

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

MARCELLE RIGODANZO MOCHA

POISON PILLS – ANÁLISE DA SUA APLICAÇÃO NAS SOCIEDADES ANÔNIMAS
BRASILEIRAS

CURITIBA

2015

MARCELLE RIGODANZO MOCHA

POISON PILLS - ANÁLISE DA SUA APLICAÇÃO NAS SOCIEDADES ANÔNIMAS
BRASILEIRAS

Monografia apresentada como requisito parcial para a obtenção do grau de bacharel do Curso de Direito. Setor Ciências Jurídicas. Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Prof. Dr. Edson Isfer

CURITIBA

2015

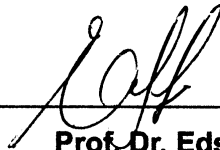
TERMO DE APROVAÇÃO

MARCELLE RIGODANZO MOCHA

**“POISON PILLS - ANÁLISE DA SUA APLICAÇÃO NAS SOCIEDADES ANÔNIMAS
BRASILEIRAS”**

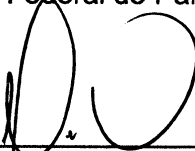
Monografia aprovada como requisito parcial para obtenção de graduação no Curso de Direito, da Faculdade de Direito, setor de Ciências Jurídicas da Universidade Federal do Paraná, pela seguinte Banca examinadora:

Orientador:

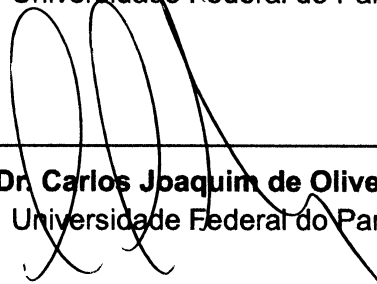


Prof. Dr. Edson Isfer
Universidade Federal do Paraná

Membros:



Prof.ª Dra. Marcia Carla Pereira Ribeiro
Universidade Federal do Paraná



Prof. Dr. Carlos Joaquim de Oliveira Franco
Universidade Federal do Paraná

Curitiba, 02 de dezembro de 2015

“Inovações que criam valor são úteis, mas copiar aquilo que funciona bem é muito mais prático”. (Jorge Paulo Lemann)

RESUMO

As sociedades anônimas brasileiras viram a necessidade de adotar *Poison Pills*, como medida protetiva para evitar tomadas de controle indesejáveis, apesar de predominar a concentração da propriedade acionária no mercado nacional. Com o desenvolvimento deste mercado e a grande adesão das companhias abertas aos níveis de governança corporativa, a partir de 2000, houve um crescimento do número de empresas com capital pulverizado e por consequência de possíveis aquisições hostis. Diante disso, o objeto deste estudo é identificar os tipos, as características e as distorções das *Poison Pills* no Brasil. Para tanto, foi realizado um levantamento das empresas listadas em 2015 no Novo Mercado e nos Níveis 1, Nível 2 de governança corporativa da BM&FBOVESPA. Das 183 empresas analisadas 78 possuem este instituto em seus estatutos. Apesar de serem mecanismos pensados em sociedades de capital pulverizado, no Brasil também têm sido utilizadas por empresas com capital concentrado. Os efeitos decorrentes da sua adoção ainda não foram bem delineados, uma vez que é um mecanismo muito recente no Brasil e não existe nenhuma regulamentação específica nem decisões sobre o tema. Ainda assim, podemos destacar que as *poison pills* podem garantir: tratamento igualitário entre os acionistas; aumentar o poder de barganha na negociação e estabilidade da administração da companhia. Contudo, podem contribuir para: a manutenção de uma má administração no poder; restrição da possibilidade de negociação, quando associadas a 'cláusulas pétreas'; e possível aumento dos custos. Portanto esta medida deve ser adotada com zelo para não contrariar os próprios interesses societários.

Palavras-chave: Dispersão do controle acionário. Aquisição hostil do poder de controle. *Poison Pills*.

ABSTRACT

Brazilian companies saw the need to adopt *Poison Pills* as a cautionary measure to avoid hostile takeovers, in spite of stock ownership being predominant in the national Market. With the development of this market and the great adherence of companies open to levels of corporate governance, starting in the year 2000 the number of companies with widely held stock grew. As a result, the number of hostile takeovers also grew. In light of this, the objective of this paper is to identify the types, characteristics, and distortions of *Poison Pills* in Brazil. For this purpose, a survey was conducted of companies listed on the Novo Mercado and Level 1, Level 2 of Corporate Governance of the BM&FBOVESPA in 2015. From the 183 analyzed companies, 78 include this institution in their statutes. In spite of being mechanisms created for widely held stock groups, they have also been used in Brazil by companies with closely held stock. The effects due to their adoption have not been well-determined, since it is a very recent mechanism in Brazil and there are no specific regulations or decisions about the issue. Yet we can still highlight that *poison pills* may guarantee equal treatment among shareholders, increase bargaining power in negotiations, and increase the stability of a company's administration. However, they may also contribute to the longevity of bad administration, restrictions to negotiation possibilities (when associated to fundamental clauses), and possible cost raises. Therefore, this measure should be adopted with wariness, in order to not go against own corporate interests.

Key words: Dispersion of corporate control. Hostile takeover. *Poison Pills*.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	7
2 CONSIDERAÇÕES SOBRE A PROPRIEDADE ACIONÁRIA BRASILEIRA	9
2.1 A SOCIEDADE ANÔNIMA NO ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO	9
2.1.1 Definição de Sociedade Anônima	12
2.1.2 Espécies de companhias em relação ao capital social	14
2.2 O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAS	15
2.3 AS FORMAS DE CONTROLE	19
2.4 AQUISIÇÃO HOSTIL DO PODER DE CONTROLE	22
3 AS POISON PILLS: PANORAMA GERAL	25
3.1 A ORIGEM DO INSTITUTO: O MODELO NORTE-AMERICANO	25
3.1.1 Mercado norte-americano	27
3.1.2 O Conselho de administração das companhias norte-americanas (boards of directors)	28
3.1.3 Gerações das <i>Poison Pills</i>	30
3.1.4 Declínio das <i>Poison Pills</i>	32
3.2 DIREITO COMUNITÁRIO EUROPEU	33
4 AS POISON PILLS BRASILEIRAS	35
4.1 ASPECTOS GERAIS	35
4.1.1 Estrutura do controle das companhias brasileiras	35
4.1.2 Instituição pelos acionistas	36
4.1.3 Realização de oferta pública	37
4.2 MODALIDADES (TIPO A E TIPO B)	39
4.3 A LEGALIDADE DAS CLÁUSULAS PÉTREAS	42
4.4 ASPECTOS – POSITIVOS E NEGATIVOS	45
4.4.1 Proteção contra ofertas hostis	45
4.4.2 Tratamento igualitário entre os acionistas	46
4.4.3 Poder de negociação dos acionistas	47
4.4.4 Estabilidade e manutenção do poder de controle	48
4.4.5 Barreira aos investidores	48
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	50
REFERÊNCIAS	53
APÊNDICE A - EMPRESAS LISTADAS NO NOVO MERCADO E SUAS CARACTERÍSTICAS	59
APÊNDICE B - EMPRESAS LISTADAS NO NÍVEL 1 DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E SUAS CARACTERÍSTICAS	73
APÊNDICE C - EMPRESAS LISTADAS NO NÍVEL 2 DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E SUAS CARACTERÍSTICAS	77

1 INTRODUÇÃO

Historicamente, o mercado brasileiro tem como característica a concentração do capital, principalmente nas empresas familiares. Entretanto, com o desenvolvimento do mercado de capitais, a partir de 2000, e o grande número de adesões de companhias abertas nos Níveis 1 e 2 e no Novo Mercado da BM&FBovespa, que garantem melhores regras de governança corporativa, houve uma alteração nesse cenário.

Em função do maior número de empresas com a estrutura de capital disperso, a preocupação em adotar medidas protetivas para evitar indesejáveis tomadas de controle passou a ser foco das companhias abertas, uma vez que, a pulverização do capital e o mercado livre e concorrente pode levar um investidor a adquirir parcela significativa das ações da companhia no mercado de capitais, a ponto de poder eleger os administradores e assim dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Com o objetivo de dificultar essas aquisições hostis, as companhias passaram a inserir com mais frequência em seus estatutos cláusulas conhecidas como *Poison Pills*. Estas, são dispositivos inseridos nos estatutos de companhias para inviabilizar aquisições de parte ou da totalidade da sociedade sem prévio conhecimento dos acionistas. A primeira vez que esse dispositivo foi acionado no país, ocorreu em julho de 2006 com a tentativa da Sadia em adquirir o controle da Perdigão.

Este mecanismo tem sua origem nos Estados Unidos e é utilizado, principalmente, como instrumento de proteção dos interesses de acionistas minoritários, conferindo estabilidade à administração da companhia e, assim, inviabilizando tomadas de controle repentinas, como será analisado no terceiro capítulo do presente trabalho.

Todavia, a aplicação do instituto no Brasil tem se dado de modo diferente da proposta original, pois, na realidade nacional, este mecanismo tem servido para a manutenção do controle da companhia nas mãos de um único grupo. O que tem ensejado diversas críticas.

Ademais, foi percebido a utilização complementar de “cláusulas pétreas” o que dificultam a alteração ou a exclusão das *Poison Pills*, restringindo ainda mais a

possibilidade de negociação e aumentando significativamente custos operacionais, sendo, portanto, ineficientes do ponto de vista econômico.

Sob essa perspectiva, considerando o cenário brasileiro, bem como a crescente adoção das *Poison Pills* pelas empresas nacionais, o presente estudo tem por objetivo fazer um levantamento das companhias listadas no Nível 1 e Nível 2 de governança corporativa, e do Novo Mercado, todas da BM&FBovespa, as quais adotavam *Poison Pills* em seus estatutos, até julho de 2015. Bem como, identificar os tipos desses dispositivos existentes no Brasil, suas características e distorções em relação à experiência estrangeira e se a aplicação destas cláusulas já geraram algum efeito perceptível às companhias e aos acionistas.

Para atingir este fim, primeiramente é essencial uma reflexão, ainda que breve, acerca das características do mercado de capitais nacional, o desenvolvimento do Nível 1, do Nível 2 e do Novo Mercado da BOVESPA em relação a governança corporativa, assim como as formas de controle exercidas em ambientes de dispersão acionária e sua suscetibilidade às tomadas hostis. A partir destes apontamentos será possível compreender o motivo das sociedades inserirem em seus estatutos as *Poison Pills* (Capítulo II).

Em seguida, far-se-á uma análise abordando questões essenciais do instituto das *Poison Pills*, a origem do mecanismo, as características norteadoras e a sua aplicabilidade no cenário estrangeiro (Capítulo III).

Por fim, com base nos capítulos II e III, enfrentaremos a aplicação desse instituto no Brasil, suas peculiaridade, modalidades, distorções em relação a forma original, a legalidade acerca das cláusulas assessórias e possíveis efeitos e impactos econômicos. (Capítulo IV).

2 CONSIDERAÇÕES SOBRE A PROPRIEDADE ACIONÁRIA BRASILEIRA

O tema a ser desenvolvido demanda, primeiramente, o exame das modificações que se sucederam no regime das sociedades anônimas, identificando quais particularidades dessas sociedades são relevantes a presente análise.

Em seguida, através das transformações que ocorreram no mercado nacional, será possível observar a recente dispersão acionária das empresas e, como consequência desse novo cenário, as aquisições hostis de controle.

A partir desse exame inicial, poderemos compreender porque as companhias estão adotando medidas como as *Poison Pills*, as quais serão objeto de análise no terceiro e quarto capítulos.

2.1 A SOCIEDADE ANÔNIMA NO ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO

A sociedade anônima surgiu com o intuito de criar um mecanismo adequado para a acumulação e movimentação de capitais. Conforme, descrita pelo jurista francês George Ripert essa sociedade é “uma máquina jurídica tão útil quanto aquelas utilizadas pela indústria”¹, a funcionar como um “maravilhoso instrumento criado pelo capitalismo para direcionar a poupança para a criação e operação de empresas”².

Isto porque, as principais características desse tipo societário, a saber, o capital dividido em ações, limitada responsabilidade dos sócios e possibilidade de negociações de sua participação acionária, têm o poder de atrair o interesse dos investidores. Isto faz com que essa forma de sociedade seja a mais utilizada pelos grandes empreendimentos econômicos³.

¹ RIPERT, George. *Aspects Juridiques du Capitalisme Moderne*. Paris: Libraire generale de droit et de jurisprudence, 1946. p. 106. Apud PARGENDLER, Mariana. *Evolução do direito societário: lições do Brasil*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 33.

² RIPERT, George, *loc cit.*

³ COELHO, Fábio Ulhoa *Curso de direito comercial: direito de empresa*. 17. ed. São Paulo: Saraiva, 2013. v. 2. p. 83. 1 Ebook.

Devido à importância dessa sociedade no desenvolvimento econômico, é interessante observar o percurso legislativo pelo qual essas companhias passaram no nosso ordenamento jurídico.

De acordo com que aponta Fábio Ulhoa Coelho, a doutrina divide a trajetória da sociedade anônima no Brasil em três momentos: *outorga, autorização e regulamentação*⁴.

O primeiro período é perceptível na época colonial e no início do Império, quando as companhias só poderiam ser criadas com a permissão real. A exemplo disto foi a criação do primeiro Banco do Brasil, uma das primeiras sociedades anônimas que surgiram por decreto real em 1808⁵.

Posteriormente, com o Decreto 575 em 1849 e o primeiro Código Comercial de 1850, a constituição dessa sociedade passou a depender de autorização governamental. Os artigos 295 a 299⁶ deste código regulavam a constituição e o funcionamento das sociedades anônimas⁷. Nesse período todas as normas de governança interna estavam sujeitas “à supervisão e a modificação pelo governo”⁸.

Nesta linha, Fran Martins, aponta que a autorização do Governo era um empecilho para a constituição das sociedades, tanto que desde que entrou em vigor o Código Comercial de 1850, várias leis modificaram os dispositivos relativos às sociedades anônimas⁹.

Embora ainda trazendo dificuldades para a constituição das sociedades anônimas, após a promulgação do Código Comercial, “constituíram-se, entre 1850 e 1852, treze novas companhias no Brasil, mais do que o total somado nos quarenta anos anteriores”¹⁰.

Somente em 1882 com Decreto nº 3.150 foi abolida a exigência de autorização do governo,

⁴ COELHO, Fábio Ulhoa *Curso de direito comercial: direito de empresa*. 17. ed. São Paulo: Saraiva, 2013. v. 2. p. 82. 1 Ebook.

⁵ PARGENDLER, Mariana. *Evolução do direito societário: lições do Brasil*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 51-52.

⁶ BRASIL. LEI Nº 556, de 25 de junho de 1850. *Código Comercial do Império do Brasil*. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/LIM/LIM556.htm>. Acesso em: 27 jun. 2015

⁷ Esses cinco artigos, regulavam “as características básicas, a constituição, a responsabilidade limitada dos sócios, ações transferíveis, a publicidade dos atos constitutivos, causas de dissolução e a responsabilidade ilimitada da administração e dos diretores antes do registro da companhia”. PARGENDLER, Mariana. *op. cit.*, p. 64

⁸ PARGENDLER, *loc. cit.*

⁹ MARTINS, Fran. *Curso de direito comercial*. Atual. Carlos Henrique Abrão. 37. ed. rev., atual. e ampl. Rio de Janeiro: Forense, 2014. p. 261

¹⁰ PARGENDLER, *op. cit.*, p. 64.

(...) adotando, portanto, o regime de ampla liberdade de constituição das companhias, já aí contrabalançando por diversas normas cogentes visando (i) evitar desmedida colocação de ações no mercado e (ii) dar um mínimo de proteção aos acionistas minoritários¹¹.

