

A tomada hostil de controle em companhias abertas: pulverização do capital social e preço de mercado das ações

Especial Dia do Estagiário 2026 18.08.2026 6 minutos de leitura

Autores

Pedro Mares-Guia

Profissionais relacionados

Pedro Mares-Guia

Áreas relacionadas

Societário e M&A

A tomada hostil de controle consiste em uma forma originária de aquisição de controle¹ na qual uma pessoa realiza uma oferta pública diretamente aos acionistas da sociedade-alvo, a fim de comprar ações em quantidade suficiente para exercer seu controle.² A hostilidade da aquisição decorre justamente da falta de negociação prévia entre o ofertante (“raider”) e a administração da sociedade-alvo,³ ou da realização da oferta mesmo havendo resistência da administração quanto à operação.⁴

Dentre os fatores que favorecem a tomada hostil de controle das companhias, destacam-se: (i) o aumento da dispersão acionária; (ii) a atratividade das ações sob a perspectiva de eventuais raiders quando o valor de mercado é menor que o valor patrimonial (Índice P/VP, que compara o valor de mercado de uma companhia com seu valor contábil); e (iii) a possibilidade de unificação da OPA para aquisição de controle com a OPA para cancelamento de registro, recém-introduzida pela Resolução CVM nº 215/2024.

Ao contrário do que acontece nos Estados Unidos, onde o mercado conta há muito tempo com ampla dispersão acionária e diversos casos de ofertas não solicitadas, no Brasil, o número de *hostile takeovers* sempre foi reduzido e, por muito tempo, inexistente – principalmente por conta do histórico de companhias com estrutura de controle definido. O marco das *hostile takeovers* no Brasil foi a frustrada tentativa de aquisição, pela Sadia S.A., de mais de 50% das ações de emissão de sua principal concorrente, a Perdigão S.A., em 2006. O fato de este caso isolado ter ocorrido em 2006 não é coincidência. Na época, o número de companhias com capital pulverizado era mínimo, e, mesmo três anos depois do caso Sadia-Perdigão, ainda muito incipiente, com apenas cerca de 9% das companhias brasileiras possuindo controle minoritário ou pulverizado.⁵

Hoje, no entanto, há cada vez mais companhias que atendem aos fatores citados acima, gerando um ambiente propício para que *raiderns* formulem ofertas não solicitadas, além de maior apreensão na administração de tais companhias. Por exemplo, (i) cerca de 47% das companhias abertas listadas nos seguimentos especiais da B3 – Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1 – passaram a ter controle minoritário ou disperso;⁶ e (ii) cerca de 55% das referidas companhias têm Índice P/VP inferior a 1,0, o que pode sugerir uma subvalorização de suas ações no mercado (embora, para determinar isso, seja necessária uma análise caso a caso, considerando o contexto da indústria em que cada companhia se insere).⁷

Visando evitar que eventuais *hostile takeovers* sujeitem companhias e suas

administrações a incertezas, a prática societária revela algumas medidas que podem ser adotadas como forma de proteção à dispersão acionária.

A principal delas é a inclusão das chamadas *poison pills* estatutárias, também conhecidas como *Brazilian pills*. Diferentemente do *shareholder rights plan* utilizado nos Estados Unidos para implementar as clássicas *poison pills*, as *poison pills* brasileiras consistem em previsões no estatuto social das companhias, com vistas a obrigar que o acionista, ou grupo de acionistas, que atinja determinado percentual de participação societária realize uma oferta pública para a aquisição de todas as demais ações de emissão da companhia. Também conhecida como “OPA por atingimento de participação relevante”, a cláusula de *poison pill* brasileira geralmente estabelece fórmulas e critérios de avaliação que visam elevar o preço a ser pago pelas ações no âmbito de tal oferta pública, como uma forma de desestimular a aquisição não solicitada da participação societária.⁸

