria fará elaborar, com base na escrituração mercantil da companhia, as seguintes demonstrações financeiras, que deverão exprimir com clareza a situação do patrimônio da companhia e as mutações ocorridas no exercício:

- I - balanço patrimonial;
- II - demonstração dos lucros ou prejuízos acumulados;
- III - demonstração do resultado do exercício; e
- IV – demonstração dos fluxos de caixa; e
- V – se companhia aberta, demonstração do valor adicionado

A transparência, acima de tudo, é o pilar que sustenta a boa imagem, bem como presume a boa-fé de uma sociedade para com seus acionistas. As companhias abertas devem divulgar informações precisas, completas e tempestivas sobre suas atividades, desempenho financeiro e

práticas de governança. Essa obrigação inclui a publicação regular de demonstrações financeiras auditadas, fatos relevantes e comunicados ao mercado. Afinal, as boas práticas de governança corporativa fortalecem a confiança dos investidores, o que ameniza a insegurança e reafirma o *afectio societatis* que, apesar de não possuir o peso que detém nas sociedades de responsabilidade limitada, ainda se faz presente nas de capital aberto.

A exemplo disso, um estudo recente<sup>17</sup> auferiu que 67% das companhias abertas brasileiras aderem às práticas recomendadas pelo Código Brasileiro de Governança Corporativa, o que demonstra um compromisso crescente com a transparência e a integridade no mercado nacional e, por sua vez, o poder que esta “mão invisível”<sup>18</sup> exerce nos mercados conforme os padrões de ética reivindicam um espaço maior em nossa sociedade.

No tocante à participação dos acionistas, estes possuem direitos que lhes permitem influenciar as decisões estratégicas da empresa e participar dos resultados financeiros. O art. 109 da Lei das S.As destaca os direitos essenciais, disponíveis a todo e qualquer acionista. São eles:

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.

Dentre os muitos direitos conferidos aos acionistas, para aqueles que têm em mente mais do que o simples auferimento de lucro, têm-se o direito ao voto, pertencente aos detentores de ações ordinárias.

Os acionistas têm o direito de votar nas assembleias gerais sobre matérias relevantes, como a eleição de membros do conselho de administração, aprovação de demonstrações financeiras e decisões sobre reorganizações societárias. Embora o direito de voto não seja considerado um direito essencial segundo o artigo 109 da Lei das S.A., ele é um mecanismo

---

<sup>17</sup>COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS. EY, 2024. Disponível em: [https://www.ey.com/pt\\_br/newsroom/2024/12/companhias-abertas-brasileiras-adotam-melhores-praticas-governanca](https://www.ey.com/pt_br/newsroom/2024/12/companhias-abertas-brasileiras-adotam-melhores-praticas-governanca). Acesso em: 13 de dezembro de 2024.

<sup>18</sup> A "mão invisível" é uma metáfora introduzida pelo economista Adam Smith (1723-1790) e utilizada na economia para descrever como a busca individual do interesse próprio, em um mercado livre, pode levar a resultados que beneficiam a sociedade como um todo, de forma não intencional.

crucial no direito societário, permitindo ao acionista participar na formação da vontade da sociedade.

Não só este direito é importante em atividades rotineiras essenciais à tomada de rumo de uma empresa em suas diversas atividades, mas também se mostra essencial quando há disputas entre acionistas para a tomada de controle de uma companhia, também chamadas de “*proxy battles*”, ou “*proxy fights*”<sup>19</sup> (“batalhas por procuração”, em tradução livre).

Uma *proxy battle* é uma disputa pelo controle de uma empresa entre grupos de acionistas, geralmente envolvendo a administração atual e acionistas ativistas que buscam mudanças na governança corporativa.<sup>20</sup> Nessas situações, os acionistas tentam persuadir outros a cederem seus direitos de voto por procuração para eleger um novo conselho de administração ou aprovar propostas específicas.

O voto dos acionistas desempenha um papel crucial nas “*proxy battles*”. Por meio da votação por procuração, os acionistas podem influenciar decisões importantes sem estarem fisicamente presentes nas assembleias. Essa prática permite que acionistas dispersos geograficamente ou com dificuldades de comparecimento exerçam seus direitos de voto, impactando diretamente o resultado das disputas.

Em disputas pelo controle societário, é comum que acionistas busquem apoio de outros investidores para fortalecer sua posição nas assembleias gerais. Por meio da obtenção de procurações, um acionista pode representar um número significativo de votos, mesmo sem deter uma participação acionária majoritária. Essa estratégia permite que acionistas com menor participação direta influenciem decisões importantes e, em alguns casos, alterem a composição do conselho de administração.

No Brasil, embora as *proxy battles* sejam menos comuns do que em mercados como o norte-americano, a legislação permite que acionistas se organizem para solicitar procurações e influenciar decisões corporativas.<sup>21</sup> O artigo 126, §2º, da Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/76) prevê a possibilidade de solicitação pública de procurações, desde que sejam observados requisitos específicos, como a divulgação de informações necessárias ao exercício do voto e a garantia de que todos os acionistas sejam igualmente informados:

---

<sup>19</sup> ROMANELLI, Bruno Luiz Karpstein. **A Racionalidade Adjacente aos Instrumentos de Proteção da Companhia Aberta Contraoferta Pública de Aquisição Hostil**. Curitiba: Universidade Federal do Paraná, 2019. p. 95. Disponível em: <<https://acervodigital.ufpr.br/xmlui/handle/1884/68190?show=full>>. Acesso em: 28 de novembro de 2023.

<sup>20</sup> MELLO, José Luiz Homem de; CRUZ, Leonardo. **Proxy e o Mercado de Capitais Brasileiro: Comentários Iniciais**. Migalhas, São Paulo, 24 de outubro de 2006. Disponível em: <<https://www.migalhas.com.br/depeso/31733/proxy-e-o-mercado-de-capitais-brasileiro--comentarios-iniciais>>. Acesso em: 10 de julho de 2024.

<sup>21</sup> Ibidem

Um exemplo notável de *proxy battle* ocorreu nos Estados Unidos, em 2005. O investidor ativista Carl Icahn iniciou uma batalha por procuração contra a Time Warner<sup>22</sup>, com o objetivo de reestruturar a empresa para aumentar o valor para os acionistas. Icahn criticou a direção da Time Warner, liderada pelo CEO Richard Parsons, por ineficiências e propôs a divisão do conglomerado em entidades separadas, incluindo divisões de cabo, Internet, publicações e entretenimento. Defendeu também um programa substancial de recompra de ações para aumentar o preço destas.

Para fazer avançar a sua agenda, Icahn reuniu um grupo de acionistas dissidentes e contratou o banco de investimento Lazard para analisar alternativas estratégicas. Ameaçou uma luta por procuração para substituir a maioria dos membros do conselho de administração da Time Warner, procurando obter o controle e implementar as mudanças que propunha.

Apesar dos seus esforços, Icahn enfrentou dificuldades em reunir apoio suficiente dos acionistas. As notícias indicavam dificuldades em recrutar uma direção que rivalizava com a da Time Warner na disputa<sup>23</sup>. Por fim, no início de 2006, Icahn chegou a um acordo com a Companhia, que resultou na aceitação pela empresa de uma recompra de ações no valor de 20 bilhões de dólares e de medidas de redução de custos, mas sem uma separação total ou uma revisão do conselho de administração.

Tal exemplo demonstra como os investidores ativistas podem tirar partido dos direitos de voto dos acionistas para desafiar a gestão das empresas e influenciar a sua estratégia, mesmo que os resultados possam envolver compromissos em vez de vitórias completas.

Com o direito ao voto, surge também o direito de fiscalização dos acionistas, assegurado pelo artigo 109, inciso III, da Lei das S.A. (Lei nº 6.404/76). Como proprietários de uma parcela da sociedade, os acionistas devem ter acesso a informações sobre a administração, podendo examinar documentos como balanços, demonstrações financeiras e relatórios da administração, que devem ser disponibilizados previamente às assembleias.

A fiscalização pode ser exercida de diversas maneiras, incluindo a participação em assembleias gerais, a instituição de um Conselho Fiscal – a pedido de acionistas que representem, no mínimo, 10% das ações com direito a voto, ou 5% das ações sem direito a voto,

---

<sup>22</sup> CNN, Money. **Renowned investor Carl Icahn and his allies plan to push for Time Warner to be split into four separate companies, according to a published report.** CNN Money, 2005. Disponível em: <[https://money.cnn.com/2005/12/02/news/fortune500/timewarner\\_icahn/](https://money.cnn.com/2005/12/02/news/fortune500/timewarner_icahn/)>. Acesso em: 23 de outubro de 2024.

<sup>23</sup> WHARTON, Knowledge at. **‘If He Ruled the World’: Carls Icahn’s Take on Time Warner and Corporate America.** Knowledge at Wharton, 2006. Disponível em: <<https://knowledge.wharton.upenn.edu/podcast/knowledge-at-wharton-podcast/if-he-ruled-the-world-carl-icahns-take-on-time-warner-and-corporate-america/>>. Acesso em: 08 de julho de 2024.

conforme disposto no Art. 161, § 1º da Lei das S.A.<sup>24</sup> –, ou em decorrência de uma auditoria independente, realizada por um auditor registrado na CVM.

### 1.2.2 Estrutura das Sociedades Anônimas

A Lei nº 6.404/76 estabelece quatro órgãos essenciais ao funcionamento de uma Sociedade Anônima, os quais se resumem à Assembleia Geral, ao Conselho de Administração, à Diretoria e ao Conselho Fiscal.

A Assembleia Geral, prevista no art. 121 da mesma lei, é o órgão máximo de deliberação nas sociedades anônimas, tendo “poderes para decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento”<sup>25</sup>. Convocada e instalada conforme a lei e o estatuto da Sociedade, sua competência abrange a reforma do estatuto social, eleição e destituição de administradores e fiscais, aprovação das demonstrações financeiras e autorização para emissão de debêntures, entre outras atribuições.

A Assembleia Geral pode ser ordinária ou extraordinária, e tem competência privativa para a emissão de debêntures. A Assembleia Geral Ordinária (AGO) deve ocorrer anualmente, nos quatro primeiros meses após o término do exercício social, para tomar as contas dos administradores, examinar, discutir e votar as demonstrações financeiras; deliberar sobre a destinação do lucro líquido do exercício e a distribuição de dividendos; e eleger os administradores e os membros do conselho fiscal, quando for o caso.<sup>26</sup>

A Assembleia Geral Extraordinária (AGE), por sua vez, pode ser convocada a qualquer tempo para deliberar sobre assuntos urgentes ou que não possam esperar pela próxima AGO, como alterações no estatuto social ou operações de fusão e aquisição.

A convocação da assembleia deve ser feita com antecedência mínima de 8 dias para a primeira convocação e 5 dias para a segunda, conforme o artigo 124 da Lei nº 6.404/76. A convocação deve ser publicada em jornal de grande circulação, indicando a data, hora e local da reunião, além da ordem do dia. O quórum para instalação e deliberação varia conforme o

---

<sup>24</sup> BORNHOLDT, Advogados. **Direito de fiscalização. Saiba quais os instrumentos à disposição dos acionistas das companhias abertas para fiscalização das gestões dos negócios sociais.** Bornholdt Advogados, 2021. Disponível em: <<https://bh.adv.br/direito-de-fiscalizacao-saiba-quais-os-instrumentos-a-disposicao-dos-acionistas-das-companhias-abertas-para-fiscalizacao-da-gestao-dos-negocios-sociais/>>. Acesso em: 12 de setembro de 2024.

<sup>25</sup> BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.** Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/16404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm)>. Acesso em: 16 de junho de 2024.

<sup>26</sup> BRAGA, Cássio Lira. **O ciclo das assembleias gerais ordinárias.** Juridicamente, 2022. Disponível em: <<https://juridicamente.info/o-ciclo-das-assembleias-gerais-ordinarias/>>. Acesso em: 12 de setembro de 2024.

assunto a ser tratado e as disposições do estatuto social. Em geral, as deliberações são tomadas por maioria de votos, salvo disposições legais ou estatutárias em contrário.

O Conselho de Administração é um órgão colegiado fundamental na estrutura das Sociedades Anônimas no Brasil, especialmente nas companhias abertas e nas de capital autorizado, onde sua existência é obrigatória.<sup>27</sup> Sua principal função é definir a orientação geral dos negócios da companhia, além de eleger e supervisionar os diretores responsáveis pela gestão cotidiana.

Conforme a Lei nº 6.404/1976, o Conselho de Administração deve ser composto por, no mínimo, três membros, que podem ou não ser acionistas. Esses membros são eleitos pela Assembleia Geral e podem ser destituídos a qualquer momento. O estatuto social da companhia estabelece o número exato de conselheiros, o processo de escolha e substituição do presidente do conselho, o prazo de gestão (que não pode exceder três anos, sendo permitida a reeleição) e as normas de funcionamento do conselho.

As atribuições do Conselho de Administração incluem:

- a) Definir a orientação estratégica da companhia;
- b) Eleger e destituir diretores, estabelecendo suas funções e responsabilidades;
- c) Fiscalizar a gestão dos diretores, examinando livros e documentos da empresa e solicitando informações sobre contratos e atos relevantes;
- d) Convocar a Assembleia Geral quando necessário.
- e) Manifestar-se sobre o relatório da administração e as contas da diretoria.
- f) Deliberar sobre a emissão de ações ou bônus de subscrição, quando autorizado pelo estatuto.
- g) Autorizar a alienação de bens do ativo não circulante e a prestação de garantias a obrigações de terceiros, conforme disposições estatutárias.

O Conselho de Administração desempenha um papel crucial na governança corporativa, atuando como intermediário entre os acionistas e a diretoria executiva. Sua função é assegurar que a gestão da companhia esteja alinhada com os interesses dos acionistas, promovendo transparência, responsabilidade e integridade nas operações da empresa. Em resumo, é essencial para a tomada de decisões estratégicas e para a supervisão eficaz da gestão nas Sociedades

---

<sup>27</sup> VRi. **Conselho de administração e diretoria.** VRi, 2025. Disponível em: <<https://www.vriconsulting.com.br/artigo.php?id=828&titulo=conselho-de-administracao-diretoria-sociedades-anonimas-companhias&utm>>. Acesso em: 26 de abril de 2025.

Anônimas, garantindo que a companhia opere de maneira eficiente e em conformidade com as melhores práticas de governança corporativa.

Em casos de tomada hostil de controle em sociedades anônimas, o Conselho de Administração é geralmente o órgão mais afetado<sup>28</sup>. Isso ocorre porque os adquirentes buscam implementar novas estratégias e diretrizes, o que frequentemente leva à substituição dos membros do conselho para alinhar a administração aos seus objetivos. A Diretoria também pode sofrer alterações, mas o Conselho de Administração é tipicamente o principal alvo de mudanças durante essas transições.

A Diretoria é um dos órgãos de administração das sociedades anônimas, responsável pela gestão cotidiana e pela execução das diretrizes estabelecidas pelo Conselho de Administração ou pela Assembleia Geral, conforme o caso. Eis a redação do Art. 143 da Lei das S.As:

Art. 143. A Diretoria será composta por 1 (um) ou mais membros eleitos e destituíveis a qualquer tempo pelo conselho de administração ou, se inexistente, pela assembleia geral, e o estatuto estabelecerá:

- I - o número de diretores, ou o máximo e o mínimo permitidos;
- II - o modo de sua substituição;
- III - o prazo de gestão, que não será superior a 3 (três) anos, permitida a reeleição;
- IV - as atribuições e poderes de cada diretor.

É permitido que até um terço dos membros do Conselho de Administração sejam eleitos para cargos na Diretoria. Além disso, o estatuto pode prever que determinadas decisões sejam tomadas em reuniões da Diretoria. Esse órgão é encarregado da administração cotidiana da companhia, implementando as políticas e diretrizes estabelecidas pelos acionistas e pelo Conselho de Administração.

Entre suas responsabilidades, destaca-se a elaboração de demonstrações financeiras com base na escrituração mercantil da companhia, incluindo o balanço patrimonial, a demonstração dos lucros ou prejuízos acumulados, a demonstração do resultado do exercício e a demonstração dos fluxos de caixa. Além disso, a Diretoria exerce o poder de representar a Companhia perante terceiros.

Quanto aos diretores, estes devem ser pessoas naturais, residentes no país, acionistas ou não da companhia. A lei estabelece impedimentos para a eleição de diretores, como estar impedido legalmente, ter sido condenado por crime falimentar, prevaricação, corrupção ativa

---

<sup>28</sup> REDAÇÃO. **O papel do conselho de administração nas ofertas hostis**. Legislação&Mercados, 2025. Disponível em: <<https://legislacaoemercados.capitalaberto.com.br/o-papel-do-conselho-de-administracao-em-oferta-hostil/>>. Acesso em: 15 de abril de 2024.

ou passiva, concussão, peculato, crimes contra a economia popular, a fé pública ou a propriedade, ou pena que vede, ainda que temporariamente, o acesso a cargos públicos.

A sua remuneração é fixada pela Assembleia Geral, cabendo ao Conselho de Administração, se existente, distribuir o montante individualmente. Na ausência de Conselho de Administração, a própria Assembleia Geral define a remuneração individual dos diretores.

Em resumo, a Diretoria desempenha um papel crucial na gestão operacional das sociedades anônimas, assegurando que as decisões estratégicas sejam efetivamente implementadas e que a companhia opere em conformidade com as disposições estatutárias.

Por último, mas não menos importante, o Conselho Fiscal é um órgão obrigatório nas sociedades anônimas brasileiras<sup>29</sup>, embora seu funcionamento possa ser facultativo, dependendo da decisão dos acionistas. Sua principal função é fiscalizar os atos da administração, assegurando que as atividades da companhia estejam em conformidade com as disposições legais e estatutárias, protegendo, assim, os interesses da empresa e de seus acionistas.

Composto por no mínimo três e no máximo cinco membros, o Conselho Fiscal deve ser integrado por pessoas naturais, residentes no país, que possuam diploma de curso superior ou que tenham exercido, por pelo menos três anos, cargo de administrador de empresa ou de conselheiro fiscal. É vedada a participação de membros da administração, empregados da companhia ou de sociedades por ela controladas, bem como cônjuges ou parentes até o terceiro grau de administradores.<sup>30</sup>

Entre as atribuições do Conselho Fiscal estão: fiscalizar os atos dos administradores, verificar o cumprimento dos deveres legais e estatutários, opinar sobre o relatório anual da administração, analisar demonstrações financeiras e propostas de destinação de lucros, além de convocar a assembleia geral quando os órgãos de administração retardarem essa convocação por mais de um mês.

Em suma, a estrutura organizacional das Sociedades Anônimas permite um equilíbrio entre os poderes de decisão e fiscalização, promovendo uma administração transparente e alinhada aos interesses dos acionistas. A integração entre os diferentes órgãos assegura que as decisões sejam tomadas de forma colegiada e com base em critérios técnicos, além de oferecer

---

<sup>29</sup> BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm)>. Acesso em: 16 de junho de 2024.