Ou seja, passamos ao terceiro período, no qual para a constituição da sociedade anônima bastava o registro no órgão próprio e a observância do regime legal específico.

Contudo, como bem observa Mariana Pangendler, a Lei das S/A de 1882 apesar de ter eliminado na maioria dos casos a exigência de aprovação governamental, manteve dependentes da autorização a constituição de companhias do setor alimentício, as organizações religiosas, as companhias mútuas de seguros e as empresas estrangeiras¹².

Ademais, esta autora adverte, que apesar do regime de formação das sociedades anônimas ter se tornado mais liberal, “a lei impunha requisitos mais estritos em termos de publicidade e responsabilidade dos administradores”¹³. Um exemplo, por ela mencionado, era o direito dos acionistas demandarem diretamente contra a administração por violação das disposições legais ou estatutária.

Atualmente este tipo societário é regulamentado pela Lei 6.404/1976, a qual se porta como crucial para adequar as necessidades da prática empresarial brasileira. Nas palavras de Alfredo Assis Gonçalves Neto:

A lei atual, atenta a realidade brasileira, que acusava a existência de várias sociedades anônimas de pequeno porte, optou por um modelo aberto, capaz de proporcionar estrutura adequada para abrigar grandes empresas, com ações pulverizadas no mercado, e de, permitir, ao mesmo tempo, sua utilização por sociedades familiares ou de poucos acionistas¹⁴.

Essa lei tinha como principal objetivo “a criação de um mercado primário de ações que propiciasse a formação da macro empresa brasileira”¹⁵. Eduardo Secchi

¹¹ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. *Manual das companhias, ou, Sociedades anônimas*. 3. ed. rev., atual, e ampliada. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2013. p. 23.

¹² PARGENDLER, Mariana. *Evolução do direito societário: lições do Brasil*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 75.

¹³ *Idibem*, p. 76.

¹⁴ GONÇALVES NETO, *op. cit.*, p. 23.

¹⁵ MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva. 2013. p. 54

Munhoz observa que isto não foi possível por uma deficiência na regulação jurídica e pelo próprio ambiente econômico¹⁶.

As Leis 9.459/1997, 10.303/2001 e 11.638/2007 aprimoraram a proteção dos acionistas minoritários e fortaleceram o mercado de valores mobiliários. Vale ainda mencionar que o artigo 1.089 do Código Civil determina que na omissão da lei própria seja aplicada as disposições do referido Código.

Visto isso, desde sua estrutura inicial a propriedade acionária no Brasil tende a concentração, primeiramente com o monopólio das atividades mercantis pela coroa portuguesa e depois pela necessária autorização governamental.

Após essa análise legislativa, iremos destacar as características centrais desse tipo societário que serão cruciais ao propósito deste trabalho.

2.1.1 Definição de Sociedade Anônima

A partir do estabelecido no artigo 1º da Lei 6.404/1976 e no artigo 1.088 do Código Civil, considera-se sociedade anônima a sociedade empresária cujo capital divide-se em ações e a responsabilidade dos sócios é limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas.

Neste sentido, Fábio Ulhoa Coelho define a sociedade anônima como:

(...) sociedade empresária com capital social dividido em ações, espécie de valor mobiliário, na qual os sócios, chamados acionistas, respondem pelas obrigações sociais até o limite do preço de emissão das ações que possuem.¹⁷

Destaca desta definição três atributos: *a divisão do capital social em ações, a limitação da responsabilidade dos sócios e o ingresso e retirada da sociedade através da negociação das ações.*

A divisão do capital social em ações é, conforme apontado por Gonçalves Neto, a separação em parcelas iguais “que se desvinculam do ato constitutivo da

¹⁶ MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 58.

¹⁷ COELHO, Fábio Ulhoa *Curso de direito comercial: direito de empresa*. 17. ed. São Paulo: Saraiva, 2013. v. 2. p. 83. 1 Ebook.

companhia e que podem ser negociadas independentemente de sua alteração, como bens corpóreos”¹⁸.

Por sua vez, a limitação da responsabilidade dos sócios ao preço das ações subscritas ou adquiridas, quer dizer que a responsabilidade se limita aquilo que os acionistas se obrigaram.

E é através da negociação das ações, diretamente ou no mercado de valores mobiliários, que os acionistas “ingressam ou se retiram da sociedade, sem que isso afete a estrutura societária e sem que necessitem revelar-se aos demais integrantes do quadro social”¹⁹. Portanto não tem relevância quem são os sócios nesse tipo de sociedade, uma vez que possui natureza, essencialmente, *intuito pecuniae*.

Essa característica é esclarecida por Gonçalves Neto ao reconhecer que:

(nas sociedades anônimas) os acionistas são investidores que apostam na perspectiva de bons resultados da companhia, ao passo que nas demais sociedades prevalecem o relacionamento pessoal dos sócios e a confiança nas suas qualidades e qualificações individuais. Não quer dizer que uma sociedade anônimas não possa ser formada *intuito personae*, mas que sua estrutura visa possibilitar a convivência de estranhos na busca dos fins sociais, sem que o relacionamento dos sócios possa afetar seu desempenho nesse desiderato²⁰.

Outra peculiaridade é sua estrutura dos órgãos societários. A Lei das S/A disciplina a competência e a composição de quatro órgãos, a Assembleia Geral, o Conselho de administração, a Diretoria e o Conselho fiscal.

A Assembleia Geral, regulamentada pelos artigos 121 a 137 da Lei 6.404/1976, é o órgão “de manifestação da vontade social”²¹, e segundo Fábio Ulhoa Coelho, “no direito brasileiro, tem competência para apreciar qualquer assunto de interesse social, mesmo os relacionados à gestão de negócios específicos”²².

O Conselho de Administração é eleito pela assembleia geral, com o fim de “agilizar o processo decisório”²³, podendo deliberar sobre qualquer matéria de

¹⁸ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. *Manual das companhias, ou, Sociedades anônimas*. 3. ed. rev., atual, e ampliada. – São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2013. p. 26

¹⁹ *Idibem*, p. 17

²⁰ *Idibem*, p. 28.

²¹ *Idibem*, p. 27.

²² COELHO, Fábio Ulhoa *Curso de direito comercial: direito de empresa*. 17. ed. São Paulo: Saraiva, 2013. v. 2. p. 213. 1 Ebook.

²³ *Idibem*, p. 232.

interesse da companhia, exceto as estabelecidas no art. 122 da Lei das S/A²⁴, que são de competência privativa da assembleia geral.

A Diretoria é o órgão executor da vontade social, composta por um mínimo de dois diretores, eleitos pelo conselho de administração.²⁵

O Conselho fiscal é órgão de controle e fiscalização da gestão da empresa. Este órgão presta assessoria à assembleia geral na apreciação das contas dos administradores e na votação das demonstrações financeiras da sociedade anônima²⁶.

2.1.2 Espécies de companhias em relação ao capital social

A Lei das Sociedades Anônimas (Lei 6.404/1976), em seu artigo 4º, dividiu em duas espécies as companhias com base no aspecto de “democratização do capital social”²⁷.

As sociedades que têm as suas ações negociadas no mercado de valores mobiliários (bolsa de valores ou mercado de balcão), são chamadas sociedades abertas; quando as ações das sociedades não são negociadas por intermédio das entidades autorizadas a negociar neste mercado, a sociedade é denominada de sociedade fechada²⁸. Contudo, é somente aquela sociedade que nos interessa para o presente estudo.

²⁴ **Art. 122.** Compete privativamente à assembleia geral: **I** - reformar o estatuto social; **II** - eleger ou destituir, a qualquer tempo, os administradores e fiscais da companhia, ressalvado o disposto no inciso II do art. 142; **III** - tomar, anualmente, as contas dos administradores e deliberar sobre as demonstrações financeiras por eles apresentadas; **IV** - autorizar a emissão de debêntures, ressalvado o disposto no § 1º do art. 59; **V** - autorizar a emissão de debêntures, ressalvado o disposto nos §§ 1º, 2º e 4º do art. 59; **VI** - suspender o exercício dos direitos do acionista (art. 120); **VII** - deliberar sobre a avaliação de bens com que o acionista concorrer para a formação do capital social; **VIII** - autorizar a emissão de partes beneficiárias; **IX** - deliberar sobre transformação, fusão, incorporação e cisão da companhia, sua dissolução e liquidação, eleger e destituir liquidantes e julgar-lhes as contas; e **X** - autorizar os administradores a confessar falência e pedir concordata. **Parágrafo único.** Em caso de urgência, a confissão de falência ou o pedido de concordata poderá ser formulado pelos administradores, com a concordância do acionista controlador, se houver, convocando-se imediatamente a assembleia-geral, para manifestar-se sobre a matéria.

²⁵ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. *Manual das companhias, ou, Sociedades anônimas*. 3. ed. rev., atual, e ampliada. – São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2013. p. 27.

²⁶ COELHO, Fábio Ulhoa *Curso de direito comercial: direito de empresa*. 17. ed. São Paulo: Saraiva, 2013. v. 2. p. 246. 1 Ebook.

²⁷ GONÇALVES NETO, *op cit.*, p. 29.

²⁸ MARTINS, Fran. *Curso de direito comercial / Atual*. Carlos Henrique Abrão – 37. ed. rev., atual. e ampl. – Rio de Janeiro: Forense, 2014. p. 267.

Para que haja negociação no mercado de valores, a sociedade aberta necessita registrar

(...) a emissão pública de ações, preliminarmente, no órgão competente, ou seja, na Comissão de Valores Mobiliários, que poderá classificar as sociedades abertas em diferentes categorias, de acordo com as espécies e classes das ações emitidas, devendo, neste caso, especificar as normas aplicáveis a cada categoria²⁹.

2.2 O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAS

A característica mais marcante das companhias nacionais é a concentração da propriedade acionária nas mãos de famílias proprietárias³⁰ ou do Estado. Érico Lopes Tunussi³¹ relata que em 1985 um levantamento realizado pela Superintendência de Projetos e Estudos da CVM constatou que não havia companhias no Brasil com controle pulverizado.

Apesar dos esforços legislativos desde o século passado, somente recentemente apareceram as primeiras companhias de capital pulverizado.

A criação do Novo Mercado, do Nível 1 e do Nível 2 de governança corporativa pela BM&FBovespa em dezembro de 2000, foi fundamental para a mudança do mercado acionário.

Muitas empresas listadas na BM&FBovespa, aderem aos níveis diferenciados de governança corporativa, ou mesmo migram para o Novo Mercado³². Isto porque, nesses segmentos as companhias listadas assumem o compromisso de implantar, conforme disposto nos respectivos regulamentos, práticas de governança corporativa, gerando uma maior transparência, proteção e garantias aos acionistas

²⁹ MARTINS, Fran. *Curso de direito comercial*. Atual. Carlos Henrique Abrão. 37. ed. rev., atual. e ampl. Rio de Janeiro: Forense, 2014. p. 267.

³⁰ “Não se deve confundir a companhia fechada com a chamada sociedade familiar. Esta é sempre uma sociedade fechada, ficando, porém, as suas ações em poder dos membros de uma mesma família ou de pessoas muito aproximadas dessas; por isso essas ações não são negociadas no mercado de valores mobiliários, isto é, não são as ações oferecidas à venda ao público em geral”. MARTINS, *loc. cit.*

³¹ TONUSSI, Érico Lopes. Oferta Pública de aquisição de controle: casos práticos e o desenvolvimento da regulamentação aplicável. *Revista de Direito Empresarial*. vol. 8/2015. mar/abr. 2015. p. 72.

³² SHIGUEMATSU, Plínio J. Lopes. Mecanismos de proteção e estratégias de defesa em tomadas hostis de controle. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de. (Org.). *Direito Societário Desafios Atuais*. 1. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2009, v. p. 390

minoritários muito além do que é estabelecido pela legislação societária vigente, assim, viabilizando a participação de pequenos investidores no mercado de capitais³³.

Érica Gorga³⁴ aponta, que esses três segmentos são responsáveis por melhorar os preços dos títulos das empresas e atraírem investidores, fomentando a transparência e a confiança no mercado de ações.

Jairo Laser Prociány e Rodrigo S. Verdi expõem que as empresas que “aderiram aos novos mercados são recompensadas com maiores níveis de liquidez de seus papéis”³⁵.

No Novo Mercado, no Nível 1 e no Nível 2 são requisitos comuns³⁶: a) o mínimo de 25% de *free float*, ou seja de ações em circulação; b) esforços a dispersão acionária; c) vedação à acumulação de cargos ao presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo; d) a obrigação de realizar uma reunião pública anual; e) a divulgação de um calendário anual de eventos societários; f) a divulgação das informações necessárias quanto a política de negociação de valores mobiliários e código de conduta.

Particulares ao Nível 1 de Governança Corporativa³⁷, segmento que apresenta o menor nível de governança, estão: (i) a composição do conselho de administração com no mínimo 3 membros, com mandato unificado de até 2 anos; e (ii) a possibilidade de existência de ações ordinárias e preferenciais.

³³ “O mercado de capitais tem desempenhado um papel relevante no desenvolvimento econômico nacional, viabilizando o processo de capitalização das empresas, de captação da poupança popular e de alocação desses recursos no setor produtivo, impulsionando, ao fim e ao cabo, o crescimento econômico”. SILVA, R. T. ; SCALZILLI, J. P. ; SPINELLI, L. F. ; AZEVEDO, L. A. N. de M. ; PATELLA, L. A. . Perspectivas para a disciplina da companhia aberta: principais desafios do direito societário brasileiro.. *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro* , 2011. p. 215.

³⁴ GORGA, Érica. Changing the Paradigm of Stock Ownership: From Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence From Brazil and Consequences for Emerging Countries. *In: American Law & Economics Annual 18th Association Meeting*. Working Paper 76. mai. 2008. Disponível em < http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1121037>, acesso em setembro de 2014. p. 13

³⁵ PROCIANOY, J., VERDI, R. Adesão aos Novos Mercados da BOVESPA: Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 – Determinantes e Consequências. *Revista Brasileira de Finanças*. 2009. Vol. 7, n. 1 p. 132.

³⁶ BM&FBOVESPA. *Comparativo dos segmentos de Listagem*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/o-que-sao-segmentos-de-listagem.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 26 jun. 2015.

³⁷ BM&FBOVESPA. *Regulamento de Listagem do Nível 1*. São Paulo. Mai 2011. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/download/Regulamento-de-Listagem-do-Nivel-1.pdf>>. Acesso em : 26 jun. 2015.

Já em relação ao Novo Mercado e Nível 2³⁸, exige-se em comum: (i) mandato unificado de no máximo dois anos para o conselho de administração, que deve ser formado por no mínimo cinco membros, eleitos em assembleia geral, dos quais 20% devem ser Conselheiros Independentes; (ii) informações periódicas traduzidas para o Inglês; (iii) obrigação de realizar uma oferta pública pelo valor econômico das ações em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento; e (iv) a adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para a solução de conflitos societários.

Enquanto no Nível 2 (i) permite a existência de ações ordinárias e preferenciais (com direitos adicionais); (ii) direito de voto concedido aos não-votantes (ações preferenciais) em certas decisões corporativas; (iii) direito de *tag along*³⁹ para os acionistas sem direito a voto. No Novo Mercado⁴⁰ (i) só são permitidas ações ordinárias, ou seja, ações com direito a voto, e (ii) no caso de venda do controle, todos os acionistas têm direito a vender suas ações pelo mesmo preço.