As companhias podem, ainda, criar regras específicas de aceleração de seus planos de incentivo de longo prazo para os altos cargos da administração na hipótese de uma tomada hostil do controle. Chamados de “*golden parachutes*”, os valores de compensação conferem segurança aos administradores durante os processos de aquisição de controle e, assim, evitam que executivos estratégicos deixem seus cargos e migrem para outras empresas, facilitando a retenção de talentos na companhia em cenários de incerteza acerca da sua estrutura de controle.⁹

Não raro, as companhias também buscam se proteger de tentativas não solicitadas de tomada de controle por meio das cláusulas de vencimento antecipado de suas dívidas. As chamadas cláusulas de *early maturity* são previsões contratuais inseridas nos instrumentos de dívidas contraídas pela companhia com instituições financeiras, as quais preveem uma série de hipóteses em que a dívida contratada poderá ser cobrada antecipadamente se ocorrer um dos eventos listados no instrumento (que costuma contar com alterações na estrutura de controle). Consequentemente, sem prejuízo da negociação de *waivers* com os credores, tais previsões nos instrumentos de dívida funcionam como mecanismos de desincentivo às tomadas hostis de controle, por aumentarem o impacto no endividamento da companhia no presente, o que pode se revelar inviável no caso de companhias com elevado nível de alavancagem financeira.

Dessa forma, o aumento do número de companhias que atendem aos fatores listados acima tem reacendido os debates acerca da adoção de mecanismos de proteção contra *hostile takeovers*. A escolha e a implementação dos mecanismos de proteção à dispersão acionária deverão ser analisadas individualmente por cada companhia, considerando não apenas o contexto econômico e financeiro, como o setor de atuação, as características da base acionária e o perfil dos investidores.

>>> Por Luíza Denobi de Moraes, em coautoria com Pedro Mello Mares-Guia.

>>> Este artigo faz parte da BMA Review Especial: Dia dos Estagiários, publicação feita com textos dos nossos estagiários escritos em coautoria com advogados e sócios do BMA. Leia a edição completa.

NOTAS

1. PRADO, Roberta Nioac. “Desconcentração do poder de controle e poison pills: evolução no mercado de capitais”. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro do; AZEVEDO, Luís André N. de Moura Azevedo (Coords.). Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 376.

2. Ibid.

3. SOARES, Felipe Gabriel. “Hostile takeovers: seus principais mecanismos de defesa e aplicação no Brasil”. In: KLEINDIENST, Ana Cristina (Coord.). Estudos aplicados de direito empresarial: societário. São Paulo: Edições 70, 2024, p. 80. E-book. Disponível em: <integrada.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9788584934591>. Acesso em: 12 jun. 2026.

4. VAZ, Ernesto Luís Silva; NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. “Poderes da administração na oferta hostil de aquisição de controle no direito comparado (medidas defensivas e poison pills)”. In: NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. Temas de direito empresarial: direito societário, mercado de capitais e direito da insolvência. São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 105.

5. Prado, op. cit., p. 393.

6. Levantamento independente realizado em: <cvmweb.cvm.gov.br/SWB/Sistemas/SCW/CPublica/CiaAb/FormBuscaCiaAb.aspx?TipoConsult=c>. Acesso em: 15 jun. 2026.

7. Levantamento independente realizado em: <investidor10.com.br>. Acesso: 15 jun. 2026.

8. MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; MELO, Vitor de Britto Lobão. “Análise prática e considerações sobre a realidade e a aplicação das medidas de proteção à tomada hostil de controle nos estatutos sociais das companhias abertas brasileiras (Brazilian pills)”. In: SILVA, Alexandre Couto (Coord.). Direito societário: estudos sobre a Lei de Sociedades por Ações. São Paulo: Saraiva, 2013, pp. 258-259.

9. SHIGUEMATSU, Plínio José Lopes. “Mecanismos de proteção e estratégias de defesa em tomadas hostis de controle”. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coords.). Direito societário: desafios atuais. São Paulo: Quartier Latin, 2009, pp. 423-424.

Profissionais que aliam visão jurídica e visão de mercado



Pedro Mares-Guia