<sup>30</sup> VRi. **Conselho Fiscal**. VRi, 2025. Disponível em: <<https://www.vriconsulting.com.br/artigo.php?id=823&titulo=conselho-fiscal-sociedades-anonimas-companhia&utm>>. Acesso em: 26 de abril de 2025.

mecanismos para prevenir abusos de poder e práticas que possam prejudicar a sociedade ou os investidores, caso surja um conflito em torno de uma mudança na dinâmica do controle da sociedade, tema este que será abordado no próximo tópico.

### **1.2.3 Controle e as dinâmicas de poder nas S.As**

O controle nas sociedades anônimas representa um dos pilares fundamentais para a governança corporativa e a proteção dos interesses dos diversos stakeholders. Trata-se da capacidade de influenciar ou determinar os rumos estratégicos da sociedade, especialmente em questões relacionadas à administração e à alocação de recursos.

O controle pode ser classificado de diversas formas, dependendo de sua estrutura e mecanismo de exercício. De forma geral, Scalzilli<sup>31</sup> destacam-se três tipos de controle: o majoritário, o minoritário e o administrativo.

O controle majoritário ocorre quando um acionista ou grupo de acionistas detém a maioria das ações com direito a voto. Isso confere a eles a capacidade de tomar decisões estratégicas, eleger a maioria dos administradores e determinar os rumos da companhia. Essa estrutura é comum em sociedades de controle concentrado, onde o poder decisório é centralizado em poucas mãos.

Por um lado, a presença de um controlador majoritário pode trazer estabilidade administrativa e coesão na tomada de decisões. No entanto, isto não afasta por completo o surgimento de abusos de poder. Para mitigar isso, a Lei das S.A. prevê, em seus artigos 136 e 137, mecanismos como o direito de recesso e a responsabilidade civil dos administradores e controladores.

O direito de recesso permite que acionistas dissidentes se retirem da companhia mediante reembolso do valor de suas ações em situações específicas, como a mudança do Objeto Social – isto é, a alteração de sua atividade principal –, a fusão, incorporação ou cisão da sociedade, ou a redução do Dividendo Obrigatória pela assembleia.

Conforme o artigo 116 da Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/76), considera-se controlador aquele que, direta ou indiretamente, possui poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia, independentemente de deter a maioria do capital votante.

Mesmo sem a maioria das ações, um acionista pode exercer controle por meio de acordos de acionistas ou pela dispersão do restante das ações entre pequenos investidores. Neste

---

<sup>31</sup> SCALZILLI, João Pedro. **Mercado de Capitais: Ofertas Hostis e técnicas de Defesa**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 39

caso, temos um controle minoritário. O controlador minoritário detém uma parcela menor que a maioria das ações votantes, mas suficiente para influenciar decisões devido à dispersão do restante do capital.<sup>32</sup> A ausência ou desinteresse de acionistas minoritários nas assembleias permite que o controlador minoritário tome decisões com relativa facilidade.

A legislação brasileira reconhece o fenômeno do controle minoritário e estabelece mecanismos para sua regulação, como práticas de governança corporativa, acordo de acionistas, e previsões estatutárias, além da constante presença de órgãos reguladores, como a própria Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

O controle administrativo, também conhecido como controle gerencial, ocorre em sociedades anônimas onde o capital social está amplamente disperso entre numerosos acionistas, cada um detendo uma pequena fração das ações com direito a voto. Nessa configuração, nenhum acionista ou grupo possui participação suficiente para exercer controle efetivo sobre a empresa. Consequentemente, o poder de decisão e direção da companhia é transferido para os administradores profissionais, que passam a desempenhar um papel central na governança corporativa.

Ainda que o conceito de controlador esteja atrelado à ideia de direção efetiva das atividades sociais, nem todo acionista que atinge um percentual significativo de ações exerce de fato tal influência. Um exemplo ilustrativo é o da Marfrig.

Em 2023, a Marfrig elevou sua participação acionária na BRF para 40,05%, por meio da aquisição de ações ordinárias e ADRs. Apesar da expressiva fatia alcançada, a Marfrig declarou que não tem a intenção de assumir o controle da BRF ou alterar sua estrutura administrativa, enfatizando que o movimento visa apenas ampliar sua posição estratégica na companhia.

Além disso, informou que não celebrou acordos de voto ou de compra e venda de ações. Sua ausência de ingerência direta nos rumos da companhia demonstra que o exercício do controle depende não apenas da titularidade das ações, mas da manifestação concreta de vontade em orientar a condução dos negócios sociais. Atualmente, apesar de deter aproximadamente 50% das ações da BRF S.A., não atua como verdadeira controladora, optando por uma posição de investidora estratégica.<sup>33</sup>

---

<sup>32</sup> Ibidem, p. 44

<sup>33</sup> AZEVEDO, Vitor. Frigoríficos têm 1º tri majoritariamente positivo e salto de ações: quem se destacou? **InfoMoney**, 21 de maio de 2024. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/mercados/frigorificos-tem-lo-tri-majoritariamente-positivo-e-salto-de-acoes-quem-se-destacou/>. Acesso em: 10 de outubro de 2024.

Esse fenômeno reforça a importância do chamado interesse social na estrutura das sociedades anônimas. O interesse social, embora de definição aberta, é tradicionalmente compreendido como a busca pelo desenvolvimento sustentável da empresa, visando não apenas o lucro imediato dos acionistas, mas também a preservação da saúde financeira, da reputação e da perenidade da companhia no mercado. Em sociedades de capital aberto, o interesse social se revela ainda mais complexo, exigindo o equilíbrio entre os interesses dos acionistas e demais participantes.

Em suma, o controle nas sociedades anônimas não é apenas uma questão de participação acionária, mas envolve uma série de fatores que influenciam a direção estratégica da empresa. A compreensão das dinâmicas de poder e a implementação de mecanismos de governança são essenciais para garantir que o controle seja exercido de maneira responsável e em consonância com os interesses de todos os *stakeholders* envolvidos.

## **2. Oferta Pública de Aquisição (OPA)**

A Oferta Pública de Aquisição (OPA) configura-se como um dos instrumentos mais relevantes e, ao mesmo tempo, mais complexos no contexto das sociedades de capital aberto. Em suma, trata-se de uma proposta pública formulada por um investidor — pessoa física ou jurídica — com o objetivo de adquirir ações de uma companhia, ofertando-as diretamente aos acionistas a um determinado preço. Ao prescindir da aprovação da administração da empresa-alvo, a OPA pode ser empregada como meio de aquisição de controle, inclusive em situações de hostilidade.

No direito societário brasileiro, as OPAs são disciplinadas pela Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/76) e reguladas pela Instrução CVM nº 361. Tais operações podem apresentar natureza voluntária ou obrigatória, a depender da situação jurídica e da motivação subjacente à proposta. Scalzilli classifica as modalidades de OPA em seis tipos: (i) para fechamento de capital; (ii) por aumento de participação do controlador; (iii) por alienação de controle (*tag along*); (iv) para aquisição de controle (hostil ou não hostil); (v) concorrente; e (vi) voluntária.

A OPA para fechamento de capital está atrelada à necessidade de cancelamento do registro de companhia aberta perante a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), conforme estabelece o § 4º do artigo 4º da Lei nº 6.404/76. É uma oferta direcionada ao público para aquisição da totalidade de ações negociadas no mercado como condição obrigatória do cancelamento do registro da empresa.

Quanto à OPA por aumento de participação do controlador, também de espécie obrigatória<sup>34</sup>, esta se dá quando o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada adquire ações de determinada espécie ou classe que resultem na redução do total de ações em circulação dessa mesma espécie ou classe para um patamar inferior a 15%. Essa obrigação está prevista no § 6º do artigo 4º da Lei nº 6.404/76 e regulamentada pela Resolução CVM nº 215/2024, que alterou o critério anteriormente estabelecido pela Instrução CVM nº 361/2002.

O objetivo dessa exigência é proteger os acionistas minoritários, garantindo-lhes a oportunidade de vender suas ações por um preço justo, evitando que o controlador aumente sua participação de forma significativa sem oferecer condições equitativas aos demais investidores. Caso o controlador ultrapasse o limite estabelecido, ele deve realizar a OPA ou, alternativamente, alienar o excesso de participação no prazo de 3 meses, conforme previsto no artigo 44 da referida resolução.

A OPA por alienação de controle é uma modalidade obrigatória de oferta pública de aquisição de ações que ocorre quando há a transferência, direta ou indireta, do controle de uma companhia aberta. Essa obrigação está prevista no artigo 254-A da Lei nº 6.404/76 (Lei das Sociedades por Ações), que determina que o adquirente do controle deve realizar uma OPA para adquirir as ações com direito a voto dos demais acionistas, assegurando-lhes o pagamento de, no mínimo, 80% do valor por ação pago ao controlador.

A OPA concorrente é uma modalidade de oferta pública de aquisição de ações lançada por um terceiro, distinto do ofertante original e de pessoas a ele vinculadas, tendo por objeto as mesmas ações abrangidas por uma OPA já apresentada para registro ou cujo edital tenha sido publicado. Essa prática é regulamentada pela Resolução CVM nº 85, de 31 de março de 2022, que define a OPA concorrente como "a OPA formulada por um terceiro que não o ofertante ou pessoa a ele vinculada, e que tenha por objeto ações abrangidas por OPA já apresentada para registro perante a CVM, ou por OPA não sujeita a registro cujo edital já tenha sido publicado".

A OPA voluntária é uma modalidade de oferta pública de aquisição de ações em que o ofertante, por iniciativa própria, propõe adquirir ações de uma companhia aberta, sem que haja obrigação legal ou regulatória para tal. Essa oferta pode ter como objetivo a aquisição de uma participação minoritária, a consolidação de controle ou outras finalidades estratégicas, como reestruturações societárias ou investimentos de longo prazo.

De acordo com a Resolução CVM nº 215/2024, considera-se OPA voluntária aquela que visa à aquisição de ações de emissão de companhia aberta e que não se enquadra nas

---

<sup>34</sup> SCALZILLI, João Pedro. **Mercado de Capitais: Ofertas Hostis e técnicas de Defesa**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 123

modalidades obrigatórias previstas na regulamentação, como OPA para cancelamento de registro, por aumento de participação ou por alienação de controle. A OPA voluntária pode ser dirigida à totalidade ou a parte das ações em circulação, e sua realização deve observar os procedimentos gerais estabelecidos pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), incluindo a divulgação de informações relevantes ao mercado e aos acionistas.

O cerne do presente artigo, contudo, direciona seu foco à modalidade de Oferta Pública de Aquisição conhecida como OPA de aquisição de controle. Esta é uma modalidade voluntária de oferta pública de aquisição de ações, utilizada por investidores que desejam obter o controle acionário de uma companhia aberta, e podem ser classificadas como hostil ou não hostil.

A OPA hostil, foco deste trabalho, em especial, é marcada pela tentativa de aquisição do controle da companhia sem o aval da administração. Como destaca Scalzilli,<sup>35</sup> nesse tipo de operação o ofertante endereça sua proposta diretamente aos acionistas, valendo-se do mercado para adquirir o controle, sobretudo em companhias de capital pulverizado. A ausência de bloqueios administrativos torna a OPA uma ferramenta eficaz de tomada de poder, capaz de romper estruturas de controle inertes ou concentradas. Ainda assim, a resistência da administração pode gerar reações estratégicas e influenciar a percepção do mercado quanto à viabilidade da operação.

Entre os motivos que impulsionam uma OPA hostil, destacam-se os ganhos advindos de uma melhor administração, sinergias operacionais, oportunidades de monopólio e — não raramente — interesses pessoais de administradores ou a percepção de que a companhia está subvalorizada.<sup>36</sup> A hipótese elaborada por John Coffee Jr., conhecida como Empire Building Hypothesis, também merece destaque: segundo ela, o ofertante estaria menos interessado em maximizar lucros e mais motivado por ganhos de escala e influência no mercado.

Essa estratégia multifacetada nem sempre envolve uma visão melhor por parte da ofertante em relação ao futuro da empresa alvo da aquisição. Por vezes, uma empresa com resultados precários, porém um baixo endividamento, é vista como um investimento de curto a médio prazo, no qual a ofertante com ativos busca adquiri-la para posteriormente liquidar seus ativos mais valiosos.

A multiplicidade de motivações e estruturas revela que a OPA é, acima de tudo, um instrumento de poder corporativo, moldado tanto por estratégias financeiras quanto por ambições pessoais. Não se trata apenas de uma ferramenta para reorganizar ativos ou buscar

---

<sup>35</sup> SCALZILLI, João Pedro. **Mercado de Capitais: Ofertas Hostis e técnicas de Defesa**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 125

<sup>36</sup> *Ibidem*, p. 127

eficiências operacionais; frequentemente, ela reflete o desejo de expansão de influência por parte dos gestores. O procedimento das OPAs no Brasil é regulamentado pela Instrução CVM nº 361/2002 e envolve diversas etapas que visam garantir a transparência e a equidade no mercado de capitais.

Inicialmente, o investidor interessado define sua estratégia de aquisição, identificando a quantidade de ações necessárias para obter o controle e estabelecendo o preço e as condições de pagamento. É essencial avaliar se a oferta será amigável ou hostil, o que influenciará a abordagem junto à companhia alvo.

Em seguida, é elaborado o edital da OPA, que deve conter informações detalhadas sobre a oferta, incluindo: número de ações objeto da oferta, preço por ação, condições de pagamento, prazo de validade da oferta (mínimo de 20 dias), procedimentos para aceitação e liquidação, entre outros. Esse documento deve ser submetido à CVM para análise e registro, quando aplicável<sup>37</sup>.

Caso a OPA envolva permuta por valores mobiliários, é obrigatório o registro prévio na CVM. O processo inclui a apresentação do edital, laudo de avaliação, se aplicável, entre outros documentos.

Após o registro, quando necessário, o edital da OPA deve ser publicado em jornais de grande circulação e divulgado ao mercado, garantindo transparência e acesso equitativo às informações por todos os acionistas. Durante o prazo estipulado no edital, os acionistas podem manifestar sua intenção de aderir à oferta. Caso a quantidade de ações ofertadas exceda o limite estabelecido, aplica-se um rateio proporcional entre os acionistas aderentes.

Ao final do período de aceitação, realiza-se um leilão na bolsa de valores para formalizar a aquisição das ações. É importante destacar que, conforme a Instrução da CVM nº 616/2019, são vedadas interferências compradoras durante o leilão de OPA para aquisição de controle, visando assegurar a equidade e a transparência do processo. Concluído o leilão, procede-se à liquidação financeira das operações, com o pagamento aos acionistas que aderiram à oferta, conforme as condições estabelecidas no edital.

Após a aquisição do controle, o novo controlador deve observar as obrigações legais e regulamentares, incluindo a divulgação de informações relevantes ao mercado e, se for o caso, a realização de OPA por alienação de controle, conforme previsto no artigo 254-A da Lei nº 6.404/76.

---

<sup>37</sup> FILHO, Mattos. **CVM divulga nova regra para OPAs**. Mattos Filho, 20224. Disponível em: <<https://www.mattosfilho.com.br/unico/cvm-regra-opas/>>. Acesso em: 26 de abril de 2025.

Em síntese, as Ofertas Públicas de Aquisição (OPAs) desempenham um papel crucial no mercado de capitais, servindo como instrumentos estratégicos que podem redefinir a estrutura acionária e a governança das companhias abertas. Seja para consolidar o controle, promover reestruturações societárias ou fechar o capital, as OPAs refletem a dinâmica entre interesses corporativos e a proteção dos acionistas, especialmente os minoritários. Sua regulamentação visa assegurar transparência, equidade e eficiência nas transações, permitindo que o mercado funcione como um mecanismo de disciplina e alocação de recursos.

## **2.1 O Papel do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) em aquisições empresariais**

Aquisições, fusões e incorporações são eventos empresariais que, embora corriqueiros no mundo corporativo, têm o potencial de reconfigurar profundamente o cenário econômico. Essas operações podem alterar dinâmicas de mercado, impactar empregos e influenciar políticas públicas, afetando desde a balança comercial até a soberania econômica de um país. Diante de tais implicações, torna-se imperativo um sistema de regulação eficaz que assegure que tais movimentos estratégicos não comprometam a concorrência e o bem-estar do consumidor.

No Brasil, essa responsabilidade recai sobre o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE)<sup>38</sup>, autarquia federal vinculada ao Ministério da Justiça. Instituído pela Lei nº 12.529/2011, o CADE atua como guardião da livre concorrência, exercendo funções preventivas, repressivas e educativas. Sua estrutura é composta pelo Tribunal Administrativo de Defesa Econômica, pela Superintendência-Geral e pelo Departamento de Estudos Econômicos, permitindo uma abordagem abrangente e especializada na análise de atos de concentração e condutas anticompetitivas.

A função preventiva do CADE é particularmente relevante no contexto de aquisições empresariais. Antes da consumação de operações que envolvam empresas com faturamento significativo, é obrigatória a notificação ao CADE para análise prévia. Essa análise visa identificar se a operação pode resultar em prejuízos à livre concorrência, como a formação de monopólios ou oligopólios, ou ainda o aumento da probabilidade de coordenação entre competidores. Importante destacar que essa avaliação abrange tanto operações consensuais

---

<sup>38</sup> SOUZA, Ana Gabriella Reis de; COUTINHO, Amanda Luise Veloso. **A atuação do CADE no controle das fusões e aquisições de empresas**. Jus, 2013. Disponível em: <<https://jus.com.br/artigos/24960/a-atuacao-do-cade-no-controle-das-fusoes-e-aquisicoes-de-empresas>>. Acesso em: 26 de abril de 2025.

quanto aquelas de natureza hostil, nas quais a empresa adquirente busca o controle da sociedade-alvo sem a anuência de sua administração.

Quando o CADE identifica riscos potenciais à concorrência, pode impor condições específicas para a aprovação da operação, conhecidas como "remédios antitruste". Essas medidas têm por objetivo mitigar os efeitos negativos da concentração econômica. Um exemplo emblemático foi a fusão entre Sadia e Perdigão, que resultou na criação da BRF Brasil Foods. Na ocasião, o CADE condicionou a aprovação à alienação de determinadas marcas e ativos, além da suspensão temporária da comercialização de alguns produtos, a fim de preservar a competitividade no mercado de alimentos processados.

Além da análise e imposição de condições, o CADE realiza o monitoramento pós-operação para assegurar o cumprimento das medidas estipuladas e avaliar seus impactos no mercado. No caso da BRF, estudos posteriores indicaram que as restrições impostas contribuíram para a manutenção de preços competitivos e estimularam a entrada de novos concorrentes, como a Seara, no segmento de produtos congelados.

Contudo, uma problemática relevante emerge da atuação do CADE: a complexidade e o tempo demandado para a análise de determinadas operações. Um caso emblemático é a tentativa de aquisição da Chocolates Garoto pela Nestlé, que se arrastou por mais de duas décadas antes de ser aprovada, em 2023. Esse prolongamento gerou incertezas no mercado e destacou a necessidade de maior celeridade e previsibilidade nos processos decisórios do órgão.