Portanto, o Novo Mercado é o mais rigoroso, seguido pelo Nível 2 e Nível 1, o segmento menos rigoroso. As estipulações presentes em cada uma destas categorias de listagem refletem os seus respectivos objetivos específicos, conforme apontam José Rossetti e Adriana Andrade:

Esses segmentos especiais de listagem foram criados com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimule, ao mesmo tempo, o interesse dos investidores e a valorização das companhias. Os *Níveis 1 e 2* são para empresas já negociadas no mercado tradicional que aderirem às condições exigidas para a diferenciação. O *Novo Mercado* é mais voltado à listagem de empresas que venham a abrir o capital.⁴¹

Gorga, valendo-se dos dados da Bovespa, constatou que até o fim de 2007, existia 156 empresas listadas nos seguimentos especiais de governança corporativa

³⁸ BM&FBOVESPA. *Regulamento de Listagem do Nível 2*. Disponível em : <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/download/Regulamento-de-Listagem-do-Nivel-2.pdf>>. Acesso em : 26 jun.2015

³⁹ É a extensão parcial ou total, a todos os demais sócios das empresas, das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle de uma sociedade. Um *tag along* de 100% para os ordinaristas, por exemplo, significa que todos os acionistas detentores de ações ordinárias possuem o direito de vender suas ações pelo mesmo preço pago pelas ações do bloco de controle da companhia, em caso de venda do seu controle. SILVEIRA, Alexandre Di Miceli de. *O que é Tag Along?*. Disponível na internet em: <<http://www.ibgc.org.br/PerguntasFrequentes.aspx#sthash.rb8pcN7r.dpuf>>. Acesso em: 10 jul.2015

⁴⁰ BM&FBOVESPA. *Regulamento Novo Mercado*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/download/Regulamento-de-Listagem-do-Novo-Mercado.pdf>>. Acesso 26 jun.2015.

⁴¹ ANDRADE, Adriana e ROSSETTI, José Paschoal. *Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. 7. ed. atual. e ampl. Editora Atlas: São Paulo, 2014. p. 450.

(noventa e dois no Novo Mercado, vinte no Nível 2 e quarenta e quatro no Nível 1)⁴². Ainda observou, que apesar do aumento de companhias com capital disperso, a maior parte das empresas tradicionais mantem sua estrutura de controle inicial.

Consoante aos dados da BM&FBovespa, até junho de 2015⁴³, encontram-se listadas 133 (cento e trinta e três) empresas no Novo Mercado, 20 (vinte) companhias no Nível 2, e 30 (trinta) no Nível 1.

É perceptível ainda que, em relação número de empresas listadas nos seguimentos especiais de mercado analisados por Gorga até o fim de 2007, houve um aumento de apenas 27 empresas. Das 183 empresas listadas, 111 possuem capital disperso no mercado (APÊNDICES). Observa-se que não foram considerados os possíveis acordos de acionistas, que podem garantir poder de controle a um determinado grupo apesar do acionista individualmente deter menos de 50% do capital votante, devido a sua natureza essencialmente privada evidente no fato de que a validade do acordo não está condicionada ao registro e arquivamento⁴⁴.

Neste sentido, assevera Tunussi:

Sem dúvida, este processo de desconcentração mostrou-se mais acentuado entre o ano de 2005 até a crise econômica de 2008. Contudo, nos últimos anos, é possível verificar que este movimento persiste, ainda que a passos mais lentos, principalmente no Novo Mercado. E é neste momento propício que surgem as primeiras tentativas de aquisição de controle de companhias abertas brasileiras mediante oferta pública, o que, de certa maneira, pode ser considerado um movimento contrário à dispersão acionária, já que, com a OPA de aquisição de controle, companhias que antes apresentavam seu capital pulverizado, passarão a contar com um controlador definido.⁴⁵

⁴² GORGA, Érica. Changing the Paradigm of Stock Ownership: From Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence From Brazil and Consequences for Emerging Countries. In: *American Law & Economics Annual 18th Association Meeting*. Working Paper 76. mai. 2008. Disponível em < http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1121037>, Acesso em: set. 2014. p. 15

⁴³ Dados BM&FBovespa. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/Empresas-Listadas/BuscaEmpresaListada.aspx?indiceAba=2&seg=BM&Idioma=pt-br>>. Acesso em: 26 jun. 2015.

⁴⁴ “ (...) admite-se, para a eficácia do pacto, qualquer documento suscetível de arquivamento na companhia, provindos da entrega pessoal protocolada, ou mesmo por via eletrônica, que bastem para materializá-lo”. CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de Acionistas*. 2. Ed. Saraiva: São Paulo, 2011. p. 52

⁴⁵ TONUSSI, Érico Lopes. Oferta Pública de aquisição de controle – casos práticos e o desenvolvimento da regulamentação aplicável. *Revista de Direito Empresarial*. vol. 8/2015 .p. 73. mar./abr. 2015

Devemos reconhecer que apesar de ainda não termos um número absoluto de companhias com capital disperso, a iniciativa de algumas empresas representa o rompimento de um paradigma.

Alexandre Di Miceli da Silveira, atesta que:

(...) apesar de as companhias com estrutura acionária mais dispersa representarem um número pequeno de empresas, o número de empresas com controle disperso vem ganhando força e já representa uma minoria relevante de companhias listadas no Brasil⁴⁶.

Entretanto, Patrícia Pellini⁴⁷ afirma que existem dúvidas quanto às condições para a manutenção desse estado de dispersão acionária proporcionado pelo Novo Mercado.

Em síntese, a listagem diferenciada da Bovespa proporcionou um avanço em termos de governança corporativa, contribuindo para a dispersão da propriedade acionária das empresas brasileiras.

A partir dessa nova perspectiva, constata-se diferentes formas de exercício do poder de controle, o que será analisado a seguir.

2.3 AS FORMAS DE CONTROLE

O presente trabalho não tem por propósito o estudo exaustivo das formas de controle na sociedade anônima, mas sim discorrer brevemente sobre o assunto com o objetivo de sinalizar em quais ambientes, devido à dispersão acionária, as companhias estão suscetíveis às tomadas hostis de controle.

O artigo 116 da Lei das S/A define o controle de forma indireta quando trata do acionista controlador, enunciado que o poder de controle pressupõe a titularidade dos direitos de sócios que garantem a maioria dos votos nas assembleias gerais e asseguram a eleição de parte significativa dos administradores da companhia, a

⁴⁶ SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. *Governança Corporativa no Brasil e no Mundo*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, pp. 176 a 178 e 182 a 183. Apud: O controle gerencial e a responsabilização do administrador em caso de conflito de interesses, Flávia Jardim de Oliveira e Gabriela Cerqueira de Carvalho. Disponível em: <<http://direitosp.fgv.br/publicacoes/revista/artigo/controler-gerencial-responsabilizacao-administrador-caso-de-conflito-de-in>>. Acesso em: 28 jun. 2015.

⁴⁷ PELLINI, Patrícia. Controle Minoritário (capital difuso) In: IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (Org.). *Governança Corporativa. Estrutura de controles societários*. 1. ed. São Paulo: Saint Paul Editora, 2009, v. 1. p. 43

efetiva utilização do poder de comandar as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos de modo permanente, significando que:

existe um acionista ou um grupo deles que não poderá ser destituído do seu direito de eleger a maioria dos administradores por parte de qualquer outro grupo de acionistas e que, por isso mesmo, efetivamente exerce, sempre, esse direito de comando.⁴⁸

Esta ideia é esclarecida por Gonçalves Neto:

O acionista que reúne ações suficientes para deter o controle da companhia adquire o direito de eleger a maioria dos administradores, de orientá-la na consecução de seus fins e de determinar quase todas as alterações estatutárias que lhe convierem.⁴⁹

Através destas definições percebemos que para a existência do poder de controle exigem-se dois critérios⁵⁰: um quantitativo, que corresponde a quantia de ações capaz de garantir a maioria dos votos e, outro, de efetividade, relativo ao efetivo uso para comandar e orientar o funcionamento da empresa.

Ao analisar as formas de exercício do poder de controle, será utilizada a classificação proposta por Konder Comparato e Calixto Salomão Filho⁵¹, que dividem em quatro categorias o poder de controle: controle totalitário, controle majoritário, controle minoritário e controle gerencial.

De acordo com estes autores, o controle totalitário é o exercido “com quase completa titularidade acionária”⁵². Fábio Ulhoa Coelho complementa, “é aquele que caracteriza-se pela concentração da quase totalidade de ações com direito de voto na propriedade de uma única pessoa”⁵³.

Podemos observar essa modalidade de controle nas sociedades subsidiárias

⁴⁸ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 2. v. 6. ed. Saraiva: São Paulo, 2014. p. 621.

⁴⁹ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. *Manual das companhias, ou, Sociedades anônimas*. 3. ed. rev., atual, e ampliada. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2013. p. 329.

⁵⁰ SCALZILLI, João Pedro de Souza. *Contribuições preliminares para uma análise da conduta de administradores e de controladores de S/A em contexto de oferta hostil*. Dissertação de mestrado, UFRGS, Porto Alegre, 2009. p. 25.

⁵¹ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014. p. 44-79.

⁵² *Idibem*, p. 44.

⁵³ COELHO, Fábio Ulhoa *Curso de direito comercial: direito de empresa*. 17. ed. São Paulo: Saraiva, 2013. v. 2. p. 292. 1 Ebook.

integrais⁵⁴, em que o único acionista da companhia é outra sociedade brasileira (artigo 251 da Lei nº 6.404/1976).

Nesta espécie, a característica mais marcante é a inexistência de outros interesses internos, além dos do controlador.

A segunda modalidade é o controle majoritário, que corresponde a aquele exercido por quem possui a maioria das ações com direito a voto, ou seja, mais da metade⁵⁵.

A lei das sociedades anônimas permite que metade das ações sejam ordinárias, com direito a voto, e a outra metade preferenciais, sem direito a voto.

Para atingir o controle majoritário não é necessário que apenas uma pessoa detenha mais da metade das ações com direito a voto, é possível que se atinja esse controle por meio de acordos entre acionistas (Art. 118 Lei nº 6.404/1976).

Em relação a análise dessas duas primeiras modalidades de controle Fábio Ulhoa Coelho observa que:

(...) na economia brasileira predomina a modalidade totalitária de poder de controle. O controle majoritário, principalmente o partilhado entre acionistas partícipes de acordo, pode ser identificado em algumas companhias abertas, e acentuou-se com as privatizações dos anos 1990. Devo registrar, no entanto, que desde meados de 2005, tem-se verificado a extraordinária dispersão das ações emitidas por algumas companhias listadas na Bovespa (Lojas Renner, Eternit, Perdigão, Gafisa). O poder de controle dessas sociedades anônimas é claramente minoritário (“controle difuso”, convencionou o mercado) ou mesmo gerencial (“controle pulverizado”)⁵⁶.

Já o controle minoritário é aquele exercido pelo acionista que embora não possua a maior parte do capital votante, consegue, de modo permanente a maioria dos votos nas deliberações em assembleia geral. Desta forma, este elege a maioria dos administradores, dirige as atividades sociais e orienta o funcionamento dos órgãos da sociedade anônima. Atesta, Fábio Ulhoa Coelho, que essa situação “somente é possível nas grandes companhias, com alto grau de dispersão de ações”⁵⁷.

O terceiro modelo destaca-se entre as companhias abertas de capital

⁵⁴ REBELO, Nikolai Sosa; MARTINS, Matheus Luniere; SCOTTEN, Donald . As poison pills como instrumentos de proteção aos minoritários estudo crítico de direito comparado (Brasil e Estados Unidos). *Revista Síntese Direito Empresarial*, v. 33. 2013. p. 204.

⁵⁵ COELHO, Fábio Ulhoa *Curso de direito comercial: direito de empresa*. 17. ed. São Paulo: Saraiva, 2013. v. 2. p. 292. 1 Ebook.

⁵⁶ *Idibem.*, p. 293.

⁵⁷ *Idibem.*, p. 292.

pulverizado, listadas principalmente no Novo Mercado⁵⁸. Este controle é instável, uma vez que, pode ocorrer uma aquisição de controle por outros acionistas através de um acordo entre eles, ou mesmo, com uma tomada hostil de controle.

O controle gerencial (administrativo) pressupõe uma extrema dispersão acionária, assim como o controle minoritário. Mas nesse caso, o controle da companhia será exercido pelos administradores, uma vez que os acionistas com direito a voto não conseguem fazer valer a sua vontade em assembleia geral, mesmo que em grupo.

Erik Frederico Oioli descreve o controle gerencial como o extremo da separação entre a propriedade acionária e poder de controle, visto que se está diante de um poder não fundado na participação acionária o qual se sobrepõe à vontade (ou à falta) até então concebida como soberana pelos acionistas⁵⁹.

Apesar deste tipo de controle ser realidade no direito norte-americano ele ainda é incipiente no mercado brasileiro. O controle gerencial é o controle de fato exercido pela gerência, ou seja, pelos administradores da companhia.⁶⁰

Em decorrência do exposto, observa-se que as companhias com acentuada dispersão acionária possuem formas de controle minoritário e gerencial, o que devido a sua instabilidade possibilitam a aquisição hostil de controle.

2.4 AQUISIÇÃO HOSTIL DO PODER DE CONTROLE

A aquisição hostil do poder de controle (também conhecida como *hostile takeover* ou *takeover-bid*) é um fenômeno complexo, que demanda, além de uma análise jurídica, uma análise econômica.

⁵⁸ “O controle com menos da maioria do capital com direito de voto é possível no mercado aberto e diante de a sociedade ter o capital altamente disperso. São muitos acionistas, sendo que a maioria tem propriedade acionária, mas com pouca expressão, no sentido de o seu voto contar muito pouco nas deliberações”. REBELO, Nikolai Sosa; MARTINS, Matheus Luniere ; SCOTTEN, Donald . As poison pills como instrumentos de proteção aos minoritários estudo crítico de direito comparado (Brasil e Estados Unidos). *Revista Síntese Direito Empresarial* , v. 33. 2013. p. 203-240.

⁵⁹ OIOLI, Erik Frederico. Oferta Pública de Aquisição de Controle de companhias abertas. Coleção IDSA de direito societário e mercado de capitais, v.1. São Paulo: Quarter Latin, 2010, p. 13. Apud: *O controle gerencial e a responsabilização do administrador em caso de conflito de interesses*, Flávia Jardim de Oliveira e Gabriela Cerqueira de Carvalho. Disponível em: <<http://direitosp.fgv.br/publicacoes/revista/artigo/controlerencial-responsabilizacao-administrador-caso-de-conflito-de-in>>. Acesso em: 28. jun. 2015.

⁶⁰ REBELO; MARTINS; SCOTTEN, . loc cit.

Urge evidenciar, que uma aquisição de controle pode ser definida como amigável ou hostil, dependendo de como a oferta de compra é recebida pela sociedade e pelos acionistas⁶¹.

Ocorre a oferta amigável quando a negociação acontece entre o interessado e o controlador, sendo aquela realizada

com o consentimento dos administradores e/ou de determinados acionistas e/ou grupos de acionistas relevantes da companhia-alvo e, em alguns casos, conduzida em atendimento à solicitação destes⁶².

Já a oferta hostil, segundo João Pedro Barroso do Nascimento, pode ser verificada quando “há resistência por parte da administração e/ou de determinados grupos de acionistas relevantes da companhia-alvo para negociar uma aquisição amigável”⁶³. Em complemento Alfredo Assis Gonçalves Neto define a oferta hostil como “a oferta pública de aquisição de controle disperso, contra ou sem o apoio dos administradores”⁶⁴.

No presente trabalho, nos interessa as aquisições de controle realizadas de forma hostil. Além disso, a definição proposta por Gonçalves Neto se mostra mais adequada visto que os mecanismos de defesa aqui estudados buscam evitar a aquisição do controle de uma companhia com capital pulverizado através de oferta comunicada diretamente ao mercado, sem necessariamente ter negociado com qualquer acionista ou avisado a administração da sociedade.