Adicionalmente, uma peculiaridade pouco evidente é a crescente atenção do CADE às chamadas "fusões conglomerais", nas quais empresas de setores distintos se unem, potencialmente afetando a concorrência de maneira indireta. Essa abordagem demonstra a evolução da análise antitruste, que passa a considerar não apenas os efeitos diretos das operações, mas também as possíveis repercussões em mercados adjacentes ou complementares.

Portanto, o papel do CADE em aquisições empresariais é fundamental para equilibrar os interesses das empresas em expansão com a necessidade de preservar um ambiente de mercado competitivo e benéfico para os consumidores. Entretanto, desafios como a morosidade processual e a complexidade das análises evidenciam a necessidade de contínuo aprimoramento das práticas e estruturas do órgão.

No tocante às aquisições hostis, o cenário brasileiro apresenta uma peculiaridade notável: a escassez de precedentes significativos. Essa realidade se deve, em grande parte, à estrutura acionária predominante nas companhias brasileiras, caracterizada por um controle concentrado nas mãos de acionistas majoritários ou blocos de controle bem definidos. Tal

configuração dificulta a implementação de ofertas hostis, pois a aquisição do controle acionário sem o consentimento dos controladores torna-se uma tarefa árdua.

Apesar disso, o ordenamento jurídico brasileiro não proíbe as aquisições hostis. A legislação vigente, incluindo a Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/76) e as normas da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), prevê mecanismos que permitem a realização de ofertas públicas de aquisição (OPA) mesmo sem o aval da administração da empresa-alvo. Nesses casos, o ofertante dirige-se diretamente aos acionistas, buscando adquirir uma participação significativa que lhe proporcione o controle da companhia.

O Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), por sua vez, mantém sua atuação focada na análise dos efeitos concorrenciais dessas operações. Independentemente da natureza amigável ou hostil da aquisição, o CADE avalia se a operação pode resultar em prejuízos à livre concorrência, como a formação de monopólios ou oligopólios, e impõe condições ou restrições quando necessário para mitigar tais riscos.

Um caso emblemático que ilustra os desafios das aquisições hostis no Brasil é a tentativa da Sadia de adquirir a Perdigão em 2006<sup>39</sup>, o qual será abordado mais adiante. Embora a operação não tenha sido concluída, ela destacou a complexidade envolvida nesse tipo de transação e a necessidade de aprimoramento dos mecanismos de defesa das companhias-alvo. Outro exemplo mais recente é a disputa entre Hypera e EMS, que evidenciou os obstáculos legais e estruturais enfrentados pelas empresas brasileiras ao lidar com ofertas hostis.

Diante desse contexto, observa-se que, embora legalmente viáveis, as aquisições hostis no Brasil continuam a ser mais uma possibilidade teórica do que uma realidade concreta. A estrutura concentrada das companhias, aliada a mecanismos de defesa muitas vezes informais, transforma a tentativa de tomada de controle em um jogo desigual, onde o simples acesso ao capital não basta. Para que as aquisições hostis se consolidassem como prática recorrente no mercado brasileiro — e não apenas como exceções pontuais —, seria necessária uma transformação estrutural: uma cultura societária mais aberta à contestação e uma dispersão maior da propriedade acionária. Sem essas condições, a OPA hostil permanece, na prática, como um instrumento disponível, mas raramente utilizado, mais presente nas análises teóricas do que no cotidiano das operações societárias.

---

<sup>39</sup> BRASIL. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. **Estudo do DEE avalia impactos concorrenciais da fusão entre Sadia e Perdigão**. Gov.br, 2019. Disponível em: <<https://www.gov.br/cade/pt-br/assuntos/noticias/estudo-do-dee-avalia-impactos-concorrenciais-da-fusao-entre-sadia-e-perdigao>>. Acesso em: 24 de abril de 2025.

Aquisições, fusões e incorporações são fenômenos relativamente comuns no âmbito empresarial e, por sua vez, reverberam fortemente no cenário econômico, alterando dinâmicas corporativas, gerando ou eliminando empregos e fortalecendo ou enfraquecendo relações, podendo, inclusive, influenciar o rumo de nações, seja na política, por meio da influência, ou na economia, no que tange a exportação e importação de bens, serviços e informação. Com isso em mente, surge a necessidade da regulação desses fenômenos, visando assim os melhores resultados para o cenário econômico nacional. No Brasil, esse papel é assumido pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE).

### **3. Principais Mecanismos de Defesa Contra Aquisições Hostis**

No contexto da aquisição do controle de uma empresa, é crucial compreender as diversas formas pelas quais isso pode ocorrer, seja por meio de negociações amigáveis ou hostis, envolvendo atos únicos ou conjuntos, e originando-se de controle interno ou externo.

É importante destacar que a transferência do poder de controle não se limita apenas a empresas de capital aberto, estendendo-se também às de capital fechado. Embora o mercado de capitais brasileiro não alcance o mesmo patamar dos Estados Unidos e do Reino Unido, o crescimento desse mercado e a dispersão acionária têm aumentado a relevância desse tema no cenário acadêmico brasileiro.

No âmbito das medidas defensivas contra aquisições hostis, é comum utilizar terminologias em inglês, como "*poison pills*" e "*shark repellent*", denotando diferentes estratégias defensivas. Surgem questionamentos sobre a verdadeira finalidade dessas medidas: proteger os acionistas ou garantir a segurança dos administradores da empresa-alvo?

Considerando a dualidade de interesses entre acionistas e administração, surge a discussão sobre quem deve deter o poder decisório. Enquanto os acionistas são vistos como os verdadeiros donos da empresa, buscando maximizar o lucro, os administradores frequentemente detêm conhecimento e técnicas de gestão mais eficientes. O desafio é equilibrar esses interesses, garantindo que as medidas defensivas não impeçam totalmente a alienação do controle.

No cenário jurídico brasileiro, os acionistas têm o poder decisório em ofertas públicas de aquisição, mas os administradores também têm o direito de opinar sobre essas ofertas. A alocação do poder decisório varia, e é essencial evitar o "entrenchamento" dos administradores, que poderiam abusar de seus poderes.

Conforme João Pedro Scalzilli enfatiza, não há muita utilidade em classificar as inúmeras técnicas de defesa. A natureza peculiar e única de cada técnica dificulta – e até

interfere – na compreensão de sua natureza e empregabilidade, principalmente porque essas técnicas não nos foram entregues por uma autoridade maior. São fruto de décadas de interpretação criativa de dispositivos normativos e jurisprudência, estudo comparado, e aproveitamento de brechas legais.

Não, portanto, um número definido de técnicas de defesa. Em países com um maior número de precedentes, como os Estados Unidos, nota-se uma legislação mais robusta e preparada para enfrentar casos específicos de tomada hostil, como o “*Williams Act of 1968*”<sup>40</sup>, que visa promover uma maior transparência em disputas que envolvam OPA’s.

Antes da promulgação do Williams Act, investidores enfrentavam ofertas de aquisição rápidas e, muitas vezes, coercitivas, conhecidas como “*Saturday Night Specials*”, que não exigiam divulgação prévia de informações. Isso colocava acionistas em posição vulnerável, forçados a tomar decisões sem informações adequadas. O Williams Act foi criado para preencher essa lacuna regulatória, estabelecendo requisitos de divulgação e prazos mínimos para ofertas públicas de aquisição.

No Reino Unido, o UK Takeover Code, formalmente conhecido como City Code on Takeovers and Mergers, é um conjunto de regras que regulam as ofertas públicas de aquisição (OPAs) de empresas no Reino Unido. Administrado pelo Takeover Panel, um órgão independente estabelecido em 1968, o código visa garantir que todos os acionistas sejam tratados de forma equitativa durante processos de aquisição e que tais processos ocorram de maneira ordenada.

Uma característica distintiva do código é a “regra de neutralidade do conselho” (Rule 21), que proíbe o conselho de administração da empresa-alvo de tomar qualquer ação que possa frustrar uma oferta sem a aprovação dos acionistas. Isso assegura que os acionistas tenham a palavra final sobre a aceitação ou rejeição de uma oferta.

No Brasil, similarmente, não há nenhum impedimento legal contra Tomadas Hostis. Apesar da Resolução da CVM 85, que simplificou certos procedimentos envolvidos nas OPA’s, esses eventos ainda se mostram raros devido à estrutura acionária concentrada das empresas brasileiras. Nesses casos, o conselho de administração da empresa-alvo não é obrigado por lei a se manifestar sobre a oferta, mas é recomendável que o faça, considerando seus deveres fiduciários para com a companhia e seus acionistas.

---

<sup>40</sup> LOEWENSTEIN, Mark J. **Section 14 (e) of the Williams Act and the Rule 10b-5 Comparisons**. 1982: Geo. LJ, v. 71, p. 1311. Disponível em: <<https://scholar.law.colorado.edu/faculty-articles/1056/>>. Acesso em: 08 de julho de 2024.

Além disso, empresas podem adotar mecanismos de defesa, como as chamadas "*poison pills*", cláusulas estatutárias que impõem condições para aquisições acima de determinado percentual acionário, exigindo, por exemplo, a realização de uma OPA para todos os acionistas. A implementação e remoção dessas cláusulas dependem de aprovação em assembleia geral, conforme interpretação dos artigos 122 e 75 da Lei das S.A.

O presente artigo não busca detalhar cada técnica de defesa existente, o que beira a impossibilidade. Afinal, trata-se de inovações que estão atreladas às estruturas sociais e de mercado vigentes que, por sua vez, estão em constante evolução. A estrutura econômica predominantemente liberal, típica de grande parte das nações ocidentais, é caracterizada por uma interferência moderada do estado nas dinâmicas empresariais. Este fator permite o exercício do estudo comparado para trazer ao nosso âmbito os métodos de defesa que já se mostraram eficazes no exterior, principalmente pela falta de impedimentos legais que venham barrá-los.

Dessa forma, os próximos tópicos abordarão algumas das principais técnicas de defesa contra tomadas hostis, amplamente reconhecidas em diversas jurisdições por sua eficácia tanto como instrumentos reativos quanto preventivos.

### 3.1 *Poison pills*

#### 3.1.1 Definição

A *Poison Pill* (“pílula do veneno”, em tradução livre) é atualmente o mais conhecido dos meios de proteção contra aquisições hostis, e considerado por alguns uma das mais significantes invenções no ramo jurídico empresarial do século 20<sup>41</sup>. Em suma, opera como um mecanismo que pode ser acionado ao sinal de uma oferta pública de aquisição<sup>42</sup>, concedendo aos acionistas da sociedade certos direitos e benefícios, remodelando o estado vigente da distribuição acionária.

Introduzida nos Estados Unidos na década de 1980 por Martin Lipton, essa estratégia visa dificultar ou tornar economicamente inviável a tentativa de um adquirente de assumir o controle de uma companhia sem a aprovação de sua administração. Caso um adquirente, ao

---

<sup>41</sup> AFFAIRS, Legal. **The perfect pill: A small innovation that transformed corporate takeovers**. Legal Affairs, 2005. Disponível em: <[https://www.legalaffairs.org/issues/March-April-2005/toa\\_costa\\_marapr05.msp](https://www.legalaffairs.org/issues/March-April-2005/toa_costa_marapr05.msp)>. Acesso em: 15 de novembro de 2023.

<sup>42</sup> PINTO, Leonardo Arêba. **A regulação das medidas defensivas contra aquisições hostis de sociedades anônimas**. 2017. 205 f. Dissertação (Mestrado em Direito) - Faculdade de Ciências Jurídicas e Sociais, Centro Universitário de Brasília, Brasília, 2017. Disponível em: <<https://repositorio.uniceub.br/jspui/handle/prefix/12777>>. Acesso em: 12 de setembro de 2024.

realizar uma oferta pública de aquisição, chegue a acumular uma certa quantidade de ações, a empresa alvo pode distribuir ações adicionais com desconto a seus investidores, diluindo, assim, a participação do terceiro adquirente.

Em termos práticos, a *poison pill* torna a operação de aquisição consideravelmente mais cara e desvantajosa para o ofertante não desejado, desencorajando a continuidade da investida. O mecanismo pode assumir diversas configurações, adaptando-se ao perfil da empresa e ao grau de hostilidade do ambiente de mercado. Entre as modalidades mais conhecidas, destacam-se as flip-in, que permitem aos acionistas — exceto o adquirente — comprar ações com desconto, e as flip-over, que garantem aos acionistas o direito de comprar ações da empresa adquirente em condições vantajosas caso a aquisição se complete.

O desenho da *poison pill* é, por sua natureza, profundamente estratégico: ela não impede, por si só, a concretização da aquisição hostil — mas coloca o ofertante diante de um novo dilema, ao elevar drasticamente o custo econômico e político da empreitada. Em muitos casos, o simples anúncio de sua ativação é suficiente para forçar o adquirente a sentar à mesa de negociações em busca de uma solução amigável, transferindo parte do poder de barganha de volta à empresa-alvo<sup>43</sup>.

Historicamente, o uso das *poison pills* ganhou notoriedade nos Estados Unidos na década de 1980, em meio à onda de aquisições agressivas que caracterizou o mercado da época. Empresas como a Martin Marietta e a *Household International* recorreram a esse expediente para repelir investidores predatórios que buscavam tomar o controle sem a anuência da administração. A aceitação e a validade jurídica dessas cláusulas, inicialmente contestadas, foram solidificadas após o célebre caso *Moran v. Household International, Inc.*, em 1985, na Suprema Corte de Delaware, estabelecendo-se como ferramenta legítima de defesa empresarial.

Entretanto, a implementação de *poison pills* não é isenta de críticas. Acionistas minoritários podem, por vezes, enxergar o mecanismo como uma forma de proteção excessiva da administração, prejudicando potenciais ofertas que poderiam ser benéficas para o conjunto dos investidores. Além disso, ao criar barreiras à livre movimentação acionária, as *poison pills* podem, em certos contextos, configurar uma ruptura com princípios básicos de mercado, exigindo um balanceamento criterioso entre proteção e eficiência.

No Brasil, a adoção de cláusulas semelhantes enfrenta limitações estruturais. O direito societário brasileiro, mais formalista e influenciado por princípios de proteção ao acionista minoritário e da função social da empresa, dificulta a aplicação de *poison pills* nos moldes

---

<sup>43</sup> ELEFTHERIADOU, Ioanna. **Hostile Takeovers and Defence Strategies**. Thessaloniki: International Hellenic University, 2018. p. 16

norte-americanos. Ainda assim, certas adaptações surgiram, especialmente nas companhias listadas no Novo Mercado da B3, através de mecanismos estatutários que exigem a realização de uma Oferta Pública de Aquisição (OPA) obrigatória ao atingirem-se determinados percentuais de participação — conhecidas como *poison pills* brasileiras. Todavia, como demonstrado em episódios emblemáticos, como no caso Eletropaulo/Enel, a mera existência da cláusula não garante sua eficácia prática.

Assim, a *poison pill*, para além de um mero instrumento jurídico, representa uma verdadeira declaração estratégica: uma empresa que a incorpora demonstra, ao mercado, sua intenção de manter certa autonomia frente a tentativas indesejadas de controle. Ela é, portanto, ao mesmo tempo uma defesa e uma mensagem. Surge-se, daí, o papel preventivo das *poison pills*.

### 3.1.2 Contexto histórico

Em 1982, o renomado advogado Martin Lipton, da firma Rosen & Katz, de Wall Street, representava a gigante do petróleo *General American Oil Company*, sediada no estado americano do Texas, em uma batalha contra uma oferta hostil efetuada por parte da *Phillips Petroleum Company*, à época a 15ª maior companhia industrial dos EUA, a qual visava a aquisição da mesma por um valor especulado de \$1.300.000.000,00<sup>44</sup>, o equivalente a quase o dobro do valor total de todas as ações. Lipton aconselhou à mesa diretora que diluíssem a participação da Phillips no capital da empresa por meio da emissão de novas ações, o que não foi feito, e culminou na aquisição da companhia.<sup>45</sup> Ainda no mesmo ano, Martin Lipton sugeriu a mesma tática a um outro cliente, a El Paso Company, que utilizou a ameaça da diluição de participação acionária para negociar os termos referentes a uma aquisição hostil.

Em 1985, a Corte Suprema do estado de Delaware julgou o caso “*Moran v. Household Intern., Inc.*”<sup>46</sup>, sustentando pela primeira vez na história um *shareholder rights plan* (“plano de direitos do acionista”, em tradução livre), baseado na utilização das *poison pills*. O caso se deu em função da oposição de John Moran - à época o presidente da maior acionista da

---

<sup>44</sup> JUNIOR, Robert D. Hershey. **Phillips move to buy general american seen**. The New York Times, 07 de janeiro de. 1983. Disponível em: <<https://www.nytimes.com/1983/01/07/business/phillips-move-to-buy-general-american-seen.html>>. Acesso em: 08 de julho de 2024..

<sup>45</sup> WHARTON, Magazine. **A Tough And Inventive Corporate Lawyer: Martin Lipton, W'52**. Wharton Magazine, 2007. Disponível em: <<https://magazine.wharton.upenn.edu/issues/anniversary-issue/a-tough-and-inventive-corporate-lawyer-martin-lipton-w52/>>. Acesso em: 28 de novembro de 2024.

<sup>46</sup> JUSTIA, U.S Law. **Moran v. Household Intern., Inc. JUSTITIA US Law**. Disponível em: <<https://law.justia.com/cases/delaware/court-of-chancery/1985/490-a-2d-1059-4.html>>. Acesso em: 20 de novembro de 2023.

*Household International Inc*, a *Dyson-Kissner-Moran Corporation*, em relação à adoção por parte da empresa do *shareholder rights plan*, principalmente porque a D-K-M planejava uma compra alavancada das ações da Household Intern. A decisão da Corte reconheceu a legitimidade do plano no que tange o julgamento comercial por parte da direção desta, uma vez que o plano foi discutido antes mesmo do surgimento da ameaça de aquisição hostil.

A vitória nesse caso pavimentou o caminho para a proliferação do uso das *poison pills* no mercado norte-americano, particularmente durante a década de 1980, período em que as chamadas *corporate raiders*, que são investidores especializados em compras alavancadas e hostis, movimentaram somas bilionárias e transformaram profundamente o panorama corporativo. Empresas passaram a adotar rotineiramente *shareholder rights plans* como cláusulas estatutárias de resistência, não apenas como medida de proteção, mas como símbolo de sua disposição em negociar em pé de igualdade com qualquer pretendente.

É interessante observar que, nos primórdios, as *poison pills* foram recebidas com ceticismo por parte de alguns investidores institucionais e comentaristas jurídicos. Muitos temiam que tais mecanismos pudessem ser utilizados de maneira abusiva por administrações incompetentes ou autocráticas, protegendo-se contra mudanças legítimas de controle que, em última análise, poderiam beneficiar os próprios acionistas. Em resposta, desenvolveu-se nos tribunais americanos a chamada Unocal Test, oriunda do caso *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, também julgado em Delaware em 1985. Segundo esse teste, qualquer medida de defesa — incluindo *poison pills* — deveria ser razoável e proporcional frente à ameaça percebida, sob pena de ser invalidada judicialmente.