Hugo Cruz Maestri observa que esse fenômeno (a oferta hostil) “é uma forma mais agressiva de tomada de controle que só é justificada no caso de pulverização do capital acionário, quando o controle for minoritário e/ou gerencial.”⁶⁵

Apesar da conotação negativa dada pelo termo ‘hostil’, a oferta pode ser muito boa para os acionistas e para a companhia. Neste sentido, Maestri, corrobora:

(...) a oferta hostil nem sempre será prejudicial à Companhia. Em muitos casos, ela pode ser vantajosa para a empresa e para os acionistas,

⁶¹ SHIGUEMATSU, Plínio J. Lopes. Mecanismos de proteção e estratégias de defesa em tomadas hostis de controle. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGAO, Leandro Santos de. (Org.). *Direito Societário Desafios Atuais*. 1. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 391

⁶² NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas Defensivas à Tomada de Controle de Companhias*. São Paulo: Quatier Latin, 2011. p. 100.

⁶³ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. *Manual das companhias, ou, Sociedades anônimas*. 3. ed. rev., atual, e ampliada. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2013. p. 333.

⁶⁴ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. *loc cit.*

⁶⁵ MAESTRI, Hugo Cruz. Estudo Comparado sobre a aplicabilidade das Poison Pills no direito brasileiro e norte americano. *Revista Direito em (Dis)Curso*, Londrina, v. 4, n.1, jan./jul. 2011. p. 66

trazendo novos aportes de capital, técnicas avançadas de gestão, integração a um grupo econômico forte, ou mesmo, possibilidade de concorrer mais eficazmente nos segmentos de mercado em que atue.⁶⁶

Paulo Fernando Campos Salles de Toledo divide esta mesma ideia ao afirmar que “o adjetivo usualmente empregado para essa espécie de aquisição do controle muitas vezes não se justifica, como se vê”.⁶⁷

O termo ‘hostil’ foi empregado para evidenciar uma proposta de aquisição do poder de controle sem prévia negociação.

Diante da possibilidade de ofertas de aquisição hostil, foram criados mecanismos com o intuito de proteger as empresas com capital disperso. Um exemplo disto, são as normas de proteção que algumas companhias abertas inserem em seus estatutos, conhecidas como *Poison Pills*.

Antes de encerrar este capítulo cabe um último comentário. No contexto Brasileiro, apesar de serem mecanismos pensados em sociedades de capital pulverizado, as *Poison Pills* são também utilizadas por empresas com acionistas controladores, por óbvio, com diferentes motivações, o que será melhor examinado no quarto capítulo.

⁶⁶ MAESTRI, Hugo Cruz. Estudo Comparado sobre a aplicabilidade das Poison Pills no direito brasileiro e norte americano. *Revista Direito em (Dis)Curso*, Londrina, v. 4, n.1, jan./jul. 2011. p. 67

⁶⁷ TOLEDO, P. F. C. S. . Poison pill.: modismo ou solução?. In: Rodrigo R. Monteiro de Castro; Leandro Santos de Aragão. (Org.). *Direito Societário Desafios Atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, v. 1. p. 159.

3 AS POISON PILLS: Panorama geral

Conforme apontado no capítulo anterior, em virtude da possibilidade de ocorrerem tomadas hostis de controle, as sociedades procuram adotar medidas que inviabilizem ou tornem no mínimo menos atraente à aquisição.

Portanto, passamos a analisar a origem e as características das *Poison Pills*, para melhor avaliarmos a forma como vêm sendo adotadas pelas sociedades Brasileiras.

3.1 A ORIGEM DO INSTITUTO: O MODELO NORTE-AMERICANO

Existem inúmeras medidas⁶⁸ de proteção contra tentativas de tomada de controle, a *Poison Pill* é apenas uma das espécies.

O termo *Poison Pill* no contexto societário se refere:

a qualquer estratégia, geralmente negocial ou política, para aumentar a probabilidade de que os resultados positivos advenham de um resultado negativo no que toca a terceiros pessoas que intentem qualquer tipo de *takeover* (mudança no controle acionário de uma companhia).⁶⁹

São cláusulas inseridas nos estatutos das companhias com o objetivo de evitar uma aquisição do poder de controle oriunda de uma oferta hostil.

A origem do mecanismo das *Poison Pills* remonta a década de 80, quando a economia estadunidense sofreu uma série de aquisições hostis, a chamada “*corporate raids*”⁷⁰. Mais especificamente, sua concepção é atribuída ao advogado norte americano Martin Lipton⁷¹, que se utilizou de tal instrumento para impedir a aquisição hostil da *El Paso Electric* pela *General American Oil*, em 1982. No Brasil, a

⁶⁸ Exemplos de mecanismos que visam impedir aquisições hostis de controle: white knights (cavaleiro branco); share purchase right plans (plano de direitos de ações); pac man (come-come); shark-repellent (repelente de tubarão); golden parachute (paraquedas dourado); greenmail, entre outras. BLOK, Marcella. *Poison Pills: Panorama atual. Revista de Direito Mercantil industrial, econômico e financeiro*. Malheiros Editores. jan-mar. 2011. p. 129-132

⁶⁹ *Idibem*. p. 118.

⁷⁰ CATEB, A. B. ; ROCHA, C. G. V. S. ; PIMENTA, E. G. ; SIQUEIRA, I. ; VELOSO, S. M. . Breve estudo sobre as *Poison Pills* no Brasil - O caso MRV versus o caso Tenda. *Revista Direito Empresarial Curitiba*, v. 3, 2012. p. 14

⁷¹ FRANZIN, Daniel Afonso. Vantagens e Desvantagens das *Poison Pills*. *Revista Jurídica Consulex* nº 421. 10 de junho de 2014. Disponível em: <<http://www.revistasupersul.com.br/artigo-vantagens-e-desvantagens-das-poison-pills/>>. Acesso em: 17 jul. 2015.

primeira companhia a adotá-la foi a Natura Cosméticos S/A⁷², quando da abertura de seu capital, em 2004.

O objetivo principal desse instituto era dificultar uma aquisição hostil de controle sobre companhias de capital aberto, oferecendo uma maior proteção aos acionistas minoritários.

Muito bem salientados por Marcella Blok as duas finalidades básicas do mecanismo das *Poison Pills* são:

(i) atua como um veículo que torne mais devagar o 'ataque', permitindo que os acionistas administradores tenham mais tempo para analisar a aquisição ou para criarem alguma alternativa; e (ii) atua como instrumento capaz de bloquear as aquisições.⁷³

Na medida que as *Poison Pills* protegem as companhias abertas de aquisições hostis, garantem uma maior estabilidade à administração para desenvolver suas atividades e a manutenção do modelo de gestão.

Modesto Carvalhosa, complementa esta análise, ao afirmar que esse mecanismo jurídico, além de ser implantado para conferir estabilidade à administração da empresa e de 'entrincheirar' o grupo controlador e os administradores por ele indicados nas sociedades anônimas, é visto por alguns como meio de "criar valor para a companhia ao conceder aos administradores um instrumento capaz de conferir poder de negociação direta frente a ofertas hostis"⁷⁴.

Neste sentido, Hugo Cruz Maestri declara que "a intenção da criação e aplicação das *poison pills* no direito norte-americano é o de preservar o direito e os interesses dos acionistas, além de proporcioná-los um maior retorno"⁷⁵ e que apesar de deixar o processo de aquisição mais lento, permite que os administradores analisem melhor a proposta e assim negociem o preço ofertado, de modo a maximizar os ganhos dos acionistas⁷⁶.

⁷² FRANZIN, Daniel Afonso. Vantagens e Desvantagens das Poison Pills. *Revista Jurídica Consulex* nº 421. 10 de junho de 2014. Disponível em: <<http://www.revistasupersul.com.br/artigo-vantagens-e-desvantagens-das-poison-pills/>>. Acesso em: 17 jul. 2015

⁷³ BLOK, Marcella. Poison Pills: Panorama atual. *Revista de Direito Mercantil industrial, econômico e financeiro*. Malheiros Editores. jan-mar. 2011. p. 118-119.

⁷⁴ CARVALHOSA, Modesto. As Poison Pills Estatutárias na prática Brasileira – alguns aspectos de sua legalidade. In: Rodrigo R. Monteiro de Castro; Leandro Santos de Aragão. (Org.). *Direito societário - desafios atuais*. 1ed.São Paulo: Quartier Latin, 2009, v. 1, p. 22.

⁷⁵ MAESTRI, Hugo Cruz. Estudo Comparado sobre a aplicabilidade das Poison Pills no direito brasileiro e norte americano. *Revista Direito em (Dis)Curso*, Londrina, v. 4, n.1, p. 64-73, jan./jul. 2011. p. 70

⁷⁶ MAESTRI, *loc.cit.*

Com o tempo esse mecanismo de defesa passou a ser a medida mais adotada contra aquisição hostil pelas companhias norte-americanas.

Antes de analisarmos como são instituídas as *Poison Pills*, é necessário fazer um exame dos fatores que contribuíram para o surgimento desse instrumento nos Estados Unidos.

3.1.1 Mercado norte-americano

Diferentemente do mercado brasileiro, tratado anteriormente, no mercado norte-americano a maior parte das empresas tem capital pulverizado. Aliás, foi o primeiro mercado a apresentar companhias com alta dispersão⁷⁷.

O movimento da dispersão acionária é descrito por Henry Hansmann e Reinier Kraakman da seguinte forma:

In the United States, this diffusion of shareownership has been underway since the beginning of the twentieth century. It has accelerated substantially in recent years, however. Since the Second World War, an ever-increasing number of American workers have had their savings invested in corporate equities through pension funds.⁷⁸

Em uma análise mais detalhada, o professor John C. Coffee⁷⁹ disserta que o crescimento da dispersão da propriedade nos Estados Unidos ocorreu devido a uma série de fatores. Inicialmente, o autor expõe que no século XIX a demanda de capital para a construção de estradas de ferro, instalação de siderúrgicas, indústrias automotivas e de telecomunicação, fizeram com que as instituições financeiras

⁷⁷ NETO, Carlos Martins. A dispersão Acionária, Tomada Hostil de Controle e Poison Pills: breves reflexões. *Revista Semestral de Direito Empresarial* nº 5. jul./dez. 2009. p. 12

⁷⁸ Tradução livre: Nos Estados Unidos, essa difusão da propriedade das ações esta em curso desde o começo do século XX. No entanto, nos últimos anos acelerou substancialmente. Desde a Segunda Guerra Mundial, um número cada vez maior de trabalhadores americanos tiveram suas poupanças investidas em companhias através de fundos de pensões. HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. The end of history for corporate law. *Georgetown Law Journal*, v. 89, n. 2, June 2001, p. 439-468.

⁷⁹ COFFEE, John C., The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control (December 2000). *Columbia Law and Economics Working Paper* No. 182. Available at SSRN: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=254097>. Acesso em: 3 jul. 2015. p. 27-42

passassem a negociar também valores imobiliários representativos de participações das companhias⁸⁰.

A necessidade do capital estrangeiro e a inexistência de leis que assegurassem uma proteção aos investidores influenciaram, de modo que fossem desenvolvidos sistemas rudimentares de governança corporativa. No período de 1895 a 1903, uma onda de fusões proporcionou a criação de companhias com capital altamente pulverizado. Segundo Coffee, esse movimento foi impulsionado em grande parte pela aprovação da Lei *Sherman Antitrust Act* de 1890⁸¹. O último fator apontado pelo autor foi o crescimento da Bolsa de Nova York⁸², no final do século XIX, que garantiu padrões de divulgação de informações das companhias.

3.1.2 O Conselho de administração das companhias norte-americanas (*boards of directors*).

Nos Estados Unidos as *poison pills* são instituídas pelo Conselho de Administração das sociedades, podendo necessitar ou não da aprovação dos acionistas, conforme determinação de seus estatutos.

Além de poderem criar as *poison pills*, esses conselhos também poderiam extingui-las. Portanto, o conselho de administração no direito norte-americano dispõe de maior liberdade e poder de atuação do que no Brasil⁸³. Segundo aponta Nikolai Rebelo, Matheus Martins e Donald Scotten:

(...) há uma diferença entre a *board* nas companhias norte-americanas e o Conselho de Administração nas empresas brasileiras, qual seja, os poderes amplos concedidos aos *directors* norte-americanos contra os poderes mais limitados pela legislação dos Conselhos de Administração das empresas

⁸⁰ COFFEE, John C., The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control (December 2000). *Columbia Law and Economics Working Paper* No. 182. Available at SSRN: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=254097>. Acesso em: 3 jul. 2015. p. 27.

⁸¹ *Idibem*, p. 36.

⁸² *Idibem*, p. 41.

⁸³ “Nos Estados Unidos, sua criação pode ser aprovada apenas pelo conselho de administração, No Brasil, sua criação esta inserida nos estatutos sociais das companhias e, portanto, necessitam da aprovação dos acionistas.” SHIGUEMATSU, Plínio J. Lopes . Mecanismos de proteção e estratégias de defesa em tomadas hostis de controle. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGAO, Leandro Santos de. (Org.). *Direito Societário Desafios Atuais*. 1. ed. São Paulo: Quartier Latin. 2009. v. p. 406.

brasileiras.⁸⁴

Esta maior discricionariedade, apontada por Plínio J. Lopes Shiguematsu, gerou um maior número de questionamentos.⁸⁵

Neste ponto, segundo Paulo Fernando Campos Salles de Toledo:

não se pode deixar de convir que a atribuição conferida aos administradores nos Estados Unidos pode levá-los, naturalmente, a colocarem seus interesses particulares acima dos da companhia a que devem servir. Corresse, desse modo, a risco de que vejam na oferta não a que seja melhor para a sociedade, mas sim para si mesmos.⁸⁶

Coloca-se em conflito a intenção dos administradores em manter seus postos e o seu dever perante a sociedade. Em outras palavras, ao mesmo tempo que os administradores devem buscar atender aos interesses sociais da companhia, analisando se a oferta seria benéfica, a tomada de controle afeta diretamente aos administradores, uma vez que se a proposta for aceita o quadro de administradores será adequado ao interesse do novo controlador.

Toledo expõe claramente essa colisão de interesses da sociedade e do administrador, ao dizer:

espera-se que eles (administradores) examinem a oferta com proficiência e procurem outros eventuais interessados que ofereçam condições mais atraentes para o negócio. Justifica-se, pois, que os administradores tenham, entre suas atribuições, receber a oferta de aquisição. Por outro lado, não se pode esquecer que uma consequência óbvia da tomada de controle será a adequação do quadro de administradores aos interesses do novo controlador.⁸⁷

Em suma, o instituto que pretendia defender os acionistas minoritários pode se desvirtuar e servir de defesa dos administradores das companhias.

⁸⁴ REBELO, Nikolai Sosa ; MARTINS, Matheus Luniere ; SCOTTEN, Donald . As poison pills como instrumentos de proteção aos minoritários estudo crítico de direito comparado (Brasil e Estados Unidos). *Revista Síntese Direito Empresarial* .v. 33, 2013. p. 213.

⁸⁵ SHIGUEMATSU, Plínio J. Lopes . Mecanismos de proteção e estratégias de defesa em tomadas hostis de controle. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGAO, Leandro Santos de. (Org.). *Direito Societário Desafios Atuais*. 1ed.Sao Paulo: Quartier Latin, 2009 p. 399.

⁸⁶ TOLEDO, P. F. C. S. Poison pill.: modismo ou solução?. In: Rodrigo R. Monteiro de Castro; Leandro Santos de Aragão. (Org.). *Direito Societário Desafios Atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, v. 1, p. 161.

⁸⁷ *Idibem*, p. 162.