Desde então, o conceito evoluiu: a *poison pill* deixou de ser vista apenas como um instrumento de negação pura e passou a ser compreendida como um meio de maximizar o valor para os acionistas em contextos de aquisição, ao forçar potenciais compradores a negociações mais favoráveis.

Embora o apogeu das *poison pills* tenha se dado no final do século XX, seu legado permanece vivo. Grandes casos contemporâneos, como a tentativa de aquisição do Twitter por Elon Musk em 2022<sup>47</sup>, demonstram que, mesmo em um mercado globalizado e extremamente dinâmico, as empresas ainda recorrem a esse velho instrumento para resistir, ganhar tempo ou fortalecer sua posição em um tabuleiro de interesses muitas vezes brutal.

---

<sup>47</sup> JIA, Qingwen; XU, Suqi. An Overall Analysis of Twitter and Elon Musk M&A Deal. Montreal: Highlights in Business, **Economics and Management**, 2022, v. 2, p. 436-441

### 3.2 *White Knight*

Um “*White Knight*” - ou “cavaleiro branco”, em tradução livre, nas palavras de Melissa J. Rhodes<sup>48</sup>, é um “proponente considerado mais amigável pela direção da empresa visada do que o proponente externo não solicitado”. Quando uma companhia se vê no risco iminente de uma aquisição de cunho hostil, uma companhia com visões mais próximas da administração pode adquiri-la, com termos de negociação mais amigáveis, evitando que um terceiro ofertante com planos possivelmente danosos ao interesse da sociedade assuma o controle desta.

A estratégia do *White Knight* é uma tática de defesa contra aquisições hostis, onde uma empresa-alvo busca um comprador alternativo mais amigável para evitar ser adquirida por um ofertante indesejado. Esse “cavaleiro branco” geralmente oferece termos mais favoráveis, como manter a equipe de gestão atual e preservar as operações principais da empresa, tornando-se uma opção preferível para a diretoria e os acionistas da empresa-alvo.

Historicamente, a estratégia do *White Knight* tem sido empregada em várias situações notáveis. Por exemplo, em 2006, a Bayer atuou como *White Knight* ao adquirir a Schering AG, impedindo uma aquisição hostil pela Merck KGaA. Outro caso significativo ocorreu em 2008, quando o JPMorgan Chase adquiriu o Bear Stearns, salvando-o da insolvência durante a crise financeira.

Além do *White Knight*, existem variações dessa estratégia, como o “*White Squire*”, onde um investidor amigável adquire uma participação significativa, mas não majoritária, na empresa-alvo para impedir uma aquisição hostil, sem assumir o controle total.

No entanto, é importante notar que a estratégia do *White Knight* não garante a independência contínua da empresa-alvo, pois ela ainda será adquirida. Além disso, há riscos associados, como a possibilidade de o *White Knight* se tornar um “*Gray Knight*” ou até mesmo um “*Black Knight*”, caso suas intenções mudem após a aquisição.<sup>49</sup>

A estratégia do *White Knight*, portanto, serve como uma alternativa para empresas que enfrentam aquisições hostis, permitindo que escolham um adquirente mais alinhado com seus interesses e valores, embora não elimine completamente os desafios associados a mudanças de controle corporativo.

---

<sup>48</sup> RHODES, Melissa J. **The White Knight Privilege in Litigated Takeovers: Leveling the Playing Field in Discovery**. *Stanford Law Review*, v. 43, n. 2, 1991, p. 445–73. JSTOR. Disponível em: <<https://doi.org/10.2307/1228929>>. Acesso em: 28 de novembro de 2023.

<sup>49</sup> IMAGING, Diagnostic. **Bayer plays white knight for schering**. Diagnostic Imaging, 2006. Disponível em: <<https://www.diagnosticimaging.com/view/bayer-plays-white-knight-schering>>. Acesso em 16 de junho de 2024.

### 3.3 Golden Parachute

O termo *Golden Parachute* (“Paraquedas dourado”), é utilizado para se referir aos benefícios dados a um executivo de uma empresa em processo de aquisição, com o intuito de amenizar os impactos sofridos por aquele durante a troca de gestão. Esta troca, por sua vez,

A origem do *golden parachute*<sup>50</sup> remonta a 1961, quando Charles C. Tillinghast Jr., então presidente da Trans World Airlines (TWA), recebeu uma cláusula contratual que lhe assegurava uma compensação substancial caso fosse destituído do cargo. Essa medida visava protegê-lo diante das tentativas de Howard Hughes de retomar o controle da companhia.

No entanto, foi durante a década de 1980<sup>51</sup>, marcada por uma onda de aquisições hostis nos Estados Unidos, que os *golden parachutes* se popularizaram como ferramenta de defesa corporativa. Empresas passaram a adotar essas cláusulas para tornar aquisições indesejadas mais onerosas, ao mesmo tempo em que ofereciam segurança aos executivos diante de possíveis mudanças abruptas na gestão.

Uma figura central na disseminação dos *golden parachutes* foi o advogado Joseph Bachelder III<sup>52</sup>, que, a partir da década de 1980, estruturou pacotes de compensação executiva que incorporavam essas cláusulas. Sua abordagem inovadora contribuiu para a ampla adoção dessa prática entre as empresas listadas na Fortune 500 .

Apesar de sua utilidade, os *golden parachutes* também enfrentam críticas. Alguns argumentam que tais cláusulas podem incentivar executivos a aceitarem aquisições que não necessariamente beneficiam os acionistas, visando apenas os próprios interesses financeiros.

No Brasil, embora menos comuns, cláusulas semelhantes têm sido observadas, especialmente em empresas com capital aberto e presença significativa no mercado internacional. A adoção dessas práticas requer uma análise cuidadosa, considerando os impactos na governança corporativa e na percepção dos investidores.

---

<sup>50</sup> FICH, Eliezer M.; TRAN, Anh L.; WALKLING, Ralph A. **On the importance of golden parachutes**. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 48, n. 6, p. 1717-1753, 2013. Fique por dentro da história da Sadia. IBND, 2024. Disponível em: <<https://www.ibnd.com.br/blog/fique-por-dentro-da-historia-da-sadia-uma-das-marcas-mais-queridas-pelos-brasileiros.html>>. Acesso em: 10 de outubro de 2024.

<sup>51</sup> FICH, Eliezer M.; TRAN, Anh L.; WALKLING, Ralph A. **On the importance of golden parachutes**. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 48, n. 6, p. 1717-1753, 2013. Fique por dentro da história da Sadia. IBND, 2024. Disponível em: <<https://www.ibnd.com.br/blog/fique-por-dentro-da-historia-da-sadia-uma-das-marcas-mais-queridas-pelos-brasileiros.html>>. Acesso em: 10 de outubro de 2024.

<sup>52</sup> MARTIN, Susan L. **Platinum Parachutes: Who's Protecting the Shareholder?** *Hofstra Law Review*, v. 14, n. 3, p. 6, 1986. Disponível em: <<https://scholarlycommons.law.hofstra.edu/hlr/vol14/iss3/6/>>. Acesso em: 07 de agosto de 2024.

### 3.4 *Pac-Man Defense* (Defesa Pac-Man)

A "*Pac-Man Defense*" é uma estratégia de defesa corporativa empregada por empresas-alvo diante de tentativas de aquisições hostis. Inspirada no clássico jogo de arcade dos anos 1980, no qual o personagem principal, *Pac-Man*, inicialmente perseguido por fantasmas, pode inverter os papéis ao consumir um "*power pellet*" e passar a caçá-los, essa tática corporativa busca transformar a empresa ameaçada em agressora, tentando adquirir a companhia que originalmente buscava controlá-la.

Na prática, a empresa-alvo inicia uma oferta pública de aquisição (OPA) para comprar ações da empresa adquirente, visando obter uma participação significativa ou até o controle total. Essa manobra pode ser financiada por meio de reservas de caixa, venda de ativos não essenciais ou obtenção de financiamento externo<sup>53</sup>. O objetivo é tornar a aquisição hostil mais onerosa ou indesejável para o agressor, forçando-o a recuar ou a negociar termos mais favoráveis.

A origem da "*Pac-Man Defense*" remonta ao início dos anos 1980, período marcado por uma intensa atividade de fusões e aquisições nos Estados Unidos. Um dos casos mais emblemáticos ocorreu em 1982, quando a *Bendix Corporation* tentou adquirir a *Martin Marietta Corporation*. Em resposta, a *Martin Marietta* lançou uma contraofensiva, adquirindo ações da *Bendix* na tentativa de assumir o controle da empresa agressora. Embora nenhuma das empresas tenha alcançado sucesso completo, a estratégia resultou na intervenção de uma terceira companhia, a *Allied Corporation*, que acabou adquirindo a *Bendix*. Esse episódio destacou a complexidade e os riscos associados à "*Pac-Man Defense*".

Outro exemplo notável ocorreu na Alemanha, envolvendo a *Porsche* e o *Volkswagen Group*. Em meados dos anos 2000, a *Porsche* iniciou uma estratégia para adquirir uma participação majoritária na *Volkswagen*, apesar de ser uma empresa significativamente menor em termos de receita. A tentativa foi interrompida pela crise financeira de 2008, que expôs a *Porsche* a desafios financeiros substanciais, culminando na reversão dos papéis: a *Volkswagen* acabou por adquirir a *Porsche*. Esse caso ilustra como a "*Pac-Man Defense*" pode ser uma estratégia de alto risco, especialmente quando não sustentada por uma base financeira sólida.<sup>54</sup>

A "*Pac-Man Defense*" é considerada uma das táticas mais agressivas e arriscadas no arsenal de defesa contra aquisições hostis. Sua implementação requer uma análise cuidadosa dos recursos financeiros disponíveis, da estrutura acionária das empresas envolvidas e das possíveis repercussões no mercado. Além disso, essa estratégia pode atrair o escrutínio de órgãos reguladores e gerar incertezas entre investidores e stakeholders.

---

<sup>53</sup> CUOFANO, Gennaro. **What Is The Pac-Man Defense? The Pac-Man Defense In A Nutshell.** FourWeekMBA, 2024. Disponível em: <<https://fourweekmba.com/pac-man-defense/>>. Acesso em: 20 de abril de 2025.

<sup>54</sup> Ibidem

No Brasil, embora não haja registros públicos de utilização da "*Pac-Man Defense*", a crescente sofisticação do mercado de capitais e o aumento das operações de fusões e aquisições sugerem que as empresas devem estar preparadas para considerar uma variedade de estratégias defensivas, adaptadas às especificidades do ambiente regulatório e corporativo nacional.

### 3.5 *Greenmail*

O termo *Greenmail* designa uma prática controversa nas operações societárias, na qual um investidor adquire uma participação relevante no capital de uma companhia com o objetivo estratégico de pressionar a administração por meio da ameaça de uma aquisição hostil. Para neutralizar essa ameaça, a empresa-alvo opta por recomprar as ações detidas pelo investidor a um preço superior ao valor de mercado, utilizando para isso recursos próprios que, de outro modo, poderiam ser destinados a investimentos, expansão ou distribuição de dividendos<sup>55</sup>. A expressão "*greenmail*" surge da combinação entre *greenbacks* — gíria para dólares — e *blackmail* — extorsão ou chantagem, sintetizando a natureza coercitiva que marca essas transações.

O modus operandi do *greenmail* segue, em regra, uma lógica sequencial: um investidor, muitas vezes conhecido como *corporate raider*, passa a adquirir ações da companhia no mercado aberto até alcançar uma posição capaz de influenciar decisões estratégicas. De posse dessa participação significativa, o investidor sugere a possibilidade de lançar uma oferta pública de aquisição hostil ou de exercer influência desproporcional sobre a gestão. Frente à ameaça, a empresa-alvo, para preservar sua estrutura de controle e evitar a hostilidade, propõe a recompra das ações, oferecendo um prêmio considerável sobre o preço de mercado.

A ascensão do *greenmail* como prática notória ocorreu durante a década de 1980, sobretudo no mercado norte-americano, impulsionada por figuras célebres como Carl Icahn e Sir James Goldsmith. Um exemplo paradigmático foi o caso da *Occidental Petroleum*, que, em 1984, desembolsou cerca de 194 milhões de dólares para recomprar ações em poder de David Murdock, evitando, assim, uma tentativa de aquisição indesejada.

Diante das implicações negativas que o *greenmail* gerava — tais como a deterioração do patrimônio da companhia e o evidente conflito com os interesses dos acionistas minoritários —, medidas legislativas foram paulatinamente adotadas para conter sua disseminação. Em 1987, o *Internal Revenue Service (IRS)*, nos Estados Unidos, implementou uma tributação

---

<sup>55</sup> AGA, Saira. **A Review and Comparison of Takeover Defenses in the US and UK**. Available at SSRN 1631432, 2010.

específica de 50% sobre os ganhos obtidos em operações dessa natureza. Além disso, diversas companhias incorporaram em seus estatutos cláusulas *anti-greenmail*, obrigando a submissão de qualquer recompra de ações com prêmio a deliberação prévia dos acionistas em assembleia.

Ainda que, em alguns casos, o *greenmail* tenha servido como ferramenta para preservar a autonomia de empresas frente a investidas hostis, sua utilização continua a suscitar severas críticas no âmbito da governança corporativa. A prática levanta dúvidas sobre a prudência na administração dos recursos sociais e sobre o respeito aos interesses coletivos dos acionistas. O pagamento de somas vultosas a investidores oportunistas, em troca da cessação de uma ameaça, pode ser interpretado não apenas como um desvio de finalidade, mas como um sinal de fragilidade institucional da companhia.

No contexto brasileiro, não há relatos expressivos de utilização da prática em larga escala. Contudo, as empresas devem permanecer vigilantes quanto a movimentos que possam reproduzir efeitos análogos, recomendando-se, como precaução, a previsão de barreiras estatutárias que exijam aprovação para recompras de ações em condições excepcionais.

### 3.6 *Crown Jewel Defense*

A *Crown Jewel Defense* — ou "defesa das joias da coroa", é uma estratégia empregada por empresas que se veem diante da ameaça de uma aquisição hostil. Seu fundamento consiste na alienação ou transferência dos ativos mais valiosos da companhia, as chamadas "joias da coroa", de modo a reduzir drasticamente o interesse do potencial adquirente. Esses ativos estratégicos podem incluir unidades de negócios de alta rentabilidade, patentes, centros de pesquisa e desenvolvimento, marcas consolidadas, ou qualquer outro elemento que constitua o núcleo da vantagem competitiva da empresa.<sup>56</sup>

Frente ao avanço de uma oferta indesejada, a empresa-alvo pode alienar seus principais ativos para terceiros — frequentemente aliados estratégicos, muitas vezes identificados como *white knights* — mediante acordos que, em alguns casos, preveem a possibilidade de recompra futura dos bens transferidos, uma vez cessado o risco de aquisição hostil. Dessa maneira, a empresa busca não apenas desestimular o investidor agressivo, mas também preservar sua integridade estratégica no médio e longo prazo.

---

<sup>56</sup> TEAM, CFI. **Crown Jewel Defense**. CFI, 2020. Disponível em: <<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/crown-jewel-defense-takeover/>>. Acesso em: 20 de abril de 2025.

A lógica subjacente à *Crown Jewel Defense* é clara: ao perceber que os ativos que motivaram a aquisição foram alienados, o adquirente tende a reavaliar o custo-benefício da operação, muitas vezes optando por desistir da investida.<sup>57</sup> No entanto, trata-se de uma medida que não está isenta de riscos. A venda de partes centrais do patrimônio, ainda que temporária, pode comprometer a posição competitiva da empresa, prejudicar suas perspectivas de crescimento e abalar a confiança dos investidores.

Não por acaso, a *Crown Jewel Defense* é tida como um recurso de última instância, geralmente empregado apenas quando estratégias defensivas mais brandas — como *poison pills* ou negociações alternativas, não conseguem neutralizar a ameaça. Sua eficácia depende de uma complexa engenharia jurídica e negocial: é crucial identificar parceiros confiáveis, estruturar acordos sólidos de recompra, e, acima de tudo, gerenciar com transparência a percepção do mercado.

Ademais, a alienação dos ativos-chave pode ser interpretada como um sinal de vulnerabilidade ou desespero, deteriorando o valor de mercado da empresa e alimentando especulações negativas. Por isso, a implementação dessa tática demanda uma avaliação rigorosa dos impactos econômicos, jurídicos e reputacionais envolvidos, além de uma comunicação cuidadosa com os stakeholders, a fim de evitar que a defesa, em si, se torne o golpe mais danoso à própria companhia.

### **3.7 Staggered Board (Conselho de Administração escalonado)**

O *Staggered Board*, ou Conselho de Administração Escalonado, refere-se a uma estrutura de governança na qual os membros do conselho são organizados em diferentes classes, cada uma com mandatos sobrepostos e períodos distintos de duração. Ao invés de submeter todos os conselheiros à eleição em uma única assembleia geral, apenas uma parcela deles é renovada anualmente. Em conselhos divididos em três classes, por exemplo, aproximadamente um terço dos diretores é eleito a cada ano, sendo que cada mandato individual dura três anos.

A adoção desse modelo visa, em grande parte, dificultar aquisições hostis. Isso porque a substituição integral do conselho de administração não pode ocorrer de forma imediata, obrigando o adquirente interessado a vencer sucessivas disputas por procuração ao longo de vários anos para conquistar a maioria dos assentos — um obstáculo que frequentemente desencoraja investidas não desejadas.

---

<sup>57</sup>HAYES, Adam. Crown Jewels: What it Means, How it Works. **Investopedia**, 2023. Disponível em: <https://www.investopedia.com/terms/c/crownjewels.asp>. Acesso em 20 de abril de 2025.

Além de seu efeito defensivo, o *Staggered Board* também oferece à companhia uma maior estabilidade gerencial<sup>58</sup>, favorecendo a continuidade estratégica e a implementação de projetos de longo prazo, mesmo diante de pressões externas ou conjunturais. A rotação gradual dos conselheiros tende a proteger a empresa contra mudanças abruptas que possam comprometer sua trajetória de desenvolvimento.

Entretanto, a estrutura escalonada também é alvo de críticas, principalmente no que diz respeito à redução da *accountability* dos administradores perante os acionistas. A dificuldade em promover substituições rápidas pode resultar na perpetuação de práticas ineficientes ou desalinhadas aos interesses dos investidores. Estudos sugerem<sup>59</sup> que empresas que adotam conselhos escalonados podem sofrer uma desvalorização no mercado, refletindo a percepção de menor responsividade e flexibilidade diante das demandas estratégicas.

No contexto brasileiro, embora o *Staggered Board* não seja amplamente difundido, existem casos pontuais de sua adoção. A utilização desse mecanismo requer, contudo, uma avaliação criteriosa de seus impactos, considerando tanto a necessidade de proteção contra aquisições hostis quanto o compromisso com uma gestão eficiente, transparente e responsiva aos anseios dos acionistas.

#### 4. Casos e Tentativas Emblemáticas de Tomada Hostil

As tentativas de tomada hostil, ao longo do tempo, revelaram dinâmicas complexas que desafiam tanto os instrumentos de proteção societária quanto os limites da atuação dos administradores e acionistas. Este tópico examina casos emblemáticos, nacionais e estrangeiros, nos quais estratégias ofensivas e defensivas moldaram e influenciaram o tratamento jurídico das OPAs, demonstrando, na prática, como grandes gigantes do cenário nacional se comportaram ao enfrentar, em primeira mão, ofertas hostis que, em muitos casos, culminaram em processos de fusão ou reorganização societária.

---

<sup>58</sup> CREMERS, KJ Martijn; LITOV, Lubomir P.; SEPE, Simone M. **Staggered boards and long-term firm value, revisited.** *Journal of Financial Economics*, v. 126, n. 2, p. 422-444, 2017. Disponível em: <<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0304405X17302143>>. Acesso em: 16 de junho de 2024.

<sup>59</sup> SOLOMON, Steven Davidoff. **Do Staggered Boards Affect Firm Value?** *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 2017. Disponível em: <<https://corpgov.law.harvard.edu/2017/04/20/do-staggered-boards-affect-firm-value/>>. Acesso em: 15 de março de 2025.

## 4.1 Sadia vs Perdigão: o nascimento da BRF (*Poison pills*)

### 4.1.1 A Sadia

A Sadia começou como um pequeno frigorífico na cidade de Concórdia (SC), fundada pelo empreendedor Atilio Fontana em 7 de junho de 1944. Impulsionado pelo objetivo de se inserir no mercado de carnes brasileiro, e situado em um período de rápida evolução industrial no país, adquiriu um maquinário para alavancar sua produção. Em 1947, a empresa conquistou sua primeira distribuidora, no estado de São Paulo<sup>60</sup>, e se tornou uma marca registrada.

Nas décadas de 1950 e 1960, testemunhou um rápido crescimento em suas atividades, adquirindo um avião, em 1952, para operar em demandas entre São Paulo e Rio de Janeiro - na época a principal região de atuação da marca - visto que à época não havia caminhões frigoríficos.<sup>61</sup> Um ano depois, sua primeira sede fora do estado de Santa Catarina foi inaugurada, em São Paulo.

Em 1964, a Sadia inseriu no mercado a Frigobrás, que marcou o início de sua consolidação no mercado de alimentos semiprontos e congelados, além de inaugurar o Conselho de Administração da empresa. Na mesma época, a Sadia também firmava seus primeiros contratos de exportação de carnes para o exterior.

Em 1967, foi estabelecida a Sadia Comercial Ltda. pela empresa, encarregada da comercialização e distribuição dos produtos no território brasileiro. O progresso se manifestou, acompanhado por avanços tecnológicos que viabilizaram a criação de armazéns em toda a Região Sul, além da instalação de escritórios comerciais em diversas áreas do país.

No ano de 1971, a Sadia obteve seu registro de Companhia de Capital Aberto, juntamente ao Banco do Brasil, tendo sua razão social e estatuto alterados pela Assembleia Geral Extraordinária do grupo.<sup>62</sup> Os anos seguintes foram marcados por uma constante escalada na produção, trazendo ao mercado pela primeira vez o famoso Peru temperado da Sadia, consolidando a marca ainda mais no território brasileiro, e expandindo suas vendas para o oriente médio, destacando-se na liderança do mercado mundial de carnes.

---

<sup>60</sup> Fique por dentro da história da Sadia. **IBND**, 2024. Disponível em: <https://www.ibnd.com.br/blog/fique-por-dentro-da-historia-da-sadia-uma-das-marcas-mais-queridas-pelos-brasileiros.html>. Acesso em: 10 de outubro de 2024.

<sup>61</sup> SADIA. **A Sadia**. Sadia, 2024. Disponível em: <https://www.sadia.com.br/sadia/>. Acesso em: 17 de setembro de 2024.

<sup>62</sup> COSTA, Armando Dalla; GARCIA, Junior Ruiz. **A Sadia e sua experiência no mercado internacional**. Revista Economia & Tecnologia, v. 5, n. 1, 2009. p. 4. Disponível em: [https://www.abphe.org.br/arquivos/armando-dalla-costa\\_junior-ruiz-garcia.pdf](https://www.abphe.org.br/arquivos/armando-dalla-costa_junior-ruiz-garcia.pdf). Acesso em: 20 de abril de 2025.

Nos anos 90, a Sadia já contava com mais de 30 mil funcionários ao redor do mundo, assim como faturamentos recordes ano após ano. Em 1994, a Sadia adotou a razão social de Sadia S.A. Ao final da década, a marca já havia alcançado mais de 40 países.<sup>63</sup> Em 2001, a Sadia foi eleita a mais valiosa marca de alimentação no Brasil.

Os anos seguintes testemunharam sua prosperidade no mercado nacional, com a inserção de novidades no ramo dos alimentos semiprontos, assim como o desenvolvimento da empresa no nordeste do país, implementando a sua primeira fábrica na região em 2008, por meio de um investimento de R\$300 milhões, até a sua eventual fusão com a Perdigão, em 2009.

#### 4.1.2 A Perdigão

A Perdigão, similarmente à Sadia, tem sua história diretamente relacionada ao crescimento industrial brasileiro e ao desenvolvimento do estado de Santa Catarina.<sup>64</sup> Na década de 1930, duas famílias de imigrantes italianos - os Ponzoni e os Brandalize - abriram um pequeno armazém à beira do Rio do Peixe, em Vila dos Perdizes, com o nome de Ponzoni, Brandalize & Cia, focado no fornecimento de alimentos em geral. Em 1939, a empresa começou a investir no abatimento de suínos, chegando a atingir, em 1942, a marca 100 batimentos por dia.

Com sua consolidação no mercado de carnes durante a década de 1940, a empresa buscou novos ares se inserindo na agropecuária, com a construção da Granja Santa Gema na cidade de Videira, em Santa Catarina, e iniciando suas atividades no abate de aves. Em 1958, sua razão social foi alterada para Perdigão S.A. Comércio e Indústria.

Os anos 60 testemunharam o controle biológico e físico-químico dos alimentos, assim como o acompanhamento de saúde e tratamento dos animais, por meio de laboratórios que viriam a ser as futuras áreas de qualidade, pesquisa e desenvolvimento da Perdigão. Isso possibilitou a criação de um abatedouro exclusivo para aves, e o seu destaque como pioneira na exportação de frango como foco no Oriente Médio.

No ano de 1979, a Perdigão começou a experimentar o melhoramento genético de aves para impulsionar suas vendas. O Gallus Gallus, espécie de ave importada dos Estados Unidos, foi uma peça-chave nesse processo, que culminou na criação da marca Chester, que domina o

---

<sup>63</sup> SADIA. **A Sadia**. Sadia, 2024. Disponível em: <<https://www.sadia.com.br/sadia/>>. Acesso em: 17 de setembro de 2024.

<sup>64</sup> FRANCISCO, Portal São. **História da Perdigão**. Portal São Francisco. Disponível em: <<https://www.portalsaofrancisco.com.br/curiosidades/historia-da-perdigao>>. Acesso em: 17 de novembro de 2023.

mercado nacional até hoje. No ano seguinte, a Perdigão S.A. abriu o seu capital para negociações na bolsa de valores.

Os anos que acompanharam o fim do século XX viram um período de fortes crises financeiras por parte da perdigão. A principal se deu por meio de uma crise de liquidez, quando a família Brandalise vendeu sua participação do capital da empresa, o qual consistia em mais de 80% das ações ordinária e mais de 60% das ações preferenciais.

A virada do milênio, contudo, trouxe consigo um novo ciclo de expansão para a Perdigão. A empresa embarcou em uma série de aquisições estratégicas, incorporando marcas como Batávia, Elegê, Doriana e Cotochés, reafirmando seu posicionamento como um conglomerado de alimentos diversificado. Esse movimento não apenas ampliou seu portfólio, mas também fortaleceu sua presença em segmentos como laticínios e margarinas, preparando o terreno para desafios ainda maiores.

No entanto, o ano de 2008 marcou um ponto de inflexão. Enquanto a Perdigão celebrava 74 anos de história, sua principal concorrente, a Sadia, enfrentava uma crise financeira sem precedentes, resultado de perdas bilionárias em operações com derivativos cambiais. A fragilidade da Sadia abriu espaço para negociações que, até então, pareciam improváveis. Após meses de tratativas discretas, em 19 de maio de 2009, foi anunciada a fusão entre as duas gigantes, dando origem à Brasil Foods S.A. (BRF).

#### 4.1.3 O caso

No início da década de 1990, o Brasil passou por mudanças estruturais com a abertura econômica, levando a um aumento nas fusões e aquisições. A primeira tentativa de fusão entre as duas gigantes do setor alimentício se deram em 1999, mas não obteve êxito fora do papel. Em 2002, uma união comercial foi realizada com a intenção de alavancar o comércio de frango para a Europa e Ásia, e deu origem à BRF Trading S.A. Esta parceria, contudo, perdurou apenas por um ano.

Por volta de julho de 2006, a Sadia efetuou uma oferta aos acionistas da Perdigão (PGRA3.SA), por meio de uma Oferta Pública de Aquisição (OPA), a qual ficou conhecida como o primeiro caso de oferta hostil no mercado brasileiro. A oferta consistia na compra de ações no valor de R\$27,88 por ação<sup>65</sup>, isso em uma época cujo valor das ações pairavam logo

---

<sup>65</sup> LEITE, Janaína. **Sadia desiste de comprar a Perdigão**. Folha de S. Paulo, 2006. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/fsp/dinheiro/fi2207200615.htm#:~:text=Na%20segunda%2Dfeira%20passada%2C%20a,R%24%203%2C73%20bilh%C3%B5es>>. Acesso em 27 de outubro de 2023.

abaixo de R\$25,00.<sup>66</sup> Apesar da justificativa de objetivar uma parceria comercial para competir no mercado internacional, a presidência da Perdigão rejeitou a oferta.

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), contudo, exigiu uma resposta formal por parte dos acionistas da Perdigão. Um grupo de investidores, composto por sete fundos de pensão e pela Weg Participações, representando juntos 55,38% das ações da Perdigão, manifestou a recusa em separado. Em face disso, a Sadia aumentou a proposta, oferecendo pagar R\$29,00 por ação. Após mais uma recusa, a Sadia desistiu da oferta.

A rivalidade comercial, contudo, não foi resolvida com a desistência. Sadia e Perdigão seguiram trajetórias paralelas, intensificando sua atuação em mercados internacionais e expandindo agressivamente seus portfólios de produtos. Em um setor caracterizado por margens estreitas e competição global acirrada, o equilíbrio entre as duas se mostrava, na prática, instável.

O desfecho dessa tensão comercial viria de forma inesperada. A crise financeira de 2008, que atingiu o sistema financeiro global, impactou severamente a Sadia. A empresa, até então sólida, reportou perdas bilionárias com operações em derivativos cambiais, expondo fragilidades em sua gestão de riscos. O episódio não apenas abalou a reputação da companhia, mas comprometeu sua capacidade operacional e financeira, colocando em risco sua sobrevivência enquanto agente autônomo no mercado.

O desfecho dessa tensão comercial viria de forma inesperada. A crise financeira de 2008, que atingiu o sistema financeiro global, impactou severamente a Sadia. A empresa, até então sólida, reportou perdas bilionárias com operações em derivativos cambiais, expondo fragilidades em sua gestão de riscos. O episódio não apenas abalou a reputação da companhia, mas comprometeu sua capacidade operacional e financeira, colocando em risco sua sobrevivência enquanto agente autônomo no mercado.

Nesse cenário de vulnerabilidade, a lógica de mercado se impôs. As negociações foram conduzidas de forma sigilosa, envolvendo mais de 60 reuniões e cerca de 30 profissionais, entre advogados, banqueiros e executivos das duas empresas. Para evitar vazamentos, os encontros ocorreram em locais discretos, como quartos de hotel e escritórios de advocacia.<sup>67</sup>

---

<sup>66</sup> PT, Bolsa. **PRGA3.SA**. Bolsa PT, 2006. Disponível em: <<https://www.bolsapt.com/historico/PRGA3.SA/4/de-01-01-2006-a-01-01-2007/>>. Acesso em: 5 de novembro de 2023.

<sup>67</sup> SOUZA, Jardel Fillipe Pereira de; DELFINO, Lúlia Sant'ana; SILVA, Paulo Roberto M. da. **Fusão de Empresas: O Caso Sadia e Perdigão**. Ubá: FUPAC, 2019. Disponível em: <<https://ri.unipac.br/repositorio/wp-content/uploads/taianacan-items/282/272913/JARDEL-FILLIPE-PEREIRA-DE-SOUZA-FUSAO-DE-EMPRESAS-O-CASO-SADIA-E-PERDIGAO-ADMINISTRACAO-2016.pdf>>. Acesso em: 26 de abril de 2025.

Em maio de 2009, Sadia e Perdigão anunciaram a união de suas operações, desta vez sob o formato de fusão amigável, e não mais como aquisição unilateral. Surgia, então, a BRF Brasil Foods S.A., um dos maiores conglomerados alimentícios do mundo.

No entanto, a consolidação não ocorreu sem desafios regulatórios. Dada a significativa participação de mercado que a BRF passaria a deter em diversos segmentos, o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) iniciou uma análise minuciosa da operação, visando preservar a concorrência e evitar práticas monopolistas. Em 13 de julho de 2011, após dois anos de avaliação, o CADE aprovou a fusão, impondo uma série de restrições e obrigações à nova empresa.

Entre as condições impostas pelo CADE para a aprovação da fusão, destaca-se a alienação de ativos como uma medida estruturante para preservar a concorrência nos mercados mais sensíveis. A BRF foi obrigada a vender fábricas, centros de distribuição e marcas consolidadas, como Rezende, Wilson, Texas, Escolha Saudável, Fiesta, Doriana e Delicata. A lógica subjacente era clara: enfraquecer a posição concentrada da nova empresa em segmentos estratégicos, criando espaço para a atuação de concorrentes e reduzindo a dependência do consumidor em relação a um único agente econômico. Tal imposição não apenas obrigava a BRF a abrir mão de parte de seu patrimônio recém-consolidado, mas também ensejava a entrada ou fortalecimento de rivais em nichos antes dominados.

Adicionalmente, o CADE impôs a suspensão temporária do uso da marca Perdigão em diversos produtos de grande circulação, como lasanhas, pizzas congeladas, almôndegas, kibes e frios saudáveis, por períodos que variavam de três a cinco anos, além de proibir a marca Batavo de atuar no segmento de carnes processadas pelo prazo de quatro anos. Essas restrições visavam evitar a utilização do capital simbólico associado às marcas para manter o poder de mercado, mesmo após a alienação de ativos.

Complementarmente, proibiu-se o lançamento de novas marcas para substituir aquelas suspensas, impedindo a BRF de criar alternativas artificiais que neutralizassem os efeitos das restrições. O conjunto dessas medidas reflete uma preocupação refinada do CADE: não apenas desmembrar ativos tangíveis, mas também neutralizar o poder competitivo intangível decorrente da força das marcas, elemento central em setores de consumo de massa como o alimentício.

No que tange a presença de técnicas de defesa empregadas no caso, é importante destacar que no primeiro caso da tentativa de aquisição hostil da Perdigão pela Sadia em 2006, a Perdigão já havia implementado uma cláusula de defesa em seu estatuto social, conhecida

como "*poison pill*".<sup>68</sup> Essa cláusula estipulava que qualquer acionista que adquirisse uma participação superior a 20% do capital da companhia deveria realizar uma oferta pública para todos os demais acionistas, com um prêmio de 35% sobre a média da cotação dos últimos 30 dias.

Tal medida tinha caráter preventivo, e visava tornar a empresa menos atraente para uma eventual tomada hostil de controle. No entanto, a Sadia estruturou sua oferta de forma a contornar essa cláusula, propondo diretamente uma oferta pública para 100% das ações da Perdigão, o que gerou debates sobre a aplicabilidade da "*poison pill*" nesse contexto.

Quanto à então nascida BRF, ela também incorporou mecanismos de defesa contra aquisições hostis em seu estatuto social. Em 2021, por exemplo, quando a Marfrig – atual acionista majoritária da Brasil Foods S.A. – aumentou sua participação acionária na BRF para 31,66%, aproximando-se do limite de 33,33% que acionaria a cláusula de "*poison pill*", que exige uma oferta pública para a aquisição da totalidade das ações da companhia. Nesta mesma época, a cláusula de *poison pills* foi retirada do estatuto da BRF<sup>69</sup>, o que favoreceu o aumento de sua participação, que agora ultrapassa 50% do quadro acionário da companhia.

A fusão entre Sadia e Perdigão, portanto, embora estratégica para as empresas envolvidas, só foi possível mediante a adoção de medidas que assegurassem a manutenção da concorrência e a proteção dos interesses dos consumidores. A experiência da BRF fornece uma luz acerca do que se espera observar no ambiente brasileiro em casos de ofertas hostis: que são técnicas legais, observados os riscos à livre concorrência, no qual o CADE emerge como principal figura na manutenção de um mercado competitivo.

## 4.2 Energisa x Eletropaulo x Enel<sup>70</sup> (*poison pills*)

### 4.2.1 A Eletropaulo

A história da Eletropaulo é intrinsecamente ligada ao desenvolvimento urbano e industrial de São Paulo.<sup>71</sup> Suas origens remontam a 1899, quando a empresa canadense The São

<sup>68</sup> MAESTRI, Hugo Cruz. **Estudo comparado sobre a aplicabilidade das *poison pills* no direito brasileiro e norte-americano**. Londrina: Revista Direito em (Dis)Curso, v. 4, n. 1, p. 64-73, jan./jul., 2021. Disponível em: <<https://ojs.uel.br/revistas/uel/index.php/rdd/article/download/10918/12439>>. Acesso em: 08 de julho de 2024.

<sup>69</sup> INVESTE, Valor. **Marfrig aumenta participação acionária na BRF e ultrapassa 50%**. Valor investe, 2023. Disponível em: <<https://valorinveste.globo.com/mercados/renda-variavel/empresas/noticia/2023/12/29/marfrig-aumenta-participacao-acionaria-na-brf-e-ultrapassa-50-pontos-percentuais.ghtml>>. Acesso em: 07 de agosto de 2024.

<sup>70</sup> MARQUES, João Vitor Xavier. **Aquisição de controle mediante oferta pública: uma análise do caso Eletropaulo**. 2018. Disponível em: <<https://repositorio.fgv.br/items/2e9b1d2a-5280-498f-be79-88be2a584da1>>. Acesso em: 07 de agosto de 2024.

<sup>71</sup> PAIVA, Esdras; SALEM, Fábio; BUSTAMANTE, Henrique; FREIRE, Luciana Ne. **História da Energisa em São Paulo: Energia e empresas privadas até a criação da CESP e a encampação da Light**. USP, 2020.

Paulo Tramway, Light and Power Company Limited, conhecida como Light, iniciou a operação dos serviços de energia elétrica na capital paulista e arredores. Durante décadas, a Light deteve o monopólio da geração e distribuição de energia na região, sendo responsável também pelo transporte público elétrico.