3.1.3 Gerações das *Poison Pills*

Os juristas norte-americanos dividem o estudo das *Poison Pills* em diferentes gerações de acordo com a sua evolução no mercado acionário⁸⁸. Conforme, apontado por Shiguematsu, podemos identificar três gerações de *Poison Pills*⁸⁹. Contudo, Maestri⁹⁰, observa uma “incipiente” quarta geração.

A primeira geração é denominada de *preferred stock plan* (plano de ações preferenciais). Esta tem como marco o caso *Moran x Household Internertinal* julgado na *Dalaware Supreme Court* em 1985⁹¹, no qual foi discutido a legalidade de uma disposição estatutária sem aprovação dos acionistas.

Neste julgamento decidiu-se que “os acionistas da companhia alvo poderiam, subscrever com grande desconto, ações ordinárias do potencial adquirente da companhia”⁹², em virtude da redução do percentual de ações desse adquirente a aquisição se tornaria muito cara. Rebelo, Martins e Scotten, exemplificam a situação:

se ocorre uma fusão ou transação comercial similar na qual uma empresa adquire mais de 20% (geralmente esse é o percentual padrão da *poison pill*) das ações em circulação, cada acionista, em razão do direito que a *poison pill* concede, receberá o dobro das suas ações na empresa sobrevivente à transação, mas adquiridas com valor inferior ao valor praticado no mercado. Assim, se o preço da ação é de \$50, diante do “gatilho”, as novas ações emitidas para os acionistas existentes seriam adquiridas por \$25.⁹³

Essa geração de *poison pill* é acionada, por exemplo, no caso de fusão ou aquisição de determinado percentual de ações, para que acionistas da sociedade alvo adquiram ações ordinárias da outra empresa por valor muito abaixo do mercado, o que causa a diluição do capital e diminuição do interesse pela aquisição da companhia. Em outras palavras, esta primeira geração dos planos de ações preferenciais é chamada após um determinado evento para uma distribuição de

⁸⁸ REBELO, Nikolai Sosa ; MARTINS, Matheus Luniere ; SCOTTEN, Donald . As poison pills como instrumentos de proteção aos minoritários estudo crítico de direito comparado (Brasil e Estados Unidos). *Revista Síntese Direito Empresarial* , v. 33. 2013. p. 203-240.

⁸⁹ SHIGUEMATSU, Plínio J. Lopes . Mecanismos de proteção e estratégias de defesa em tomadas hostis de controle. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGAO, Leandro Santos de. (Org.). *Direito Societário Desafios Atuais*. 1. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2009, v. p. 403.

⁹⁰ MAESTRI, Hugo Cruz. Estudo Comparado sobre a aplicabilidade das Poison Pills no direito brasileiro e norte americano. *Revista Direito em (Dis)Curso, Londrina*, v. 4, n.1, p. 64-73, jan./jul. 2011. p. 68-69.

⁹¹ *Idibem*. p.68.

⁹² MAESTRI, *loc. cit.*

⁹³ REBELO; MARTINS; SCOTTEN. *op. cit.*, p. 214.

direito a votos⁹⁴.

Ocorre que o direito de converter o dividendo em ações preferenciais somente poderia ser exercido após dez anos⁹⁵. Ademais, Shiguematsu indica que:

os analistas de mercado passaram a entender esse plano como uma forma de alavancagem da empresa, destacando essas ações preferenciais como uma dívida de longo prazo, o que tornava a companhia mais endividada e, conseqüentemente, com maiores restrições de acesso a crédito e financiamentos.⁹⁶

A segunda geração das *Poison Pills* conhecida como *flip-over*⁹⁷ inovou em relação a primeira ao estabelecer que “aos acionistas alvos somente eram permitidos adquirir ações da companhia adquirente para utilização na sobrevivente”⁹⁸. Ou seja, nesta modalidade as aquisições de ações por acionistas já pertencentes à própria companhia não estavam abrangidas, de modo que o objetivo da defesa era contra aquisições externas.

Assim, se a companhia alvo fosse adquirida, suas ações preferenciais se tornariam conversíveis em ações ordinárias da adquirente, por preço bem abaixo do mercado.

A *flip-in*, considerada pílula de terceira geração, permite que:

determinados acionistas da companhia-alvo, interessados em manter o controle em relação a esta última, empreende esforços e utilizem-se de direitos que lhe são conferidos pelo plano de *poison pill* para: (i) diluir o potencial adquirente interessado na tomada de controle; e/ou (ii) aumentar a quantidade de ações que o ofertante deverá adquirir para tomar o controle.⁹⁹

⁹⁴ BURGER, Julie. *Poison Pills on the Decline: The performance & Wealth Effects of Poison Pill Removals*. (Bachelor of Science). New York University. May 2008. p. 10. Disponível em: <http://www.stern.nyu.edu/sites/default/files/assets/documents/con_043237.pdf>. Acesso em: 23 out. 2015.

⁹⁵ SHIGUEMATSU, Plínio J. Lopes. Mecanismos de proteção e estratégias de defesa em tomadas hostis de controle. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGAO, Leandro Santos de. (Org.). *Direito Societário Desafios Atuais*. 1. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2009, v. p. 404

⁹⁶ SHIGUEMATSU, *loc. cit.*

⁹⁷ MAESTRI, Hugo Cruz. Estudo Comparado sobre a aplicabilidade das Poison Pills no direito brasileiro e norte americano. *Revista Direito em (Dis)Curso, Londrina*, v. 4, n.1, jan./jul. 2011. p. 69.

⁹⁸ REBELO, Nikolai Sosa ; MARTINS, Matheus Luniere ; SCOTTEN, Donald. As poison pills como instrumentos de proteção aos minoritários estudo crítico de direito comparado (Brasil e Estados Unidos). *Revista Síntese Direito Empresarial*, v. 33, 2013. p. 214.

⁹⁹ NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas Defensivas à Tomada de Controle de Companhias*. São Paulo: Quatier Latin, 2011. p. 142.

A quarta geração, apontada por Maestri, decorre do julgamento¹⁰⁰ *Selectica, Inc. v. versata Enterprises Inc*, em 26 de fevereiro de 2010, e recebeu a denominação de NOL (net operating losses). Neste caso, o ambiente não era de aquisição hostil, mas de defesa dos ativos da empresa.

Michael Patrone, salienta que essa geração de *poison pill* pode ser “(...)the only effective, tax-free way for companies to protect their valuable tax assets”¹⁰¹.

Apesar das peculiaridades de cada uma, existem algumas características essenciais, conforme apontado por João Pedro Barroso do Nascimento:

(i) o fato de a tentativa de tomada de controle da companhias-alvo funcionar como ‘gatilho’ para que tal medida defensiva possa ser utilizada; e (ii) a possibilidade de que, embora ocorra a tentativa de tomada de controle, a ‘bomba’ contida no plano de *poison pill* possa ser desarmada, seja pela administração e/ou por deliberação em assembleia geral, conforme a sistemática de alocação do poder-dever de decidir quanto à medida defensiva.¹⁰²

3.1.4 Declínio das *Poison Pills*

Durante a última década um menor número de empresas nos Estados Unidos está adotando *poison pills* sob o argumento que “that poison pills and other takeover defenses can entrench management and unfairly deprive shareholders of a potentially significant and current return on their investment”.¹⁰³

Shearman & Sterling, ao analisar as 100 maiores companhias norte-americanas, constatou que de 2005 até 2013 o número de companhias que

¹⁰⁰ DELAWARE. Court of chancery of the State of Delaware. *Selectica, Inc V. Versata Enterprises Inc*. C.A. No. 4241-VCN. Feb. 26, 2010. Disponível em: <<http://law.justia.com/cases/delaware/court-of-chancery/2010/134490-1.html>>. Acesso em: 17 out. 2015.

¹⁰¹ Tradução livre: (...) única forma livre de impostos para as empresas protegerem seus valiosos ativos fiscais”. PATRONE, Michael R. Is the “tax poison pill” the last stand for protecting nols after health care reform?. *Harvard Business law Review online*. v. 1. 2010. p. 12. Disponível em: <<http://www.hblr.org/wp-content/uploads/2010/11/Patrone-Tax-Poison-Pill.pdf>> Acesso em: 20 jul. 2015.

¹⁰² NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas Defensivas à Tomada de Controle de Companhias*. São Paulo: Quatier Latin, 2011. p. 139.

¹⁰³ Tradução livre: “as pílulas de veneno e outras defesas contra aquisições podem entrincheirar a gestão e injustamente privar os acionistas de um retorno potencialmente significativo e atual sobre seu investimento” TONELLO. Matteo. *Poison Pills in 2011. The conference Board*. abril. 2011. Disponível em: <<http://corp.gov.law.harvard.edu/2011/04/03/poison-pills-in-2011/>> Acesso em: 14 jul. 2015.

adotavam a *poison pill* caiu de 27 para 4¹⁰⁴. O estudo ainda indica que destas quatro empresas apenas uma utiliza a *Poison pill* para fins defensivos, enquanto as outras três implementaram *Poison Pills* especificamente para se proteger de prejuízos operacionais líquidos.

Marcella Blok aponta que a redução do número de empresas que utilizam as *Poison Pills* ocorreu devido ao maior ativismo dos acionistas nos Estados Unidos, em “que muitas companhias passaram a implementação desses mecanismos à votação dos investidores”¹⁰⁵.

3.2 DIREITO COMUNITÁRIO EUROPEU

Entre os membros da União Europeia existe um esforço de unificação legislativa, paralelo aos objetivos de integração entre os diversos países europeus¹⁰⁶.

A Diretiva nº 25 editada pelo Parlamento Europeu em 21 de abril de 2004, objetiva estabelecer uma uniformização das normas referentes as ofertas públicas de aquisição em todos os países integrantes da União Europeia, ainda que algumas normas sejam de adoção facultativa pelos Estados.¹⁰⁷

O artigo 5 desta diretiva estabelece que o indivíduo que pretende adquirir um percentual de ações que lhe dê o controle da companhia deve realizar uma oferta para todos os títulos da empresa, a um preço justo.

No item 2 do Preambulo¹⁰⁸, observamos que a diretiva pretende proteger os interesses dos acionistas minoritários, conferindo aos membros do conselho da administração o papel secundário de orientar a decisão dos acionistas.

¹⁰⁴ SHEARMAN & STERLING LLP. *Corporate Governance 2013*.p. 45 Disponível em: <<http://digital.shearman.com/i/155622-corporate-governance-2013/46>> Acesso em: 14 jul. 2015.

¹⁰⁵BLOK, Marcella. *Poison Pills: Panorama atual. Revista de Direito Mercantil industrial, econômico e financeiro*. Malheiros Editores. jan./mar. 2011. p. 116.

¹⁰⁶TOLEDO, P. F. C. S. . *Poison pill.: modismo ou solução?*. In: Rodrigo R. Monteiro de Castro; Leandro Santos de Aragão. (Org.). *Direito Societário Desafios Atuais*. São Paulo: Quartier Latin, v. 1. 2009, p. 164.

¹⁰⁷*Idibem*, p. 166.

¹⁰⁸Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 april 2004 on takeover bids. Disponível em:<<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32004L0025>>. Acesso em: 27 jul. 2015.

Diferente do modelo americano, em que o conselho de administração (*board*) tem competência para instituir a *Poison Pill*, no caso Europeu é necessária a aprovação prévia dos acionistas para que então o conselho de administração adote medidas que impeçam ou frustrem o andamento de ofertas de aquisições hostis¹⁰⁹.

¹⁰⁹ SPERCEL, Thiago. Aquisições Hostis: Até quando resistir? Pinheiro Neto Advogados. *Migalhas de Peso*. jan. 2007. p. 2.

4 AS POISON PILLS BRASILEIRAS

Com a crescente dispersão acionária¹¹⁰, decorrente do desenvolvimento do mercado acionário brasileiro no século XXI que atraiu grandes investimentos financeiros estrangeiros, as companhias abertas viram a necessidade de adotarem medidas defensivas contra a tomada de controle indesejável.

É neste cenário que as sociedades anônimas passaram a inserir em seus estatutos as *Poison Pills*. Ocorre que, no Brasil, esse mecanismo não está sendo aplicado do mesmo modo que nos Estados Unidos, onde se originou. Inclusive, com o intuito de diferenciar, foram sugeridos novos nomes, como “Brazilian Pills”¹¹¹, “OPA estatutária”¹¹² e “Mecanismos Estatutários de Proteção a Dispersão Acionária - MDPA”¹¹³.

4.1 ASPECTOS GERAIS

4.1.1 Estrutura do controle das companhias brasileiras.

As *Poison Pills*, como analisamos no capítulo 3, tem como essência evitar tomadas hostis de controle, fenômeno comum nas companhias pulverizadas, o que ainda é uma situação pouco corriqueira no direito brasileiro¹¹⁴.

Através da análise dos dados da BM&FBovespa, verificou-se que, das 183 companhias listadas no Novo Mercado, Nível 1 e 2 de Governança Corporativa, 78

¹¹⁰ Em termos relativos.

¹¹¹ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; LOBÃO MELO, Vitor de Britto. 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). p. 574-588. In: *Temas essenciais de direito empresarial*. Estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa. Coordenador. Luiz Fernando Martins Kuyev. Saraiva. 2012.

¹¹² MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 332.

¹¹³ NETO, Carlos Martins. Dispersão Acionária, tomada hostil de controle e poison pills: breves reflexões. *Revista semestral de direito empresarial* n. 5. Rio de Janeiro: Renovar. jul./dez. 2009 p. 3-78.

¹¹⁴ MAESTRI, Hugo Cruz. Estudo Comparado sobre a aplicabilidade das Poison Pills no direito brasileiro e norte americano. *Revista Direito em (Dis)Curso, Londrina*, v. 4, n.1, p. 64-73, jan./jul. 2011. p. 65

possuem *poison pills* em seus estatutos sociais (APÊNDICES). No que tange a estrutura de controle dessas sociedades anônimas, 19 (dezenove) possuem acionista controlador, ou seja, companhias em que um único acionista detém mais de 50% do capital votante da empresa, observa-se que não foi apurado os acordos de acionistas. O que não justificaria a adoção dessas cláusulas, em sua ideia original, ou seja, para evitar uma eventual tomada hostil de controle.

Acredita-se que companhias brasileiras com acionista controlador definido adotam esse mecanismo com o objetivo de evitar a concentração de liquidez por um único acionista¹¹⁵. Neste sentido, Marco Antonio Pereira Monteiro afirma:

A adoção dos dispositivos por essas companhias pode, de fato, ter por objeto a manutenção de um percentual mínimo de ações em circulação, como forma de manter a liquidez das ações da firma, ou ser justificada por uma intenção futura do acionista controlador em alienar um percentual da sua participação e, ainda assim, manter o controle da companhia com uma fração menor do capital da empresa.¹¹⁶

Diante dessa particularidade, Érica Gorga expõe que “a adoção indiscriminada dessas pílulas no Brasil foi um excesso de zelo”¹¹⁷, haja vista que as companhias brasileiras ainda têm, em geral, uma estrutura de comando bem definida.

4.1.2 Instituição pelos acionistas

Conforme determina o art. 122 da Lei 6.404/76, somente a assembleia geral por meio de votação pode modificar ou alterar o estatuto social, mais especificamente as cláusulas que estabelecem as *Poison Pills*.

Diante desta característica, Carvalhosa¹¹⁸ entende que essas cláusulas tem

¹¹⁵ BLOK, Marcella. *Poison Pills: Panorama atual. Revista de Direito Mercantil industrial, econômico e financeiro*. Malheiros Editores. jan/mar. 2011. p. 119.

¹¹⁶ MONTEIRO, Marco Antonio Papera. *Um estudo sobre a utilização de “poison pills” no Brasil*. 2008. Dissertação (Mestrado em Economia Empresarial) – Universidade Cândido Mendes, Rio de Janeiro, jun. 2008. p. 55.