No final da década de 1970, com o término do contrato de concessão da Light, o governo federal, por meio da Eletrobrás, adquiriu o controle acionário da empresa, estatizando-a. Em 1981, o governo do estado de São Paulo criou a Eletropaulo – Eletricidade de São Paulo S.A., assumindo a operação dos sistemas de geração, transmissão e distribuição de energia elétrica nos municípios anteriormente atendidos pela Light.

Durante as décadas de 1980 e início de 1990, a Eletropaulo consolidou-se como uma das maiores empresas estatais do setor elétrico, chegando a empregar cerca de 27 mil funcionários. Entretanto, o contexto de reformas econômicas e a busca por eficiência operacional levaram o governo estadual a implementar, em 1995, o Programa Estadual de Desestatização (PED), que visava a privatização de diversas empresas estatais, incluindo a Eletropaulo.

Considerada grande demais para ser privatizada em um único bloco, a Eletropaulo foi cindida em quatro empresas<sup>72</sup>: Eletropaulo Metropolitana, Empresa Bandeirante de Energia, Empresa Paulista de Transmissão de Energia e Empresa Metropolitana de Águas e Energia (EMAE). A Eletropaulo Metropolitana, responsável pela distribuição de energia elétrica na capital e região metropolitana de São Paulo, foi leiloada em 1998 e adquirida pelo consórcio Lightgás, composto por AES Corporation, Houston Industries Energy, Électricité de France (EDF) e Companhia Siderúrgica Nacional (CSN).

Em 2001, a AES Corporation assumiu o controle total da Eletropaulo Metropolitana, que passou a ser conhecida como AES Eletropaulo. A empresa enfrentou desafios financeiros e operacionais, levando à reestruturação societária e à entrada do BNDES como sócio, por meio da criação da holding Brasileira de Energia S.A.

A trajetória da Eletropaulo teve um novo capítulo em 2018, quando a italiana Enel Brasil adquiriu 73,38% das ações da empresa por R\$ 5,55 bilhões, tornando-se a maior distribuidora

---

Disponível em: <<https://eletromemoria.fflch.usp.br/content/historia-da-energia-em-sao-paulo-energia-e-empresas-privadas-ate-criacao-da-cesp-e>>. Acesso em: 12 de setembro de 2024.

<sup>72</sup> Quando a energia elétrica de SP foi privatizada? Quando a Enel assumiu? **UOL**, 2024. Disponível em: <https://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2024/10/14/quem-privatizou-energia-de-sao-paulo-quando-a-enel-assumiu.htm>. Acesso em: 20 de abril de 2024.

de energia elétrica do país em número de clientes. Com a conclusão da aquisição em dezembro de 2018, a empresa passou a se chamar Enel Distribuição São Paulo<sup>73</sup>.

#### 4.2.2 A Energisa

A história da Energisa remonta a 1905, com a fundação da Companhia Força e Luz Cataguazes-Leopoldina (CFLCL)<sup>74</sup> na cidade de Cataguases, Minas Gerais. Idealizada por José Monteiro Ribeiro Junqueira, João Duarte Ferreira e Norberto Custódio Ferreira, a CFLCL nasceu com o propósito de impulsionar a industrialização da região por meio da eletrificação, em uma época em que a energia elétrica ainda era uma inovação disruptiva no Brasil. A empresa rapidamente se destacou, tornando-se a terceira sociedade anônima a obter registro na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro em 1907 e inaugurando sua primeira usina hidrelétrica, a Usina Maurício, em 1908.

Ao longo do século XX, a CFLCL expandiu suas operações, adquirindo diversas empresas e ampliando sua presença em Minas Gerais. Em 2008, a companhia passou por uma reestruturação e adotou o nome Grupo Energisa, consolidando-se como uma holding que atua nos segmentos de geração, transmissão, distribuição e comercialização de energia elétrica. A sede do grupo permanece em Cataguases, mantendo suas raízes mineiras enquanto lidera operações em 11 estados brasileiros, atendendo mais de 20 milhões de pessoas.

A expansão da Energisa ganhou novo impulso em 2014, com a aquisição do Grupo Rede Energia, que enfrentava dificuldades financeiras. Essa operação permitiu à Energisa incorporar diversas distribuidoras e ampliar significativamente sua base de clientes. Entre as empresas adquiridas estavam a Energisa Sul-Sudeste, que atende municípios em São Paulo, Minas Gerais e Paraná, e a Energisa Mato Grosso do Sul, anteriormente conhecida como Enersul.

Atualmente, o Grupo Energisa é o maior grupo privado com capital 100% nacional no setor elétrico brasileiro. Com ações negociadas na B3 sob os códigos ENGI3, ENGI4 e ENGI11, a empresa possui um quadro acionário diversificado, com destaque para a participação da família Botelho por meio da holding Gipar, que detém 62,84% das ações. Outros acionistas relevantes incluem a BNDESPAR e fundos de investimento.

---

<sup>73</sup> iSARDINHA. **Eletropaulo**. Enel, Eletropaulo, 2022. Disponível em: <<https://investidorsardinha.r7.com/empresas-da-bolsa/elpl/>>. Acesso em: 20 de abril de 2024.

<sup>74</sup> ENERGISA, Grupo. **Nossa história**. Grupo Energisa, 2025. Disponível em: <<https://www.energisa.com.br/sobre-nos/institucional/nossa-historia>>. Acesso em: 12 de abril de 2025.

### 4.2.3 A Enel

A Enel Brasil S.A., subsidiária do grupo italiano Enel, estabeleceu-se no país em 2005 com o objetivo de centralizar as participações societárias do grupo no setor elétrico brasileiro. Inicialmente, a Enel ingressou no mercado brasileiro por meio da aquisição da espanhola Endesa, que possuía ativos significativos em distribuição e geração de energia no Brasil, incluindo as distribuidoras Ampla (Rio de Janeiro) e Coelce (Ceará). Em 2015, a Endesa Brasil foi oficialmente renomeada para Enel Brasil, consolidando a presença da marca italiana no país.

A expansão da Enel no Brasil continuou com a aquisição da Eletropaulo em 2018, então uma das maiores distribuidoras de energia elétrica do país, atendendo a região metropolitana de São Paulo. A operação foi realizada por meio de uma oferta pública de aquisição (OPA), na qual a Enel adquiriu 73,4% das ações da empresa por R\$ 5,5 bilhões, superando propostas concorrentes e consolidando sua posição no mercado brasileiro<sup>75</sup>.

Atualmente, a Enel Brasil atua em diversos segmentos do setor elétrico, incluindo geração, distribuição, comercialização e soluções em energia. A empresa atende mais de 17 milhões de clientes nos estados de São Paulo, Rio de Janeiro e Ceará, por meio das distribuidoras Enel Distribuição São Paulo, Enel Distribuição Rio e Enel Distribuição Ceará.

Em termos de infraestrutura, a Enel Brasil, com sede em São Paulo, possui uma extensa rede de distribuição, com destaque para a Enel Distribuição São Paulo, que atende cerca de 7,7 milhões de clientes em 24 municípios da região metropolitana de São Paulo. A empresa opera aproximadamente 43 mil quilômetros de linhas de distribuição e mais de 160 subestações, consolidando-se como uma das maiores distribuidoras de energia elétrica do país.

### 4.2.4 O caso

Em 2018, o mercado brasileiro testemunhou uma das mais emblemáticas disputas por controle societário, envolvendo a Eletropaulo, então uma das maiores distribuidoras de energia elétrica do país. Três gigantes do setor — Energisa, Neoenergia e Enel — protagonizaram uma acirrada competição pela aquisição da companhia, destacando-se como um caso paradigmático de ofertas públicas de aquisição (OPAs) concorrentes no Brasil.

---

<sup>75</sup> CASTELO, Lara. **Enel de SP teve lucro bilionário: qual o tamanho dela no Brasil e no mundo?** UOL, 2023. Disponível em: <<https://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2023/11/10/enel-distribuidora-de-energia-municipios-sp.htm>>. Acesso em: 11 de abril de 2025.

A Energisa foi a primeira a se movimentar, anunciando em 5 de abril de 2018 uma OPA voluntária para adquirir o controle da Eletropaulo, oferecendo R\$ 19,38 por ação, totalizando um investimento potencial de R\$ 3,24 bilhões. Além disso, comprometeu-se a realizar um aumento de capital de R\$ 1 bilhão na Eletropaulo, visando fortalecer sua estrutura financeira. No entanto, o Conselho de Administração da Eletropaulo rejeitou a proposta, considerando-a aquém das expectativas dos acionistas.

<sup>76</sup>A movimentação da Energisa desencadeou uma reação imediata. A Neoenergia, controlada pela espanhola Iberdrola, apresentou uma proposta mais agressiva: R\$ 25,51 por ação, além de se comprometer a subscrever ações em uma oferta pública primária da Eletropaulo. Pouco depois, a italiana Enel elevou ainda mais a disputa, oferecendo R\$ 28 por ação e prometendo um aporte adicional de R\$ 1 bilhão na companhia após a aquisição do controle.

A intensificação da disputa levou a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) a intervir para garantir a equidade do processo. Em maio de 2018, a CVM decidiu que, em casos de OPAs concorrentes, os ofertantes poderiam elevar seus preços durante o leilão, desde que cumprissem determinadas condições, afastando a aplicação do § 7º do art. 12 da Instrução CVM 361, a qual dispunha:

Art. 12. A OPA será efetivada em leilão na bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado em que as ações objeto da OPA sejam admitidas à negociação.

§ 7º Em se tratando de OPA para aquisição do controle, o ofertante não poderá elevar o preço no leilão caso tenha sido publicado edital ou solicitado registro de OPA para aquisição de controle concorrente.

Em 4 de junho de 2018, a Enel venceu o leilão ao adquirir 73,38% das ações da Eletropaulo por R\$ 5,55 bilhões, pagando R\$ 45,22 por ação. Com isso, tornou-se a maior distribuidora de energia elétrica do Brasil em número de clientes.

Inicialmente, a Eletropaulo possuía uma cláusula estatutária que funcionava como uma "*poison pill*" nos moldes da proposta de OPA 30%. Essa cláusula previa que qualquer acionista que adquirisse 30% ou mais das ações da companhia deveria realizar uma oferta pública de aquisição (OPA) para os demais acionistas, garantindo-lhes o direito de vender suas ações nas mesmas condições oferecidas ao adquirente.

---

<sup>76</sup> MAIA, Camila; POLITO, Rodrigo. **Enel e Neoenergia travam disputa pelo controle da Eletropaulo**. 2018: Valor econômico, v. 18, n. 4485. Disponível em: <<https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/545668/noticia.html?sequence=1&isAllowed=y>>. Acesso em: 08 de julho de 2024.

Apesar disso, essa medida revelou-se ineficaz durante a disputa pelo controle da empresa em 2018. A Enel, ao lançar uma OPA voluntária, ofereceu um preço significativamente superior ao valor de mercado das ações da Eletropaulo, o que atraiu a adesão de uma parcela considerável dos acionistas. Com isso, a Enel conseguiu adquirir 73,38% do capital social da Eletropaulo, tornando-se sua controladora, sem que a cláusula de *poison pill* impedisse a operação.

Esse caso evidencia que, embora as cláusulas de *poison pill* sejam concebidas para proteger os acionistas minoritários e evitar aquisições hostis, sua eficácia depende de diversos fatores, incluindo a atratividade da oferta e a dispersão acionária da companhia. No contexto da Eletropaulo, a proposta vantajosa da Enel e a ausência de um bloco de controle coeso permitiram que a aquisição ocorresse, mesmo diante da existência de mecanismos estatutários de defesa.

### **4.3 InBev e Anheuser-Busch (ausência de técnicas de defesa)**

Em 2008, o mercado global de cervejas testemunhou uma das mais emblemáticas aquisições da história corporativa: a compra da Anheuser-Busch pela belgo-brasileira InBev, resultando na criação da Anheuser-Busch InBev (AB InBev), a maior cervejaria do mundo.

#### **4.3.1 A Anheuser-Busch**

A Anheuser-Busch, fundada em 1852 em St. Louis, Missouri, é uma das mais emblemáticas cervejarias dos Estados Unidos. Inicialmente conhecida como Bavarian Brewery, a empresa foi adquirida por Eberhard Anheuser em 1860 e, posteriormente, teve a participação de seu genro, Adolphus Busch, que se tornou uma figura central na expansão e modernização da companhia.

Adolphus Busch introduziu inovações significativas na indústria cervejeira americana. Ele foi pioneiro no uso da pasteurização para prolongar a vida útil da cerveja, implementou a refrigeração mecânica e utilizou vagões refrigerados para distribuição, permitindo que a cerveja mantivesse sua qualidade durante o transporte. Essas inovações foram cruciais para transformar a Budweiser, lançada em 1876, na primeira marca de cerveja nacional dos Estados Unidos<sup>77</sup>.

---

<sup>77</sup> ASHBURN, Doug. **Anheuser-Busch Companies**, LLC. Britannica, 2025. Disponível em: <<https://www.britannica.com/money/Anheuser-Busch-Companies-Inc>>. Acesso em: 10 de abril de 2025.

### 4.3.2 A InBev

Em junho de 2008, a indústria cervejeira testemunhou um dos maiores momentos de agitação corporativa quando a InBev lançou uma oferta hostil de \$65 por ação para adquirir a gigante americana Anheuser-Busch. A recusa inicial por parte da Anheuser-Busch marcou o início de uma batalha significativa, com a InBev elaborando estratégias para destituir a administração existente da Anheuser-Busch. Essa movimentação se tornou a maior oferta hostil registrada nos Estados Unidos até então, destacando a intensidade das disputas corporativas e a magnitude das apostas envolvidas.

A rejeição inicial da oferta de \$65 por ação pela Anheuser-Busch levou a InBev a intensificar seus esforços, tomando medidas legais para remover o conselho de administração da Anheuser-Busch. O impasse culminou em uma reviravolta quando a InBev, visando evitar uma batalha prolongada e potencialmente prejudicial, aumentou sua oferta para \$70 por ação, marcando o retorno do processo ao território amigável. A aquisição, uma vez concluída, consolidou ainda mais a posição da InBev como líder global na indústria cervejeira, ilustrando como estratégias ousadas e movimentos corporativos significativos podem moldar o panorama empresarial em níveis globais.<sup>78</sup>

Ao longo do século XX, a Anheuser-Busch consolidou-se como líder no mercado cervejeiro americano. Em 1957, tornou-se a maior cervejaria dos Estados Unidos, posição que manteve por décadas. A empresa diversificou suas operações, incluindo a aquisição de parques temáticos como SeaWorld e Busch Gardens, e expandiu sua presença internacional por meio de parcerias e aquisições.

Em 2008, a Anheuser-Busch foi adquirida pela belgo-brasileira InBev por aproximadamente US\$ 52 bilhões, formando a Anheuser-Busch InBev (AB InBev), a maior cervejaria do mundo. Essa fusão marcou o fim do controle familiar da empresa, que por gerações esteve sob a liderança da família Busch. Atualmente, a Anheuser-Busch opera como uma subsidiária da AB InBev, mantendo sua sede em St. Louis e continuando a ser uma das principais produtoras de cerveja nos Estados Unidos.

### 4.3.3 O caso

---

<sup>78</sup> HANCOCK, G. D. **How much is too much? The case of the Anheuser-Busch INBEV takeover.** International Review of Accounting, Banking and Finance, v. 2, n. 1, p. 23-31, 2010. Disponível em: <[https://www.irabf.org/upload/journal/prog/2010v2n1\\_3.pdf](https://www.irabf.org/upload/journal/prog/2010v2n1_3.pdf)>. Acesso em: 29 de novembro de 2023.

A InBev, formada em 2004 pela fusão da belga Interbrew com a brasileira AmBev, já era uma potência global no setor. Em junho de 2008, anunciou uma oferta pública de aquisição (OPA) de US\$ 46 bilhões pela Anheuser-Busch<sup>79</sup>, tradicional cervejaria americana fundada em 1852 e conhecida por marcas icônicas como Budweiser e Michelob. A proposta inicial foi rejeitada pelo conselho da Anheuser-Busch, que considerou a oferta subvalorizada e buscou alternativas para manter sua independência.

Historicamente, a Anheuser-Busch havia adotado cláusulas de poison pill em seu estatuto, projetadas para dificultar aquisições hostis ao permitir que acionistas existentes comprassem ações adicionais a preços descontados, diluindo a participação do adquirente indesejado. No entanto, essas cláusulas haviam expirado anos antes da proposta da InBev e não foram renovadas, deixando a empresa vulnerável a investidas externas. Além disso, a dispersão acionária e a ausência de um bloco de controle coeso limitaram as opções de defesa da Anheuser-Busch.

A InBev, persistente em sua estratégia, aumentou sua oferta para US\$ 52 bilhões, o equivalente a US\$ 70 por ação, e garantiu o financiamento necessário para a transação. Diante da pressão dos acionistas e da atratividade da proposta, o conselho da Anheuser-Busch aceitou a oferta em julho de 2008. A fusão foi concluída em novembro do mesmo ano, após a aprovação dos órgãos reguladores, consolidando a posição da AB InBev como líder global no setor de bebidas.

O caso da aquisição da Anheuser-Busch pela InBev ilustra como a ausência de mecanismos eficazes de defesa, como cláusulas de poison pill ativas, pode deixar empresas suscetíveis a aquisições indesejadas. Também destaca a importância de uma estrutura de governança robusta e de estratégias proativas para proteger os interesses dos acionistas e preservar a independência corporativa em um ambiente de mercado cada vez mais competitivo e globalizado.

#### **4.4 Gafisa (GFSA3) x Tecnisa (TCSA3)**

##### **4.4.1 A Tecnisa**

---

<sup>79</sup> BAMBER, Matthew. **A New World Order for the Beer Industry: A Review of the Acquisition of SABMiller by Anheuser-Busch AB InBev.** *Accounting Perspectives*, v. 18, n. 2, p. 117-131, 2019. Disponível em: <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/1911-3838.12197>>. Acesso em: 10 de abril de 2025.

A Tecnisa S.A., fundada em 1977 por Joseph Nigri em São Paulo, é uma das incorporadoras mais tradicionais do mercado imobiliário brasileiro.<sup>80</sup> Com sede na capital paulista, a empresa consolidou-se ao longo das décadas como uma referência no setor, destacando-se por sua atuação inovadora e foco em empreendimentos residenciais de médio e alto padrão.

Desde sua fundação, a Tecnisa buscou diferenciar-se por meio da incorporação de tecnologias e práticas inovadoras em seus processos. Foi pioneira na utilização de inteligência artificial para atendimento ao cliente e na adoção de plataformas digitais para comercialização de imóveis. Além disso, a empresa implementou o programa "*Fast Dating*", que promove a interação com startups para desenvolvimento de soluções inovadoras no setor imobiliário.

A Tecnisa também é reconhecida por seus projetos sustentáveis, como o Jardim das Perdizes, um bairro planejado na zona oeste de São Paulo, que recebeu certificações ambientais por suas práticas de eficiência energética e uso racional de recursos naturais. Essas iniciativas reforçam o compromisso da empresa com a sustentabilidade e a inovação.