¹¹⁷ Érica Gorga, professora de direito societário da Fundação Getúlio Vargas. Um veneno para os negócios? *Revista Exame*, escrito por Guilherme Fogaça. p. 115.

¹¹⁸ CARVALHOSA, Modesto. *As Poison Pills Estatutárias na prática Brasileira – alguns aspectos de sua legalidade*. In: Rodrigo R. Monteiro de Castro; Leandro Santos de Aragão. (Org.). *Direito societário - desafios atuais*. 1. ed. São Paulo: Quartier Latin. v.1. 2009. p. 26.

natureza de “pactos parassociais”, como as presentes nos artigos 36, 109 e 118 da Lei das S/A. Tais disposições não são normas organizativas da sociedade e, por isso, poderão ser retiradas dos estatutos através de votação em assembleia geral.

Assim, enquanto nos Estados Unidos, por serem instituídas pelo conselho de administração (*board*), as companhias podem adotar essas cláusulas em questão de horas, no Brasil, por serem instituídas pelos acionistas, dependem da realização de uma assembleia geral, portanto, seria muito difícil promover a retirada da *Poison Pill*, “às vésperas de uma operação societária”¹¹⁹.

4.1.3 Realização de oferta pública.

Diversamente da sua criação original, as *Poison Pill* nas companhias Brasileiras são cláusulas que preveem “o dever de realização de oferta pública para todas as ações da sociedade por aquele que pretende adquirir determinada parcela do capital da companhia aberta ou atingir determinado percentual da companhia”¹²⁰.

Neste sentido Maestri explica:

diferentemente do que ocorre nos Estados Unidos e em países da Comunidade Europeia, onde se verifica a aplicação deste mecanismo com a intenção de se conferir estabilidade à administração da companhia para que possa desenvolver suas atividades, o que se tem verificado no Brasil é que a utilização das poison pills tem se revelado uma forma de obrigar o possível adquirente à aquisição das demais ações votantes, uma vez atingido determinado percentual, afora também intencionar a perpetuação de determinado grupo no controle da companhia.¹²¹

Rebello, Martins e Scotten, afirmam que aqui o que denominamos de *Poison Pills*, seriam mais similares ao direito previsto em cláusulas de *tag along*¹²² (ou saída conjunta), como o artigo 254-A¹²³ da Lei das S/A, porque o dispositivo confere o:

¹¹⁹ REBELO, Nikolai Sosa ; MARTINS, Matheus Luniere ; SCOTTEN, Donald . As poison pills como instrumentos de proteção aos minoritários estudo crítico de direito comparado (Brasil e Estados Unidos). *Revista Síntese Direito Empresarial* , v. 33, p. 223.

¹²⁰ *Idibem*. p. 208.

¹²¹ MAESTRI, Hugo Cruz. Estudo Comparado sobre a aplicabilidade das Poison Pills no direito brasileiro e norte americano. *Revista Direito em (Dis)Curso, Londrina*, v. 4, n.1, jan./jul. 2011. p. 65

¹²² REBELO; MARTINS; SCOTTEN, *op cit.*, p. 210.

¹²³ Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da

direito de acompanhar a venda das ações a todos os acionistas da companhia pela imposição de obrigação àquele que realizar oferta por determinada quantidade de ações a ser definida no próprio estatuto ou ao acionista que atingir esta mesma quantidade de realizar oferta pública (OPA) a todos os acionistas pelas suas ações¹²⁴.

Apesar da semelhança, a *Poison Pill* Brasileira não consiste na obrigação de se realizar ofertas públicas conforme determinado no artigo 254-A da Lei das S/A, uma vez que, sua eficácia decorre das normas inseridas no estatuto da companhia.¹²⁵

Toledo declara que no Brasil essas medidas de defesa consistem basicamente na obrigatoriedade de aquisição das demais ações votantes, quando atingido determinado percentual¹²⁶. Ainda assevera, que:

os beneficiários das medidas são, na realidade, não os acionistas – como, idealmente, deveria ser – nem os administradores das companhias, mas sim os próprios controladores, quer se trate de controle difuso, compartilhado ou minoritário. Os acionistas, que deveriam estar no foco das preocupações com a tomada hostil de controle, serão apenas indiretamente beneficiados.¹²⁷

A aplicação das *Poison pills* no direito norte americano teoricamente tenta atender os interesses dos acionistas, preservando os seus direitos e proporcionando-lhe um maior retorno. Enquanto no direito nacional o mecanismo tem sido utilizado para garantir a continuidade do controlador na empresa, o que impede em muitos casos a mudança dos administradores¹²⁸.

companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle.

¹²⁴ REBELO, Nikolai Sosa ; MARTINS, Matheus Luniere ; SCOTTEN, Donald . As poison pills como instrumentos de proteção aos minoritários estudo crítico de direito comparado (Brasil e Estados Unidos). *Revista Síntese Direito Empresarial* , v. 33, 2013. p. 211.

¹²⁵ D'AGOSTINI, Daniel Corrêa. *A Oferta Pública de Ações como Mecanismo de Proteção à Dispersão Acionária: A Realidade Brasileira da Poison Pill*. 2007. 59f. Monografia (Graduação). Faculdade de Direito da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. São Paulo, 2007. p. 37.

¹²⁶ TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. Poison pill: modismo ou solução? In: Rodrigo R. Monteiro de Castro; Leandro Santos de Aragão. (Org.). *Direito Societário Desafios Atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, v. 1, p. 176.

¹²⁷ TOLEDO, *loc. cit.*

¹²⁸ MAESTRI, Hugo Cruz. Estudo Comparado sobre a aplicabilidade das Poison Pills no direito brasileiro e norte americano. *Revista Direito em (Dis)Curso*, Londrina, v. 4, n.1, p. 64-73, jan./jul. 2011.p.72

4.2 MODALIDADES (TIPO A E TIPO B).

Diante das particularidades do instituto no cenário nacional, as modalidades das *Poison Pills* brasileiras não se identificam com as norte-americanas. Conforme observado por Érica Gorga¹²⁹, existem duas espécies: *Poison Pills* Tipo A e Tipo B.

A *Poison Pill* do Tipo A tem a seguinte estrutura:

o acionista (ou terceiro) que adquira quantidade equivalente ou superior a X% do capital votante deve, no prazo de Y dias contados da data de aquisição dos papéis, realizar OPA para a totalidade das ações.¹³⁰

Geralmente, o percentual varia entre 10% a 35% das ações¹³¹. Como exemplo prático de *Poison Pill* do tipo A, podemos citar a disposição contida no artigo 38 do estatuto social da companhia nacional Hering.

ARTIGO 38 – Qualquer Acionista Adquirente, que adquira ou se torne titular de ações de emissão da Sociedade, em quantidade igual ou superior a 20% (vinte por cento) do total de ações de emissão da Sociedade, deverá, no prazo máximo de 60 (sessenta) dias a contar da data de aquisição ou do evento que resultou na titularidade de ações em quantidade igual ou superior a 20% (vinte por cento) do total de ações de emissão da Sociedade, realizar uma oferta pública de aquisição de ações (“OPA”) para a aquisição da totalidade das ações de emissão da Companhia, observando-se o disposto na regulamentação aplicável da CVM, inclusive quanto à necessidade ou não de registro de tal oferta pública, os regulamentos da BM&FBOVESPA e os termos deste Capítulo IX.¹³²

Em síntese, uma vez que o acionista adquirente atinja determinado limite, deverá fazer uma oferta pública para adquirir todas as ações em circulação. Segundo Carvalhosa, esse tipo é o mais utilizado pelas companhias abertas brasileiras¹³³.

Ainda, somado a essa modalidade observamos o estabelecimento por

¹²⁹ GORGA, Erica. Changing the paradigm of stock ownership: from concentrated towards dispersed? evidence from Brazil and consequences for emerging countries.. In: *American Law & Economics Annual 18th Association Meeting*. Working Paper 76. mai. 2008. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1121037>, Acesso em: set. 2014.

¹³⁰ BLOK, Marcella. Poison Pills: Panorama atual. *Revista de Direito Mercantil industrial, econômico e financeiro*. Malheiros Editores. jan./mar. 2011. p. 124.

¹³¹ GORGA, *op. cit.*, p. 48.

¹³² CIA HERING. Estatuto Social, data da última atualização: 08/05/2015. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/consbov/ArquivoComCabecalho.asp?motivo=&protocolo=471537&funcao=visualizar&site=B>>. Acesso em: 10 jul. 2015.

¹³³ CARVALHOSA, Modesto. As poison pills Estatutárias na Prática Brasileira: alguns aspectos de sua legalidade. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos de. *Direito Societário: Desafios Atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 25.

algumas das companhias de um “prêmio” sobre o valor da ação objeto da OPA (oferta pública de aquisição de ações), ou seja, de um valor pago a mais sobre o preço calculado do valor da ação. Este prêmio varia entre 20% a 50% (APÊNDICE).

Já a do Tipo B: “prevê que após a aquisição de X%, qualquer nova aquisição deve ser notificada à companhias e à Bovespa para que outras companhias possam oferecer valor superior e comprar aquele novo bloco de ações (leilão)”¹³⁴. Este limiar de aquisição geralmente varia de 5% a 30% do número ações¹³⁵.

A MRV Engenharia e Participações S/A é exemplo de companhia nacional em cujo estatuto social se faz presente uma *poison pill* Tipo B, estando a medida defensiva presente no artigo 48 do estatuto social.

Artigo 48 Qualquer Acionista Adquirente que atingir, direta ou indiretamente, participação em Ações em Circulação igual ou superior a 10% (dez por cento) do capital social da Companhia, e que deseje realizar uma nova aquisição de Ações em Circulação, estará obrigado a (i) realizar cada nova aquisição na BM&FBOVESPA, vedada a realização de negociações privadas ou em mercado de balcão; (ii) previamente a cada nova aquisição, comunicar por escrito ao Diretor de Relações com Investidores da Companhia a quantidade de Ações em Circulação que pretende adquirir, com antecedência mínima de 03 (três) dias úteis da data prevista para a realização da nova aquisição de ações.¹³⁶

Portanto, ambos os tipos de *Poison Pills* têm como finalidade controlar uma possível transferência do poder de controle, possibilitando a participação de terceiros e de acionistas na aquisição de ações por um determinado preço.

No levantamento de dados realizado por Érica Gorga¹³⁷, em 2007, 31 companhias adotavam cláusula defensiva do Tipo A, 4 companhias as do Tipo B, e 12 adotavam as modalidades conjuntamente.

Nos dados coletados até julho de 2015, observamos que 54 companhias adotam o tipo A, 5 a do tipo B e 19 adotam as duas modalidades (APÊNDICES).

Uma das razões para o Brasil ter poucos tipos de *Poison Pills*, são as

¹³⁴ BLOK, Marcella. Poison Pills: Panorama atual. *Revista de Direito Mercantil industrial, econômico e financeiro*. Malheiros Editores. jan./mar. 2011. p. 124.

¹³⁵ GORGA, Erica. Changing the paradigm of stock ownership: from concentrated towards dispersed? evidence from Brazil and consequences for emerging countries.. In: *American Law & Economics Annual 18th Association Meeting*. Working Paper 76. mai. 2008. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1121037>, Acesso em: set. 2014 p. 48

¹³⁶ MRV Engenharia e Participações S/A – Estatuto Social. Data da última atualização 30/04/2015. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/consbov/ArquivoComCabecalho.asp?motivo=&protocolo=468023&funcao=visualizar&site=B>, Acesso em: 11 jul. 2015.

¹³⁷ GORGA, Erica. *op. cit.*, p. 103-104.

proteções previstas na lei. Um exemplo são os acordos de acionistas¹³⁸, que garantem que um grupo permaneça no controle da companhia.

Gorga, diz que os acordos são um substituto das *poison pills* e sua incidência é cada vez maior entre as companhias listadas nos níveis diferenciados de governança da BM&FBovespa¹³⁹, tornando o controle muito mais concentrado.

Outra razão decorre do fato de ainda observamos uma concentração acionária muito alta, o que faz com que tenhamos uma menor incidência de aquisições hostis e assim não haja necessidade, nem interesse em adotar medidas defensivas alternativas.

Também se faz necessário examinar que algumas companhias adotam cláusulas acessórias que impõe a suspensão do direito ao voto daquele acionista que deixar de realizar a oferta pública em conformidade com o estabelecido no Estatuto.

Exemplo disso, é o parágrafo 9º do art. 34 do estatuto da Positivo Informática S/A:

Parágrafo Nono. Na hipótese de o acionista a que faz menção este artigo não cumprir as obrigações impostas por este Artigo, inclusive no que concerne ao atendimento dos prazos (i) para a realização ou solicitação do registro da OPA, conforme o caso, ou (ii) para atendimento das eventuais solicitações ou exigências da CVM, o Conselho de Administração da Companhia convocará Assembleia Geral Extraordinária, na qual o referido acionista não poderá votar, para deliberar sobre a suspensão do exercício dos direitos do acionista, conforme disposto no artigo 120 da Lei no 6.404/76, sem prejuízo da responsabilização do acionista por perdas e danos causados aos demais acionistas em decorrência do descumprimento das obrigações impostas por este Artigo.¹⁴⁰

Outras companhias adotam uma cláusula que impede a alteração das disposições de proteção à alienação de controle, o que ensejou uma série críticas, conforme iremos expor a seguir.

¹³⁸ YOKOI, Yuki. Golpe batido - Por que as companhias continuam presas a um único modelo de defesa contra aquisições hostis?. *Capital Aberto*. fev. 2011. p.16

¹³⁹ GORGA, Erica. Changing the paradigm of stock ownership: from concentrated towards dispersed? evidence from Brazil and consequences for emerging countries.. In: *American Law & Economics Annual 18th Association Meeting*. Working Paper 76. mai. 2008. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1121037>, Acesso em: set. 2014. p.39.

¹⁴⁰ POSITIVO INFORMÁTICA S/A. *Estatuto Social*. Última atualização: 30/04/2015. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/consbov/ArquivoComCabecalho.asp?motivo=&protocolo=467692&funcao=visualizar&site=B>>. Acesso em: 10 jul. 2015.

4.3 A LEGALIDADE DAS CLÁUSULAS PÉTREAS

Algumas companhias adotam, complementarmente aos tipos de *Poison Pills* acima descritas, um “aditivo” que busca evitar reformas do estatuto exigindo do acionista que vote pela exclusão do dispositivo a obrigação de ele mesmo fazer uma oferta de aquisição. Este complemento, por obstar qualquer tentativa de eliminação das cláusulas, passou a ser chamado pelo mercado de “cláusula pétrea”.

Segundo Yuki Yokoi, essa regra “se tornou um tiro no pé dos acionistas controladores que, diante de uma boa oportunidade de venda de participação para um sócio estratégico, não puderam levar seus planos adiante em razão da blindagem da pílula”.¹⁴¹

Neste mesmo sentido, o memorando elaborado por Marcos Barbosa Pinto e Otávio Yazbek¹⁴² expõe que as cláusulas pétreas restringem a possibilidade de negociação, pois reduzem o poder de barganha da administração, e aumentam significativamente os custos normalmente associados às *Poison Pills*, sendo ineficientes do ponto de vista econômico.

Para Carvalhosa essas disposições são ilegais e imorais, pois “constrange o exercício do direito de voto do acionista, o qual deverá ser manifestado sempre, de forma livre e em consonância com o interesse social”¹⁴³. Além disso, o autor registra que estes dispositivos “engessam” a administração da companhia, determinando a manutenção do controle por um mesmo grupo de administradores¹⁴⁴.