No que tange à sua estrutura societária, a Tecnisa é uma companhia de capital aberto, listada no Novo Mercado da B3 sob o código TCSA3, o que implica em elevados padrões de governança corporativa. A família Nigri, fundadora da empresa, mantém uma participação significativa no capital social, exercendo influência relevante nas decisões estratégicas. Além disso, a presença de cláusulas de *poison pill* em seu estatuto social demonstra a preocupação da companhia em proteger os interesses dos acionistas minoritários e evitar aquisições hostis.

#### 4.4.2 A Gafisa

A Gafisa S.A., fundada em 1954 no Rio de Janeiro sob o nome Gomes de Almeida Fernandes Ltda., é uma das incorporadoras e construtoras mais tradicionais do Brasil. Em 1962, expandiu suas operações para São Paulo, consolidando-se como uma das líderes no desenvolvimento de empreendimentos residenciais e comerciais de médio e alto padrão. Ao longo de sua trajetória, a empresa entregou mais de 1.200 empreendimentos, totalizando mais de 16 milhões de metros quadrados construídos, atendendo a mais de 1,5 milhão de clientes em 40 cidades e 19 estados brasileiros.

---

<sup>80</sup> TECNISA. **Tecnisa é reconhecida como a empresa mais inovadora do segmento e a 18ª no ranking geral.** Tecnisa, 2017. Disponível em: <<https://www.tecnisa.com.br/blog/inovacao/tecnisa-e-reconhecida-como-a-empresa-mais-inovadora-do-segmento-e-a-18a-no-ranking-geral/>>. Acesso em: 11 de novembro de 2024.

A Gafisa é uma companhia de capital aberto, listada na B3 sob o código GFSA3. Em 2006, realizou sua oferta pública inicial de ações (IPO), marcando sua entrada no Novo Mercado da Bovespa, segmento que exige elevados padrões de governança corporativa. No ano seguinte, tornou-se a primeira incorporadora brasileira a negociar ações na Bolsa de Valores de Nova York (NYSE), reforçando seu compromisso com a transparência e a excelência operacional.

A sede da empresa está localizada na Avenida Presidente Juscelino Kubitschek, em São Paulo, refletindo sua forte presença na capital paulista. A Gafisa é reconhecida por sua atuação inovadora no setor imobiliário, sendo pioneira na introdução de conceitos como "*residence service*", apartamentos com plantas flexíveis, bairros planejados e condomínios-clubes. Além disso, destacou-se por desenvolver o primeiro empreendimento Green Building com certificação Platinum no Brasil, o Eldorado Business Tower.

Ao longo dos anos, a Gafisa passou por diversas reestruturações societárias e parcerias estratégicas. Em 1997, associou-se à GP Investimentos, resultando na criação da Gafisa S.A. Em 2006, recebeu um aporte significativo da Equity International Properties, empresa norte-americana de investimentos imobiliários. Em 2007, adquiriu 60% da Alphaville Urbanismo, aumentando sua participação para 80% em 2011. Em 2008, incorporou a Tenda, voltada para o segmento de habitação popular, tornando-se sua subsidiária integral em 2009. Em 2013, vendeu 70% da Alphaville para a associação entre Pátria Investimentos e Blackstone Real Estate, mantendo 30% de participação.

A estrutura acionária da Gafisa é caracterizada por uma dispersão significativa, sem a presença de um acionista controlador definido. No entanto, nos últimos anos, o empresário Nelson Tanure tem exercido influência considerável na companhia por meio de fundos de investimento, como o Jaburá FIA e o Taurus FIM CP IE, que juntos detêm uma participação relevante no capital social da empresa. Essa atuação tem gerado debates sobre a governança corporativa e a condução estratégica da Gafisa.

Atualmente, a Gafisa continua a focar em empreendimentos de alto padrão nas regiões nobres de São Paulo e Rio de Janeiro, mantendo seu compromisso com a qualidade, inovação e sustentabilidade. Com uma trajetória de mais de sete décadas, a empresa permanece como uma das principais referências no mercado imobiliário brasileiro.

#### **4.4.3 O caso**

Em agosto de 2020, a Gafisa S/A, uma das maiores construtoras e incorporadoras do país, ofereceu uma proposta de aquisição contra a Tecnisa, outra gigante do setor imobiliário e cotada na B3. Tal proposta não se deu por meio de uma OPA, mas diretamente ao conselho da Tecnisa por meio de um fundo de participação<sup>81</sup>.

Por meio do fundo Bergamo — do qual detinha integralmente as cotas —, a Gafisa apresentou à Tecnisa uma proposta de combinação de negócios que não havia sido previamente discutida entre as administrações das empresas. A Tecnisa, por sua vez, classificou a proposta como "inesperada" e "não solicitada", destacando a ausência de detalhes sobre a estrutura da operação, fundamentos econômico-financeiros ou relação de substituição entre as ações das companhias.

A Gafisa justificou a proposta com base em potenciais sinergias entre as empresas, como ganhos de escala no desenvolvimento de projetos, reforço nos processos de inovação e fortalecimento das relações com fornecedores e clientes, especialmente pela similaridade geográfica de atuação, majoritariamente concentrada em São Paulo. A combinação das operações poderia resultar em uma empresa com capacidade anual de lançamentos entre R\$ 2 bilhões e R\$ 3 bilhões, um landbank avaliado em R\$ 10,3 bilhões e uma posição de caixa de R\$ 1,057 bilhão.

Entretanto, a proposta da Gafisa foi recebida com resistência por parte da Tecnisa e de seus acionistas. A Tecnisa possuía em seu estatuto social uma cláusula de *poison pill*, que exigia a realização de uma oferta pública de aquisição (OPA) caso um acionista atingisse determinada participação acionária. A Gafisa, ao adquirir uma participação de 3,1% na Tecnisa por meio do fundo Bergamo, solicitou a convocação de uma assembleia geral extraordinária para deliberar sobre a exclusão dessa cláusula, além de propor um aumento de capital de R\$ 500 milhões e a criação de um Comitê de Boas Práticas Corporativas.

Em setembro de 2020, a proposta de fusão foi rejeitada por ampla maioria dos acionistas da Tecnisa. Em assembleia geral extraordinária, 98% dos acionistas presentes votaram contra o prosseguimento das avaliações sobre a potencial integração entre as companhias. Além disso, a tentativa de alterar a cláusula de *poison pill* não foi bem-sucedida, pois o quórum mínimo necessário para esse tipo de decisão não foi atingido. A família Nigri, fundadora da Tecnisa,

---

<sup>81</sup> OLIVEIRA, Pedro Henrique de Souza. **Os deveres dos membros dos Conselhos de Administração de Companhias abertas em ofertas não solicitadas à luz do Direito brasileiro e sua aplicabilidade prática em casos recentes.** São Paulo, 2021. Disponível em: <<https://repositorio-api.insper.edu.br/server/api/core/bitstreams/4a63f1d2-e559-46ae-b1d5-e54939b7eefe/content>>. Acesso em: 16 de junho de 2024.

juntamente com outros acionistas relevantes, formou um bloco que detinha cerca de 33% da companhia, fortalecendo a posição contrária à proposta da Gafisa.

O caso Gafisa x Tecnisa exemplifica os desafios enfrentados em tentativas de fusões não consensuais, especialmente em setores caracterizados por estruturas acionárias concentradas e culturas corporativas distintas. A presença de mecanismos de defesa, como a *poison pill*, e a coesão entre acionistas relevantes podem ser determinantes na proteção da independência e estratégia de uma empresa frente a propostas de aquisição consideradas hostis.

#### 4.5 Elon Musk e A Compra do Twitter: Um Caso de Tomada Hostil?

O caso da aquisição do Twitter por Elon Musk em 2022<sup>82</sup> é um exemplo emblemático de uma tentativa de tomada hostil no cenário corporativo moderno. A abordagem de Musk, inicialmente não solicitada, levou o conselho de administração do Twitter a adotar medidas defensivas para proteger a empresa de uma aquisição indesejada.

Em abril de 2022, Elon Musk revelou ter adquirido 9,2% das ações do Twitter, tornando-se o maior acionista individual da empresa. Pouco depois, ele fez uma oferta pública para comprar 100% das ações da companhia por US\$ 44 bilhões, com o objetivo declarado de promover a liberdade de expressão na plataforma. Diante dessa proposta não solicitada, o conselho do Twitter classificou a iniciativa como uma tentativa de aquisição hostil.

Para se defender, o Twitter adotou a estratégia conhecida como "*poison pill*" (pílula de veneno), uma tática comum para evitar aquisições hostis. Esse mecanismo permitiria aos acionistas existentes comprarem ações adicionais com desconto caso qualquer investidor adquirisse mais de 15% das ações da empresa sem aprovação prévia do conselho. Essa medida visava diluir a participação do potencial adquirente e tornar a aquisição mais onerosa.

Apesar da adoção da "*poison pill*", Musk persistiu em sua tentativa de aquisição, assegurando financiamento de US\$ 46,5 bilhões para respaldar sua oferta.<sup>83</sup> Diante da pressão dos acionistas e da atratividade da proposta financeira, o conselho do Twitter reconsiderou sua posição e, em 25 de abril de 2022, aceitou a oferta de Musk.

---

<sup>82</sup> JIA, Qingwen; XU, Suqi. **An Overall Analysis of Twitter and Elon Musk M&A Deal**. Highlights in Business, Economics and Management, v. 2, p. 436-441, 2022.

<sup>83</sup> MARTIN, Brett; CHRYSOCHOU, Polymeros; STRONG, Carolyn. **Proactive Personality and Attitudes Towards Entrepreneurs and Business Takeovers: The Case of Elon Musk's Takeover of Twitter**. Available at SSRN 4603959, 2023. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=4603959](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4603959)>. Acesso em: 07 de agosto de 2024.

O desfecho desse processo destaca a complexidade das estratégias de defesa contra aquisições hostis e a influência que grandes acionistas podem exercer sobre empresas de capital aberto. A aquisição do Twitter por Elon Musk não apenas exemplifica uma tomada hostil bem-sucedida, mas também levanta questões sobre governança corporativa e os limites das medidas defensivas tradicionais em um ambiente empresarial em constante evolução.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

A Oferta Pública de Aquisição (OPA), é uma estratégia complexa empregada por investidores ou outras empresas que visa adquirir as participações dos acionistas em uma Companhia Aberta. Esse processo não apenas envolve uma oferta financeira específica, mas também desencadeia uma série de implicações legais, regulatórias e estratégicas que moldam o cenário corporativo.

Em primeiro lugar, a decisão de lançar uma OPA geralmente surge da percepção de que a aquisição das ações da empresa-alvo agregaria valor ao comprador. Essa percepção pode ser impulsionada por diversos motivos, como a busca por sinergias operacionais, a consolidação de mercado, a expansão geográfica ou a entrada em novos segmentos de negócios. A avaliação cuidadosa desses motivos é crucial, pois influenciará não apenas o preço oferecido, mas também a narrativa estratégica apresentada aos acionistas.

Além disso, a OPA é um processo regulamentado, sujeito a normas estabelecidas por órgãos reguladores do mercado de capitais e pela aprovação do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE). A transparência, equidade e proteção aos interesses dos acionistas são princípios fundamentais que permeiam todo o procedimento, sendo estes os pilares determinantes do grau de interferência e mediação na aquisição por parte do CADE. Nesse contexto, o ofertante deve cumprir rigorosamente os requisitos legais e fornecer informações claras e abrangentes sobre os termos da oferta, permitindo que os acionistas tomem decisões informadas.

No âmbito estratégico, a condução de uma OPA pode desencadear uma série de reações por parte da administração da empresa-alvo. Mecanismos de defesa, como a implementação de *poison pills* ou a reestruturação societária, podem ser acionados para resistir à oferta. Essa dinâmica competitiva adiciona camadas de complexidade ao processo, demandando habilidades estratégicas apuradas por parte dos ofertantes.

Entretanto, olhar para as OPAs apenas por esse prisma interno seria insensato. O cenário global contemporâneo também impõe seu peso. A política comercial agressiva da administração

Trump — com tarifas aplicadas em diversos setores estratégicos — acendeu uma onda de incerteza internacional que reverbera até hoje. Barreiras alfandegárias e instabilidades econômicas aumentaram os riscos de *valuation*, retardaram processos de fusões e aquisições, e tornaram o planejamento de longo prazo mais arriscado. O reflexo disso no universo das OPAs é nítido: em um ambiente onde o valor dos ativos pode ser artificialmente comprimido ou inflado por pressões externas, calcular o real custo e o potencial retorno de uma aquisição se torna uma tarefa ainda mais hercúlea.

Em última análise, a Oferta Pública de Aquisição é muito mais do que a simples compra de uma posição acionária: é uma arena onde se entrelaçam visão estratégica, domínio técnico, regulação jurídica e adaptação ao contexto econômico mundial. Entender a complexidade e a maleabilidade deste instrumento é compreender o funcionamento profundo dos mercados modernos — e talvez, também, a alma volátil do capitalismo contemporâneo.

### Referências Bibliográficas

AFFAIRS, Legal. **The perfect pill: A small innovation that transformed corporate takeovers**. Legal Affairs, 2005. Disponível em: <[https://www.legalaffairs.org/issues/March-April-2005/toa\\_costa\\_marapr05.msp](https://www.legalaffairs.org/issues/March-April-2005/toa_costa_marapr05.msp)>. Acesso em: 15 de novembro de 2023.

AFONSO, Rafael. **O que são ações e que tipos existem?** Doutorfinanças, 30 de julho de 2024. Disponível em: <<https://www.doutorfinancas.pt/investimentos/o-que-sao-acoes-e-que-tipos-existem/>>. Acesso em: 10 de setembro de 2024.

ASHBURN, Doug. **Anheuser-Busch Companies, LLC**. Britannica, 2025. Disponível em: <<https://www.britannica.com/money/Anheuser-Busch-Companies-Inc>>. Acesso em: 10 de abril de 2025.

AZEVEDO, Vitor. **Frigoríficos têm 1º tri majoritariamente positivo e salto de ações: quem se destacou?** InfoMoney, 21 de maio de 2024. Disponível em: <<https://www.infomoney.com.br/mercados/frigorificos-tem-1o-tri-majoritariamente-positivo-e-salto-de-acoes-quem-se-destacou/>>. Acesso em: 10 de outubro de 2024.

B3. **Títulos Privados**. [B]3, 2023. Disponível em: <[https://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-fixa/debentures](https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-fixa/debentures)>. Acesso em: 23 de outubro de 2024.

BAMBER, Matthew. **A New World Order for the Beer Industry: A Review of the Acquisition of SABMiller by Anheuser-Busch AB InBev**. Accounting Perspectives, v. 18, n. 2, p. 117-131, 2019. Disponível em: <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/1911-3838.12197>>. Acesso em: 10 de abril de 2025.

BERTOLDI, Marcelo M. **O poder de controle na sociedade anônima: alguns aspectos**. Scientia Iuris, p. 51-74, 2004. Bônus de Subscrição. Mais Retorno, 2019. Disponível em: <<https://maisretorno.com/porta/termos/b/bonus-de-subscricao>>. Acesso em: 23 de outubro de 2023.

BORNHOLDT, Advogados. **Direito de fiscalização. Saiba quais os instrumentos à disposição dos acionistas das companhias abertas para fiscalização das gestões dos negócios sociais.** Bornholdt Advogados, 2021. Disponível em: <<https://bh.adv.br/direito-de-fiscalizacao-saiba-quais-os-instrumentos-a-disposicao-dos-acionistas-das-companhias-abertas-para-fiscalizacao-da-gestao-dos-negocios-sociais/>>. Acesso em: 12 de setembro de 2024.

BRAGA, Cássio Lira. **O ciclo das assembleias gerais ordinárias.** Juridicamente, 2022. Disponível em: <<https://juridicamente.info/o-ciclo-das-assembleias-gerais-ordinarias/>>. Acesso em: 12 de setembro de 2024.

BRASIL. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. **Estudo do DEE avalia impactos concorrenciais da fusão entre Sadia e Perdigão.** Gov.br, 2019. Disponível em: <<https://www.gov.br/cade/pt-br/assuntos/noticias/estudo-do-dee-avalia-impactos-concorrenciais-da-fusao-entre-sadia-e-perdigao>>. Acesso em: 24 de abril de 2025.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm)>. Acesso em: 16 de junho de 2024.

BRF. **Composição Acionária.** BRF Institucional, 2023. Disponível em: <<https://ri.brf-global.com/governanca-corporativa/composicao-acionaria/>>. Acesso em: 30 de outubro de 2023.

BRF. **Composição Acionária.** BRF Institucional, 2025. Disponível em: <<https://ri.brf-global.com/governanca-corporativa/composicao-acionaria/>>. Acesso em: 26 de abril de 2025.

CASTELO, Lara. **Enel de SP teve lucro bilionário: qual o tamanho dela no Brasil e no mundo?** UOL, 2023. Disponível em: <<https://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2023/11/10/enel-distribuidora-de-energia-municipios-sp.htm>>. Acesso em: 11 de abril de 2025.

CNN, Money. **Renowned investor Carl Icahn and his allies plan to push for Time Warner to be split into four separate companies, according to a published report.** CNN Money, 2005. Disponível em: <[https://money.cnn.com/2005/12/02/news/fortune500/timewarner\\_icahn/](https://money.cnn.com/2005/12/02/news/fortune500/timewarner_icahn/)>. Acesso em: 23 de outubro de 2024.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Interesses conflitantes na sociedade anônima.** Revista Semestral de Direito Empresarial, n. 20, p. 1-20, 2017. UERJ, 2017. Disponível em: <<https://www.e-publicacoes.uerj.br/rsde/article/view/75769>>. Acesso em: 26 de abril de 2025.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Notas sobre conflitos de interesses na administração de sociedade anônima.** RJLB, Ano, v. 1, p. 529-546, 2015. Disponível em: <[https://www.cidp.pt/revistas/rjlb/2015/2/2015\\_02\\_0529\\_0546.pdf](https://www.cidp.pt/revistas/rjlb/2015/2/2015_02_0529_0546.pdf)>. Acesso em: 26 de abril de 2025.

COSTA, Armando Dalla; GARCIA, Junior Ruiz. **A Sadia e sua experiência no mercado internacional.** Revista Economia & Tecnologia, v. 5, n. 1, 2009. p. 4. Disponível em: <[https://www.abphe.org.br/arquivos/armando-dalla-costa\\_junior-ruiz-garcia.pdf](https://www.abphe.org.br/arquivos/armando-dalla-costa_junior-ruiz-garcia.pdf)>. Acesso em: 20 de abril de 2025.

CREMERS, KJ Martijn; LITOV, Lubomir P.; SEPE, Simone M. **Staggered boards and long-term firm value, revisited**. *Journal of Financial Economics*, v. 126, n. 2, p. 422-444, 2017. Disponível em: <<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0304405X17302143>>. Acesso em: 16 de junho de 2024.

CUOFANO, Gennaro. **What Is The Pac-Man Defense? The Pac-Man Defense In A Nutshell**. *FourWeekMBA*, 2024. Disponível em: <<https://fourweekmba.com/pac-man-defense/>>. Acesso em: 20 de abril de 2025.