O ex-presidente da CVM, Luiz Leonardo Cantidiano, concorda que em alguns casos o controlador pode estar se utilizado desse mecanismo para se perpetuar no poder. Porém, considera que essas disposições não representam uma restrição à circulação das ações, pois “os investidores estão livres para vender suas ações a qualquer um, exceto para o acionista que estiver à beira de acionar a *poison*

¹⁴¹YOKOI, Yuki. Golpe batido - Por que as companhias continuam presas a um único modelo de defesa contra aquisições hostis?. *Capital Aberto*. Fevereiro 2011. p.16

¹⁴²PINTO, Marcos Barbosa; YAZBEK, Otavio. *Poison Pills*. Memorando endereçado ao Colegiado da CVM em 14.04.2009, nota de fim de texto no 2. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/port/infos/6491-0.asp>>. Acesso em 25 ou. 2014.

¹⁴³CARVALHOSA, Modesto. As *Poison Pills* Estatutárias na prática Brasileira – alguns aspectos de sua legalidade. In: Rodrigo R. Monteiro de Castro; Leandro Santos de Aragão. (Org.). *Direito societário - desafios atuais*. 1ed.São Paulo: Quartier Latin, 2009, v. 1, p. 26.

¹⁴⁴ *Idibem*, p. 21.

*pill*¹⁴⁵.

Blok, apesar de se manifestar contrária a adoção dessas disposições, uma vez que aumentam de modo expressivo os custos relativos às *poison pills* e impedem a realização de negociações e do exercício de direitos, expõe que, do ponto de vista econômico:

se apresenta como uma construção jurídica eficiente que incide diretamente sobre a avaliação da companhia, no preço de suas ações, na sua capacidade de movimentar recursos financeiros e moldar a ordem econômica-social aumentando o lucro ou proferindo golpes que gerem imediatos prejuízos aos acionistas e à coletividade no social.¹⁴⁶

Diante dos questionamentos sobre a legalidade do uso dessa medida a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) editou o Parecer de Orientação nº 36/2009, se manifestando no sentido de que:

a aplicação dessas disposições acessórias não se compatibilizam com diversos princípios e normas da legislação societária em vigor, em especial os previstos nos arts. 115, 121, 122, I e 129 da Lei nº 6.404/76.¹⁴⁷

Essa disposição acessória, viola o art. 115 da Lei das Sociedades Anônimas, pois vai de encontro com o dever do acionista exercer seu direito de voto no interesse da companhia, quando impõe um ônus econômico ao acionista que votar a favor da exclusão da *Poison Pill*.

Em relação ao artigo 121, a cláusula limita a soberania da assembleia em deliberar sobre os negócios relativos ao objeto social.

Quanto ao inciso I do art. 122, não existe compatibilidade, pois esta cláusula acessória busca garantir a imutabilidade da *poison pill*, de modo que os acionistas não poderiam alterar o estatuto de acordo com o interesse social.

Por fim, quanto a disposição do §1º do art. 129, que veda à companhia aberta aumentar o quórum previsto em lei para deliberações da assembleia geral dos acionistas, a disposição contraria este artigo, pois de modo indireto eleva o

¹⁴⁵ GREGÓRIO, Danilo. Novas posologias. *Revista Capital Aberto*, São Paulo, n. 54, a. 5. fev. 2008. p. 21 e ss.

¹⁴⁶ BLOK, Marcella. Poison Pills: Panorama atual. *Revista de Direito Mercantil industrial, econômico e financeiro*. Malheiros Editores. jan/mar. 2011. p. 136.

¹⁴⁷ COMISSÃO DE VALORES MONETÁRIOS (CVM). *Parecer de Orientação nº 36*. 23 jun. 2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/pare/anexos/pare036.pdf>>. Acesso em: 25 out. 2014

quórum ao exigir unanimidade para que a *poison pill* possa ser eliminada¹⁴⁸.

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa também se colocou contrário à essas disposições, afirmando que:

(as *poison pills*) podem fazer sentido nas companhias de capital diluído, desde que não retirem dos sócios a decisão final sobre a necessidade de realização da OPA. Podem ser aceitáveis, desde que se prestem à finalidade clara de otimização e preservação de valor para todos os sócios. Ainda assim, devem ser utilizados com parcimônia e critério e precisam ser revistos periodicamente. Ao constituí-los, é importante que se reflita sobre as consequências da norma. Além disto, esses dispositivos devem contar com previsão estatutária de quórum que assegure a representatividade dos sócios e que não inviabilize a mudança.¹⁴⁹

Em 2007, observamos pela pesquisa realizada por Érica Gorga¹⁵⁰ que dentre as empresas listadas nos novos níveis de mercado 22 empresas apresentavam essa cláusula acessória. Já em 2015, nossa análise constatou que 18 empresas adotam essa disposição. Dentre elas, a EZ TEC Empreend. e Participações S/A institui essa cláusula no parágrafo 10º do artigo 32.

Parágrafo 10 - Qualquer alteração deste Estatuto que limite o direito dos acionistas à efetivação da OPA prevista neste Artigo ou a exclusão deste Artigo obrigará os acionistas que tiverem votado a favor de tal alteração ou exclusão na deliberação em Assembleia Geral a efetivar, de forma conjunta e solidária, a OPA prevista neste Artigo.¹⁵¹

Apesar desta singela diminuição, esse dado revela o direcionamento das companhias para a adoção de *poison pills* com mais cautela, de maneira a não tornar o dispositivo uma barreira à entrada de investidores estratégicos, seguindo a linha defendida pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa.

¹⁴⁸ STUBER, Walter Douglas. A posição da CVM em relação às *poison pills* das companhias abertas. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. vol. 47. Jan / 2010. p. 411

¹⁴⁹ IBGC. *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 4ª Edição. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo. 2009 p. 26

¹⁵⁰ GORGA, Erica. Changing the paradigm of stock ownership: from concentrated towards dispersed? evidence from Brazil and consequences for emerging countries.. In: *American Law & Economics Annual 18th Association Meeting*. Working Paper 76. mai. 2008. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1121037>, Acesso em: set. 2014. p. 103-104.

¹⁵¹ EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPAÇÕES S/A – Estatuto Social, data da última atualização 30/04/2015. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/consbov/ArquivoComCabecalho.asp?motivo=&protocolo=468450&funcao=visualizar&site=B>>. Acesso em: 15 jul. 2015.

4.4 ASPECTOS – Positivos e Negativos.

A adoção de *Poison Pills* pelas companhias podem apresentar diversas vantagens e desvantagens. No mercado Brasileiro, como o mecanismo é muito recente e não existe uma regulamentação específica nem decisões sobre o tema, visto que essas companhias adotam cláusula arbitral, os efeitos decorrentes da adoção dessas cláusulas ainda não foram bem delineados. Entretanto, mesmo de maneira incipiente é possível destacar alguns aspectos.

4.4.1 Proteção contra ofertas hostis.

No contexto brasileiro, o objetivo principal das *poison pills*, que é a proteção contra alienação indesejada do controle das companhias pulverizadas, é atingido, mesmo que o instituto seja aplicado de forma diferenciada do que sua origem norte-americana. Isto porque, tanto através do Tipo A, quando do Tipo B, a companhia consegue dificultar ou tornar mais onerosa a aquisição de um percentual significativo de ações.

Nesta linha expõe Nelson Eizirik:

a cláusula de *poison pill* adotada em companhias brasileiras visa basicamente a impedir que, **sem a realização de uma oferta pública destinada a todos os acionistas**, algum investidor adquira percentual significativo das ações em circulação no mercado, o que reduziria a sua liquidez, prejudicando os acionistas remanescentes.¹⁵²(grifos no original)

Tal fato pôde ser observado quando a Perdigão foi alvo de uma oferta pública de aquisição de controle pela Sadia em julho de 2006, que não foi efetivada¹⁵³. O artigo 37 do estatuto da Perdigão estabelecia que “qualquer acionista

¹⁵² PARECERES legais: no âmbito da oferta pública de aquisição de ações da Diagnósticos da América S/A por Cromossomo Participações II S.A p. 16 Disponível em: <http://www.mzweb.com.br/opadasa/arquivos/OPA_DASA_PareceresLegais_PT.pdf>. Acesso em: 17 jul. 2015.

¹⁵³ Em 2009 foi iniciada a fusão das companhias Sadia e Perdigão gerando a BRF-Brasil Foods S/A. AMATO, Fábio. BRF e Cade selam acordo e fusão entre Sadia e Perdigão é aprovada. Disponível

adquirente, que adquira ou se torne titular de ações de emissão da companhia em quantidade igual ou superior a 20% do total de ações”¹⁵⁴ deveria realizar uma oferta pública para a aquisição, o que foi utilizado como parâmetro pela Sadia para a definição do preço oferecido. Os administradores da Perdigão, visando desqualificar a proposta, afirmaram que este artigo não deveria ser aplicado porque a empresa concorrente ainda não era acionista, e 55,38%¹⁵⁵ dos acionistas recusaram a oferta.

Conforme apontado, por Blok, a Perdigão ao fazer sua interpretação sobre o artigo 37, tentou de última hora “turbinar uma *poison pill*”¹⁵⁶, para se defender da tomada de controle.

Desse modo, o instituído gerou um entrave para a efetivação da aquisição hostil e garantiu que os acionistas defendessem os seus interesses. Neste sentido, Pedro Damasceno, sócio da Dynamo Administração de Recursos, afirma que esse instrumento é ideal quando aplicado no momento certo, pois garante a segurança da empresa¹⁵⁷.

4.4.2 Tratamento igualitário entre os acionistas.

Outro fator positivo é o de que, as *poison pills* tratam todos os acionistas de uma companhia de forma igual, independentemente de fazerem parte do grupo de controle, ou não. Uma vez que, ao exigir que a aquisição de ações ocorra por meio

em: <<http://g1.globo.com/economia/negocios/noticia/2011/07/brf-e-cade-selam-acordo-e-fusao-sadia-e-perdigao-e-aprovada.html>>. Acesso em: 18 jul. 2015

¹⁵⁴ “Artigo 37 Qualquer Acionista Adquirente, que adquira ou se torne titular de ações de emissão da companhia, em quantidade igual ou superior a 20% do total de ações de emissão da companhia deverá, no prazo máximo de 30 (trinta) dias a contar da data de aquisição ou do evento que resultou na titularidade de ações em quantidade igual ou superior a 20% do total de ações de emissão da companhia, realizar ou solicitar o registro de, conforme o caso, uma OPA da totalidade das ações de emissão da companhia (...)”. Nesse caso, o acionista teria de pagar um prêmio de 35% pelos papéis dos acionistas remanescentes. ROCHA, Alda do Amaral. *Perdigão Recusa proposta de compra feita pela sadia*. 19.07.2006. Disponível em:

<<http://www4.seagri.ba.gov.br/noticias.asp?qact=view¬id=7204>>. Acesso em 18 jul. 2015.

¹⁵⁵ CAMACHO, Karen. Perdigão recusa oferta de compra da empresa feita pela Sadia. Folha de São Paulo. 18 jul. 2006. Disponível em: <www.1folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u109481.shtml>. Acesso em: 18 nov. 2015.

¹⁵⁶ BLOK, Marcella. Poison Pills: Panorama atual. *Revista de Direito Mercantil industrial, econômico e financeiro*. Malheiros Editores. jan./mar. 2011. p. 134

¹⁵⁷ TAVARES, Eduardo. Aquisições e “pílulas de veneno” causam divergência no Novo Mercado. *Revista Exame*. 11/09/2009. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/seu-dinheiro/noticias/aquisicoes-pilulas-veneno-causam-divergencia-novo-mercado-497771>>. Acesso em: 17 jul. 2015.

de uma oferta pública única dirigida a todos os acionistas, evita “que a compra de ações se dê por preços diversos; além disso, repartem eventual prêmio de controle entre os acionistas”¹⁵⁸.

Nelson Eizirik se manifestou no mesmo sentido no parecer solicitado por Cromossomo Participações II S.A:

tal procedimento destina-se a conferir a todos os acionistas de determinada companhia aberta a possibilidade de alienar as ações de sua propriedade, em **igualdade** de condições, em situações que envolvam alterações significativas na composição acionária da companhia¹⁵⁹. (grifos no original)

Desta forma, os interesses financeiros de todos os acionistas na valoração das ações são protegidos, impedindo que ocorra qualquer discriminação no contexto de uma aquisição hostil do controle¹⁶⁰.

4.4.3 Poder de negociação dos acionistas.

Companhias geridas de maneira ineficiente ou oportunista, por serem menos atraentes, tem seu valor de mercado diminuído, o que possibilitaria a ocorrência de aquisições por valores abaixo do razoável¹⁶¹.

Assim, outra vantagem desse instituto é a sua capacidade de aumentar o poder de barganha dos acionistas quando da negociação de uma potencial alienação do controle.¹⁶² Uma vez que, estabelecem parâmetros mínimos para fixação do preço da oferta e, somente através da aprovação em assembleia pelos acionistas poderá haver uma negociação por preço inferior ao estabelecido pela

¹⁵⁸ PINTO, Marcos Barbosa; YAZBEK, Otavio. *Poison Pills*. Memorando endereçado ao Colegiado da CVM em 14.04.2009, nota de fim de texto no 2. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/port/infos/6491-0.asp>>. Acesso em 25 out. 2014.

¹⁵⁹ PARECERES legais: no âmbito da oferta pública de aquisição de ações da Diagnósticos da América S/A por Cromossomo Participações II S.A p. 9. Disponível em: <http://www.mzweb.com.br/opadasa/arquivos/OPA_DASA_PareceresLegais_PT.pdf>. Acesso em: 17.jul. 2015.

¹⁶⁰ FRANZIN, Daniel Afonso. Vantagens e Desvantagens das Poison Pills. *Revista Jurídica Consulex* nº 421. 10 jun. 2014. Disponível em: <<http://www.revistasupersul.com.br/artigo-vantagens-e-desvantagens-das-poison-pills/>>. Acesso em: 17 jul. 2015.

¹⁶¹ REBELO, Nikolai Sosa ; MARTINS, Matheus Luniere ; SCOTTEN, Donald . As poison pills como instrumentos de proteção aos minoritários estudo crítico de direito comparado (Brasil e Estados Unidos). *Revista Síntese Direito Empresarial* , v. 33. 2013 p. 237

¹⁶² FRANZIN, *op. cit.*

poison pill.

4.4.4 Estabilidade e Manutenção do poder de controle

Ao mesmo tempo que a *poison pill* pode conferir estabilidade à administração da companhia poder atuar e estabelecer políticas empresariais de longo prazo¹⁶³, o que é importante quando o controle é disperso, pode proteger uma administração mal exercida quando os administradores utilizarem do instrumento visando evitar a alienação do controle de uma companhia, de modo a se perpetuar no poder.

Nas palavras de Marcelo Trindade:

tais mecanismos podem gerar a perpetuação de uma administração ineficiente no comando da companhia, dificultando que o conjunto dos acionistas exerça sua legítima opção de alienar a empresa.¹⁶⁴

Este fenômeno é denominado por Daniel Afonso Franzin de “encastelamento dos administradores”¹⁶⁵. E além de proporcionar a manutenção dos administradores no poder gera uma avaliação negativa por parte do mercado mobiliário implicando uma redução no valor das ações.

4.4.5 Barreira aos investidores

As *Poison Pills* também podem se tornar uma barreira para investidores bem-vindos, como ocorreu com a GVT em setembro de 2009, quando o grupo

¹⁶³BLOK, Marcella. Poison Pills: Panorama atual. *Revista de Direito Mercantil industrial, econômico e financeiro*. Malheiros Editores. jan./mar. 2011. p. 122.