ENERGISA, Grupo. **Nossa história**. Grupo Energisa, 2025. Disponível em: <<https://www.energisa.com.br/sobre-nos/institucional/nossa-historia>>. Acesso em: 12 de abril de 2025.

EY, Agência. **67% das companhias abertas brasileiras adotam melhores práticas de governança**. Publicado em 09 de dezembro de 2024. Disponível em: <[https://www.ey.com/pt\\_br/newsroom/2024/12/companhias-abertas-brasileiras-adotam-melhores-praticas-governanca](https://www.ey.com/pt_br/newsroom/2024/12/companhias-abertas-brasileiras-adotam-melhores-praticas-governanca)>. Acesso em: 13 de dezembro de 2024.

FICH, Eliezer M.; TRAN, Anh L.; WALKLING, Ralph A. **On the importance of golden parachutes**. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 48, n. 6, p. 1717-1753, 2013. Fique por dentro da história da Sadia. IBND, 2024. Disponível em: <<https://www.ibnd.com.br/blog/fique-por-dentro-da-historia-da-sadia-uma-das-marcas-mais-queridas-pelos-brasileiros.html>>. Acesso em: 10 de outubro de 2024.

FILHO, Mattos. **CVM divulga nova regra para OPAs**. Mattos Filho, 20224. Disponível em: <<https://www.mattosfilho.com.br/unico/cvm-regra-opas/>>. Acesso em: 26 de abril de 2025.

FRANCISCO, Portal São. **História da Perdigão**. Portal São Francisco. Disponível em: <<https://www.portalsaofrancisco.com.br/curiosidades/historia-da-perdigao>>. Acesso em: 17 de novembro de 2023.

FREITAS, Giulia Barreto. **As poison pills como mecanismo de defesa de sociedades anônimas de capital aberto em caso de oferta pública de aquisição hostil**. São Paulo, 2022. Disponível em: <[https://tede.pucsp.br/bitstream/handle/31864/1/Monografia%20Trabalho%20de%20Conclus%C3%A3o%20de%20Curso%29%20-\\_Giulia%20Barreto%20Freit.pdf](https://tede.pucsp.br/bitstream/handle/31864/1/Monografia%20Trabalho%20de%20Conclus%C3%A3o%20de%20Curso%29%20-_Giulia%20Barreto%20Freit.pdf)>. Acesso em: 10 de outubro de 2024.

GOES, Jean Sampaio. **Fusão Sadia/Perdigão: Análise do caso sob a metodologia de estudos de eventos**. 2015. 45f. Dissertação (mestrado) - Universidade Federal do Ceará, Programa de Pós-Graduação em Economia, CAEN, Fortaleza/Ce, 2015. Disponível em: <<https://repositorio.ufc.br/handle/riufc/15278>>. Acesso em: 10 de outubro de 2024.

HALLACK, Pedro. **Tudo sobre ações: o que são, tipos, como investir e riscos**. EInvestidor Estadão, São Paulo, 21 de março de 2020. Disponível em: <<https://einvestidor.estadao.com.br/educacao-financeira/tudo-sobre-acoes/>>. Acesso em: 27 de agosto de 2023.

HANCOCK, G. D. **How much is too much? The case of the Anheuser-Busch INBEV takeover**. *International Review of Accounting, Banking and Finance*, v. 2, n. 1, p. 23-31,

2010. Disponível em: <[https://www.irabf.org/upload/journal/prog/2010v2n1\\_3.pdf](https://www.irabf.org/upload/journal/prog/2010v2n1_3.pdf)>. Acesso em: 29 de novembro de 2023.

HERON, Randall A.; LIE, Erik. **On the use of *poison pills* and defensive payouts by takeover targets**. *The Journal of Business*, v. 79, n. 4, p. 1783-1807, 2006. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/10.1086/503648?seq=1>>. Acesso em: 29 de novembro de 2023.

IMAGING, Diagnostic. **Bayer plays white knight for schering**. *Diagnostic Imaging*, 2006. Disponível em: <<https://www.diagnosticimaging.com/view/bayer-plays-white-knight-schering>>. Acesso em 16 de junho de 2024.

INVESTE, Valor. **Marfrig aumenta participação acionária na BRF e ultrapassa 50%**. Valor investe, 2023. Disponível em: <<https://valorinveste.globo.com/mercados/renda-variavel/empresas/noticia/2023/12/29/marfrig-aumenta-participao-acionaria-na-brf-e-ultrapassa-50-pontos-percentuais.ghtml>>. Acesso em: 07 de agosto de 2024.

iSARDINHA. **Eletropaulo**. Enel, Eletropaulo, 2022. Disponível em: <<https://investidorsardinha.r7.com/empresas-da-bolsa/elpl/>>. Acesso em: 20 de abril de 2024.

JUNIOR, Robert D. Hershey. **Phillips move to buy general american seen**. *The New York Times*, 07 de janeiro de. 1983. Disponível em: <<https://www.nytimes.com/1983/01/07/business/phillips-move-to-buy-general-american-seen.html>>. Acesso em: 08 de julho de 2024.

JUSTIA, U.S Law. **Moran v. Household Intern., Inc.** JUSTITIA US Law. Disponível em: <<https://law.justia.com/cases/delaware/court-of-chancery/1985/490-a-2d-1059-4.html>>. Acesso em: 20 de novembro de 2023.

LEITE, Janaína. **Sadia desiste de comprar a Perdigão**. *Folha de S. Paulo*, 2006. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/fsp/dinheiro/fi2207200615.htm#:~:text=Na%20segunda%2Dfeira%20passada%2C%20a,R%24%203%2C73%20bilh%C3%B5es>>. Acesso em 27 de outubro de 2023.

LIPTON, Martin; ROWE, Paul K. **Pills, polls and professors: a reply to Professor Gilson**. *Del. J. Corp. L.*, v. 27, p. 1, 2002. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=398060](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=398060)>. Acesso em: 08 de julho de 2024.

LOEWENSTEIN, Mark J. **Section 14 (e) of the Williams Act and the Rule 10b-5 Comparisons**. 1982: *Geo. LJ*, v. 71, p. 1311. Disponível em: <<https://scholar.law.colorado.edu/faculty-articles/1056/>>. Acesso em: 08 de julho de 2024.

MAESTRI, Hugo Cruz. **Estudo comparado sobre a aplicabilidade das *poison pills* no direito brasileiro e norte-americano**. Londrina: *Revista Direito em (Dis)Curso*, v. 4, n. 1, p. 64-73, jan./jul., 2021. Disponível em: <<https://ojs.uel.br/revistas/uel/index.php/rdd/article/download/10918/12439>>. Acesso em: 08 de julho de 2024.

MAIA, Camila; POLITO, Rodrigo. **Enel e Neoenergia travam disputa pelo controle da Eletropaulo**. 2018: *Valor econômico*, v. 18, n. 4485. Disponível em:

<<https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/545668/noticia.html?sequence=1&isAllowed=y>>. Acesso em: 08 de julho de 2024.

MARQUES, João Vitor Xavier. **Aquisição de controle mediante oferta pública: uma análise do caso Eletropaulo**. 2018. Disponível em:

<<https://repositorio.fgv.br/items/2e9b1d2a-5280-498f-be79-88be2a584da1>>. Acesso em: 07 de agosto de 2024.

MARTIN, Brett; CHRYSOCHOU, Polymeros; STRONG, Carolyn. **Proactive Personality and Attitudes Towards Entrepreneurs and Business Takeovers: The Case of Elon Musk's Takeover of Twitter**. Available at SSRN 4603959, 2023. Disponível em:

<[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=4603959](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4603959)>. Acesso em: 07 de agosto de 2024.

MARTIN, Susan L. **Platinum Parachutes: Who's Protecting the Shareholder?** Hofstra Law Review, v. 14, n. 3, p. 6, 1986. Disponível em:

<<https://scholarlycommons.law.hofstra.edu/hlr/vol14/iss3/6/>>. Acesso em: 07 de agosto de 2024.

MELLO, José Luiz Homem de; CRUZ, Leonardo. **Proxy e o Mercado de Capitais**

**Brasileiro: Comentários Iniciais**. Migalhas, São Paulo, 24 de outubro de 2006. Disponível em: <<https://www.migalhas.com.br/depeso/31733/proxy-e-o-mercado-de-capitais-brasileiro-comentarios-iniciais>>. Acesso em: 10 de julho de 2024.

OLIVEIRA, Pedro Henrique de Souza. **Os deveres dos membros dos Conselhos de Administração de Companhias abertas em ofertas não solicitadas à luz do Direito brasileiro e sua aplicabilidade prática em casos recentes**. São Paulo, 2021. Disponível em:

<<https://repositorio-api.insper.edu.br/server/api/core/bitstreams/4a63f1d2-e559-46ae-b1d5-e54939b7eefe/content>>. Acesso em: 16 de junho de 2024.

PAIVA, Esdras; SALEM, Fábio; BUSTAMANTE, Henrique; FREIRE, Luciana Ne. **História da Energisa em São Paulo: Energia e empresas privadas até a criação da CESP e a encampação da Light**. USP, 2020. Disponível em:

<<https://eletromemoria.fflch.usp.br/content/historia-da-energia-em-sao-paulo-energia-e-empresas-privadas-ate-criacao-da-cesp-e>>. Acesso em: 12 de setembro de 2024.

PASQUALE, Augusto. **Minerva (BEEF3) quebra silêncio e fala sobre aquisição**

**bilionária de frigoríficos da Marfrig (MRFG3); confira**. Money Times, 2023. Disponível em: <[https://www.moneytimes.com.br/minerva-beef3-quebra-silencio-e-fala-sobre-aquisicao-bilionaria-de-frigorificos-da-marfrig-mrfg3-confira/?utm\\_source=newsshowcase&utm\\_medium=discover&utm\\_campaign=CCwqGQgwKhAIACoHCAow092PCzCUnqMDMNip5wEw\\_bODAg&utm\\_content=bullets](https://www.moneytimes.com.br/minerva-beef3-quebra-silencio-e-fala-sobre-aquisicao-bilionaria-de-frigorificos-da-marfrig-mrfg3-confira/?utm_source=newsshowcase&utm_medium=discover&utm_campaign=CCwqGQgwKhAIACoHCAow092PCzCUnqMDMNip5wEw_bODAg&utm_content=bullets)>.

Acesso em: 26 de novembro de 2023.

PATELLA, Laura Amaral. **Controle conjunto nas companhias brasileiras: disciplina normativa e pressupostos teóricos**. 2015. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

Disponível em: <[https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-11112015-105422/publico/TESE\\_DOUTORADO\\_LauraAmaralPatella\\_integral.pdf](https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-11112015-105422/publico/TESE_DOUTORADO_LauraAmaralPatella_integral.pdf)>. Acesso em: 15 de abril de 2024.

PINTO, Leonardo Arêba. **A regulação das medidas defensivas contra aquisições hostis de sociedades anônimas**. 2017. 205 f. Dissertação (Mestrado em Direito) - Faculdade de Ciências Jurídicas e Sociais, Centro Universitário de Brasília, Brasília, 2017. Disponível em: <<https://repositorio.uniceub.br/jspui/handle/prefix/12777>>. Acesso em: 12 de setembro de 2024.

PT, Bolsa. **PRGA3.SA**. Bolsa PT, 2006. Disponível em: <<https://www.bolsapt.com/historico/PRGA3.SA/4/de-01-01-2006-a-01-01-2007/>>. Acesso em: 5 de novembro de 2023.

REDAÇÃO. O papel do conselho de administração nas ofertas hostis. *Legislação&Mercados*, 2025. Disponível em: <<https://legislacaoemercados.capitalaberto.com.br/o-papel-do-conselho-de-administracao-em-oferta-hostil/>>. Acesso em: 15 de abril de 2024.

RETORNO, Mais. **Golden Parachute**. Mais retorno, 2019. Disponível em: <<https://maisretorno.com/portal/termos/g/golden-parachute>>. Acesso em: 29 de novembro de 2023.

RHODES, Melissa J. **The White Knight Privilege in Litigated Takeovers: Leveling the Playing Field in Discovery**. *Stanford Law Review*, v. 43, n. 2, 1991, p. 445–73. JSTOR. Disponível em: <<https://doi.org/10.2307/1228929>>. Acesso em: 28 de novembro de 2023.

ROMANELLI, Bruno Luiz Karpstein. **A Racionalidade Adjacente aos Instrumentos de Proteção da Companhia Aberta Contra oferta Pública de Aquisição Hostil**. Curitiba: Universidade Federal do Paraná, 2019. p. 95. Disponível em: <<https://acervodigital.ufpr.br/xmlui/handle/1884/68190?show=full>>. Acesso em: 28 de novembro de 2023.

SADIA. **A Sadia**. Sadia, 2024. Disponível em: <<https://www.sadia.com.br/sadia/>>. Acesso em: 17 de setembro de 2024.

SAMSUNG. **Stock information**. Samsung, 2023. Disponível em: <<http://samsungsdi.com/ir/stock/shareholders.html>>. Acesso em: 10 de julho de 2024.

SANTOS, Miguel de Melo Tavares dos; ATAÍDES, Luís Felipe Alves. **As ações no contexto da sociedade anônima**. *Jusbrasil*, 18 de março de 2019. Disponível em: <<https://www.jusbrasil.com.br/artigos/as-aco-es-no-contexto-da-sociedade-anonima/686794295>>. Acesso em: 20 de outubro de 2023.

SCALZILLI, João Pedro et al. **Perspectivas para a disciplina da companhia aberta: principais desafios no direito societário brasileiro**. *Revista de Direito Mercantil*, n. 158, p. 211-241, 2011. Disponível em: <<https://www.revistas.usp.br/rdm/article/view/193490>>. Acesso em: 17 de setembro de 2024.

SCALZILLI, João Pedro. **Contribuições preliminares para uma análise da conduta de administradores e de controladores de SA em contexto de oferta hostil**. 2009. Disponível em: <<https://lume.ufrgs.br/handle/10183/49732>>. Acesso em: 17 de setembro de 2024.

SCALZILLI, João Pedro. **Estruturação de Poder nas Sociedades Anônimas**. *Revista de Direito da Empresa e dos Negócios–UNISINOS*, v. 1, n. 1, 2017. Disponível em: <<https://revistas.unisinos.br/index.php/rden/article/view/14294>>. Acesso em: 17 de setembro de 2024.

SCALZILLI, João Pedro. **Mercado de capitais: ofertas hostis e técnicas de defesa**. Editora Quartier Latin do Brasil, 2015. Livro físico.

SILVA, Samantha Nunes Cardoso da. **Estudo de caso Sadia: Perdigão**. São Paulo, 2012. Disponível em: <<https://repositorio-api.insper.edu.br/server/api/core/bitstreams/092b44f0-3965-4635-9449-8f353b6878eb/content>>. Acesso em: 17 de setembro de 2024.

SOLOMON, Steven Davidoff. **Do Staggered Boards Affect Firm Value?** Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 2017. Disponível em: <<https://corpgov.law.harvard.edu/2017/04/20/do-staggered-boards-affect-firm-value/>>. Acesso em: 15 de março de 2025.

SOUZA, Ana Gabriella Reis de; COUTINHO, Amanda Luise Veloso. **A atuação do CADE no controle das fusões e aquisições de empresas**. Jus, 2013. Disponível em: <<https://jus.com.br/artigos/24960/a-atuacao-do-cade-no-controle-das-fusoes-e-aquisicoes-de-empresas>>. Acesso em: 26 de abril de 2025.

SOUZA, Jardel Fillipe Pereira de; DELFINO, Lúlia Sant'ana; SILVA, Paulo Roberto M. da. **Fusão de Empresas: O Caso Sadia e Perdigão**. Ubá: FUPAC, 2019. Disponível em: <<https://ri.unipac.br/repositorio/wp-content/uploads/tainacan-items/282/272913/JARDEL-FILLIPE-PEREIRA-DE-SOUZA-FUSAO-DE-EMPRESAS-O-CASO-SADIA-E-PERDIGAO-ADMINISTRACAO-2016.pdf>>. Acesso em: 26 de abril de 2025.

TEAM, CFI. **Crown Jewel Defense**. CFI, 2020. Disponível em: <<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/crown-jewel-defense-takeover/>>. Acesso em: 20 de abril de 2025.

TECNISA. **Tecnisa é reconhecida como a empresa mais inovadora do segmento e a 18ª no ranking geral**. Tecnisa, 2017. Disponível em: <<https://www.tecnisa.com.br/blog/inovacao/tecnisa-e-reconhecida-como-a-empresa-mais-inovadora-do-segmento-e-a-18a-no-ranking-geral/>>. Acesso em: 11 de novembro de 2024.

TOMAZETTE, Marlon. **A teoria dos atos ultra vires e o direito brasileiro**. Revista de Direito, v. 7, n. 01, p. 221-241, 2015. Disponível em: <<https://periodicos.ufv.br/revistadir/article/view/1678>>. Acesso em: 23 de outubro de 2024.

TOMAZETTE, Marlon. Curso de direito empresarial v. 1 Teoria geral e direito societário. Saraiva Educação SA, 2022. Livro físico.

VIEIRA, Jorge. MARTINS, Eliseu. FÁVERO, Luiz Paulo Lopes. **Poison pills no Brasil: um estudo exploratório**. Revista Contabilidade & Finanças, USP, São Paulo, v. 20, n. 50, p. 6-24. 2009. Disponível em: <<https://www.scielo.br/j/rcf/a/FzmcqRV9MR9BZzmW5XKwWLC/?format=pdf&lang=pt>>. Acesso em: 23 de outubro de 2024.

VRi. **Conselho de administração e diretoria**. VRi, 2025. Disponível em: <<https://www.vriconsulting.com.br/artigo.php?id=828&titulo=conselho-de-administracao-diretoria-sociedades-anonimas-companhias&utm>>. Acesso em: 26 de abril de 2025.

VRi. **Conselho Fiscal**. VRi, 2025. Disponível em: <<https://www.vriconsulting.com.br/artigo.php?id=823&titulo=conselho-fiscal-sociedades-anonimas-companhia&utm>>. Acesso em: 26 de abril de 2025.

WHARTON, Knowledge at. **'If He Ruled the World': Carls Icahn's Take on Time Warner and Corporate America**. Knowledge at Wharton, 2006. Disponível em: <<https://knowledge.wharton.upenn.edu/podcast/knowledge-at-wharton-podcast/if-he-ruled-the-world-carl-icahns-take-on-time-warner-and-corporate-america/>>. Acesso em: 08 de julho de 2024.

WHARTON, Magazine. **A Tough And Inventive Corporate Lawyer: Martin Lipton, W'52**. Wharton Magazine, 2007. Disponível em: <<https://magazine.wharton.upenn.edu/issues/anniversary-issue/a-tough-and-inventive-corporate-lawyer-martin-lipton-w52/>>. Acesso em: 28 de novembro de 2024.

ZARIN, Samim; YANG, Erik. **Mergers & Acquisitions: Hostile takeovers and defense strategies against them**. Gothenburg University Librart. Disponível em: <<https://gupea.ub.gu.se/handle/2077/28242>>. Acesso em: 20 de abril de 2024.