¹⁶⁴PARECERES legais: no âmbito da oferta pública de aquisição de ações da Diagnósticos da América S/A por Cromossomo Participações II S.A p. 105 Disponível em: <http://www.mzweb.com.br/opadasa/arquivos/OPA_DASA_PareceresLegais_PT.pdf>. Acesso em: 17 jul. 2015.

¹⁶⁵FRANZIN, Daniel Afonso. Vantagens e Desvantagens das Poison Pills. *Revista Jurídica Consulex* nº 421. 10 jun. 2014. Disponível em: <<http://www.revistasupersul.com.br/artigo-vantagens-e-desvantagens-das-poison-pills/>>. Acesso em: 17 jul. 2015.

Francês Vivendi fez uma proposta para comprar 16% das ações da companhia¹⁶⁶. Na época a operadora de telefonia previa em seu estatuto que qualquer investidor que adquirisse quantidade igual ou superior a 15% de suas ações teria que pagar o “prêmio” de 25% sobre o valor da ação, o que elevaria em muito o valor da proposta. Assim, mesmo que a aquisição fosse interessante para a companhia a *poison pill* representava uma barreira para a sua efetivação.

A solução para esses casos seria a convocação de uma assembleia geral para rever a cláusula, quando não houvesse cláusula pétrea.

Como ocorreu no caso da GVT, os acionistas aprovaram a retirada da cláusula do estatuto e assim a negociação pode ser realizada.

Sendo assim, diante destes apontamentos é complicado afirmar que a adoção da *poison pill* representa mais vantagens ou mais desvantagens para as companhias.

Daniel Afonso Franzin entende que as vantagens superam as desvantagens, pois essas cláusulas “criam valor para os acionistas e fomentam uma correta precificação do poder de controle”¹⁶⁷. Entretanto, assevera que sua adoção deve estar condicionada a uma atenta análise dos efeitos, principalmente com relação a governança corporativa das companhias.

Para Carvalhosa as *poison pills*, podem garantir a manutenção do capital pulverizado e a estabilidade do grupo controlador minoritário e de sua administração, como também dificultar a alteração do titular do poder de controle e desestimular o surgimento de um “mercado secundário do poder de controle”¹⁶⁸.

¹⁶⁶FOGAÇA, Guilherme. Um veneno para os negócios? *Revista Exame*. a. 43, nº 19- 7 set. 2009 p. 115.

¹⁶⁷ FRANZIN, Daniel Afonso. Vantagens e Desvantagens das Poison Pills. *Revista Jurídica Consulex* nº 421. 10 de junho de 2014. Disponível em: <<http://www.revistasupersul.com.br/artigo-vantagens-e-desvantagens-das-poison-pills/>>. Acesso em: 17 jul. 2015.

¹⁶⁸ CARVALHOSA, Modesto. As Poison Pills Estatutárias na prática Brasileira – alguns aspectos de sua legalidade. In: Rodrigo R. Monteiro de Castro; Leandro Santos de Aragão. (Org.). *Direito societário - desafios atuais*. 1. ed.São Paulo: Quartier Latin, 2009, v. 1, p. 29.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Longe de pretender esgotar as questões referentes às *Poison Pills*, o presente estudo buscou analisar a aplicação deste instituto no Brasil, em relação a sua estrutura originária. Primeiro, viu-se que a necessidade das empresas adotarem medidas contra aquisições hostis emana da dispersão acionária.

Apenas com o desenvolvimento do mercado acionário brasileiro no século XXI, as empresas começaram a pulverizar seu capital. A análise dos dados revelou que de 2007 para 2015 houve um aumento de 27 empresas listadas nos seguimentos especiais de mercado, mais especificamente no Novo Mercado e nos Níveis 1 e 2 de governança corporativa. Observando a concentração de ações ordinárias, dentre as 183 listadas nestes seguimentos no ano de 2015, 111 possuem capital disperso no mercado.

Apesar de ainda não termos um grande número de companhias com capital disperso, este processo de desconcentração possibilita tentativas de aquisição de controle de companhias abertas.

Com o objetivo de dificultar ou impedir uma aquisição do controle da companhia com capital pulverizado sem a prévia notificação da administração e dos acionistas, as companhias com capital aberto adotam em seus estatutos cláusulas conhecidas como *Poison Pills*.

Como visto no Capítulo III, a origem desse mecanismo remonta a década de 80 nos Estados Unidos. Em síntese, os principais objetivos da aplicação das *Poison Pills* no direito norte-americano são: (1) conceder aos administradores poder de negociação direta; (2) garantir maior estabilidade à administração para que possa exercer as suas atividades; (3) manter um modelo de gestão; (4) preservar o direito e os interesses dos acionistas; (5) deixar o processo de aquisição mais lento, permitindo aos administradores analisarem melhor a proposta; (6) maximizar os ganhos dos acionistas por poderem negociar o preço ofertado.

Nos Estados Unidos por serem instituídas pelo Conselho de administração (*board*) das sociedades, existe uma maior liberdade para a deliberação da retirada ou manutenção dessas cláusulas, de modo que ao invés de proteger os acionistas minoritários pode servir de defesa dos interesses desses administradores, pois, podem ser utilizadas para manter seus postos ao invés de buscar o melhor

resultado para a sociedade.

No Brasil o objetivo principal das *poison pills*, que é a proteção contra alienação indesejada do controle das companhias de capital disperso, é atingido. Mesmo que o instituto seja aplicado de forma diferenciada do que sua origem norte-americana.

Apesar dos efeitos decorrentes da sua adoção não serem bem delineados, uma vez que é um mecanismo muito recente no cenário nacional e não existir nenhuma regulamentação específica nem decisões sobre o tema, foi possível identificar através deste trabalho alguns pontos:

a) Das 183 empresas brasileiras analisadas no presente estudo, apenas 78 possuem *poison pills* em seus estatutos.

b) São, basicamente, duas as modalidades de Poison Pills no Brasil: Tipo A e Tipo B. O primeiro tipo determina que quando o acionista adquirente atingir determinado limite terá que fazer uma oferta pública para adquirir todas as ações em circulação (tipo mais utilizado). Ainda somado a esta modalidade observamos o estabelecimento de um prêmio sobre o valor da ação objeto da oferta pública de aquisições de ações. Já o segundo tipo, prevê que após atingir uma determinada porcentagem de ações o acionista que queira realizar uma nova aquisição deve notificar a companhia e a Bovespa para que outras companhias possam oferecer um valor superior sobre aquele bloco de ações.

c) A razão de não termos tantos tipos de *Poison Pills* se comparado ao modelo norte-americano é devido as proteções legais, como por exemplo, os acordos de acionistas que garantem que um grupo permaneça no controle da companhia. Outra razão decorre do fato de ainda termos uma alta concentração acionária.

d) Tanto através do Tipo A como do Tipo B, a companhia consegue dificultar ou tornar mais onerosa a aquisição de um percentual significativo de ações.

e) Dos dados coletados por Gorga, em 2007, para 2015 percebemos que houve um aumento no número de empresas que utilizam o Tipo A, de 31 foi para 54, do tipo B foi de 4 para 5 e Tipo A e B conjuntamente, de 12 foi para 19.

f) Apesar de serem mecanismos pensados em sociedades de capital pulverizado, as *Poison Pills* no Brasil são também utilizadas por empresas com acionistas controladores. Do levantamento realizado, percebemos que quanto a estrutura de controle dessas firmas, 19 possuem acionista controlador, no sentido de

que um único acionista detém mais de 50% do capital votante da empresa. O motivo que levam estas sociedades a adotarem tal medida é evitar a concentração de liquidez por um único acionista, para que caso o acionista controlador tenha intenção de vender uma parte de sua participação ainda consiga manter o controle da companhia.

g) Ainda, somado aos Tipos A e B, algumas companhias adotam cláusulas acessórias que impõem a suspensão do direito de voto ao acionista que deixar de realizar a oferta pública em conformidade com o Estatuto; outras incluem 'cláusulas pétreas', que obrigam ao acionista que votar pela exclusão da *poison pills* fazer uma oferta de aquisição.

h) Em relação às cláusulas pétreas, diante das críticas apontadas, quais sejam: restringirem a possibilidade de negociação; contribuir para a manutenção do controle por um mesmo grupo de administradores; gerarem uma barreira para a entrada de investidores estratégicos; percebemos que houve uma pequena diminuição da adoção desta disposição pelas sociedades. Em 2007 eram adotadas por 22 companhias, agora em 2015 são adotadas por 18.

i) As *poison pills* ao exigirem que a aquisição de ações ocorra por meio de uma oferta pública dirigida a todos os acionistas possibilitam um tratamento igualitário entre todos os acionistas, independentemente de fazerem parte do grupo de controle ou não.

j) Ainda, ao estabelecerem parâmetros mínimos para a fixação do preço da oferta, tem a capacidade de aumentar o poder de barganha dos acionistas na negociação com uma potencial mudança do controle.

k) Garantem também a estabilidade da administração da companhia para poder atuar e estabelecer políticas empresariais de longo prazo.

l) Entretanto, podem contribuir para a manutenção de uma má administração no poder e conseqüentemente uma avaliação negativa da empresa no mercado mobiliário reduzindo o valor de suas ações.

m) Além disso, no Brasil por só poderem ser alteradas por meio de votação em assembleia geral, conforme determina o art. 122 da Lei 6.404/76, são mais difíceis de serem modificadas do que em relação ao modelo norte-americano.

Diante destas considerações, observa-se que as *Poison Pills* quando necessárias à sociedade devem e podem ser adotadas, desde que de maneira cuidadosa e flexível para não ir contra os propósitos da companhia.

REFERÊNCIAS

AMATO, Fábio. BRF e Cade selam acordo e fusão entre Sadia e Perdigão é aprovada. *G1*. Brasília. 13 jul. 2011. Disponível em: <<http://g1.globo.com/economia/negocios/noticia/2011/07/brf-e-cade-selam-acordo-e-fusao-sadia-e-perdigao-e-aprovada.html>>. Acesso em: 18 jul. 2015.

ANDRADE, Adriana e ROSSETTI, José Paschoal. *Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. 7. ed. atual. e ampl. Editora Atlas: São Paulo, 2014.

BLOK, Marcella. Poison Pills: Panorama atual. *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro/ Instituto Brasileiro de Direito Comercial Comparado*. São Paulo, Revista dos Tribunais. v. 50, n. 157, jan./mar. 2011. p.115-137.

BM&FBOVESPA. *Comparativo dos segmentos de Listagem*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/solucoes/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/o-que-sao-segmentos-de-listagem.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 26.jun. 2015.

BM&FBOVESPA. *Regulamento de Listagem do Nível 1*. São Paulo. mai. 2011. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/download/Regulamento-de-Listagem-do-Nivel-1.pdf>>. Acesso em : 26.jun. 2015.

BM&FBOVESPA. *Regulamento de Listagem do Nível 2*. São Paulo. mai 2011. Disponível em : <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/download/Regulamento-de-Listagem-do-Nivel-2.pdf>>. Acesso em : 26.jun. 2015.

BM&FBOVESPA. *Regulamento Novo Mercado*. São Paulo. mai 2011. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/download/Regulamento-de-Listagem-do-Novo-Mercado.pdf>>. Acesso em: 26.jun. 2015.

BRASIL. Lei nº 556, de 25 de junho de 1850. *Código Comercial do Império do Brasil*. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/LIM/LIM556.htm>. Acesso em: 27 jun. 2015.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. *Lei das Sociedades Anônimas*. Disponível em:<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. Acesso em: 27 jun. 2015

BURGER, Julie. *Poison Pills on the Decline: The performance & Wealth Effects of Poison Pill Removals*. (Bachelor of Science). New York University. may 2008. Disponível em: <http://www.stern.nyu.edu/sites/default/files/assets/documents/con_043237.pdf>. Acesso em: 23 out. 2015.

CAMACHO, Karen. Perdigão recusa oferta de compra da empresa feita pela Sadia. Folha de São Paulo. 18 jul. 2006. Disponível em: <www.1folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u109481.shtml>. Acesso em: 18 nov. 2015.

CARVALHOSA, Modesto. As poison pills estatutárias na prática brasileira – alguns aspectos de sua legalidade. In CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; e ARAGÃO, Leandro Santos de (coord) *Direito societário desafios atuais*. São Paulo. Quartier Latin, 2009. p. 19-29.

CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de Acionistas*. São Paulo. Saraiva. 2011.

CATEB, A. B. ; ROCHA, C. G. V. S. ; PIMENTA, E. G. ; SIQUEIRA, I. ; VELOSO, S. M. Breve estudo sobre as Poison Pills no Brasil - O caso MRV versus o caso Tenda. Curitiba. *Revista Direito Empresarial* . v. 3. 2012. p. 13-27.

CIA HERING. *Estatuto Social*. Última atualização: 08/05/2015. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/consbov/ArquivoComCabecalho.asp?motivo=&protocolo=471537&funcao=visualizar&site=B>>. Acesso em: 10 jul. 2015.

COELHO, Fábio Ulhoa *Curso de direito comercial: direito de empresa*. 17. ed. São Paulo: Saraiva, 2013. v. 2.1 Ebook.

COFFEE, John C., The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control. *Columbia Law and Economics Working Paper* n. 182. New York, 2001. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=254097>>. Acesso em: 3 jul. 2015.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014. p. 53-79.

COMISSÃO DE VALORES MONETÁRIOS (CVM). *Parecer de Orientação nº 36*. 23 jun. 2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/pare/anexos/pare036.pdf>>. Acesso em 25 out. 2014.

D'AGOSTINI, Daniel Corrêa. *A Oferta Pública de Ações como Mecanismo de Proteção à Dispersão Acionária: A Realidade Brasileira da Poison Pill*. 2007. 59 p. Monografia (Graduação). Faculdade de Direito da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. São Paulo, 2007. Disponível em: <<http://www.ibrademp.org.br/img/UserFiles/File/MONOGRAFIA%20-%20OPA%20Poison%20Pill.pdf>>. Acesso em: 20 jun. 2015.

DELAWARE. Court of chancery of the State of Delaware. *Selectica, Inc V. Versata Enterprises Inc*. C.A. No. 4241-VCN. 26 feb. 2010. Disponível em: <<http://law.justia.com/cases/delaware/court-of-chancery/2010/134490-1.html>>. Acesso em: 17 out. 2015.

EZ TEC EMPREENDE E PARTICIPAÇÕES. *Estatuto Social*. Última atualização 30/04/2015. Disponível em:

<<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/consbov/ArquivoComCabecalho.asp?motivo=&protocolo=468450&funcao=visualizar&site=B>>. Acesso em: 15 jul. 2015.

FOGAÇA, Guilherme. Um veneno para os negócios? *Revista Exame*. a. 43, n. 19, 7 out. 2009. p. 115.

FRANZIN, Daniel Afonso. Vantagens e Desvantagens das Poison Pills. *Revista Jurídica Consulex* nº 421. 10, jun.2014. Disponível em: <<http://www.revistasupersul.com.br/artigo-vantagens-e-desvantagens-das-poison-pills/>>. Acesso em: 17 jul. 2015.

GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. *Manual das companhias, ou, Sociedades anônimas*. 3. ed. rev., atual, e ampliada. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2013.

GORGA, Érica. Changing the Paradigm of Stock Ownership: From Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence From Brazil and Consequences for Emerging Countries. In: *American Law & Economics Annual 18th Association Meeting*. Working Paper 76. mai. 2008. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1121037>, Acesso em: set. 2014

GREGÓRIO, Danilo. Novas posologias. *Revista Capital Aberto*, São Paulo, n. 54, ano 5, fev. 2008. p. 20-24.

HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. The end of history for corporate law. *Georgetown Law Journal*, v. 89, n. 2, jun 2001, p. 439-468.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 4. ed. São Paulo, SP: IBGC, 2009 .

MAESTRI, Hugo Cruz. Estudo comparado sobre a aplicabilidade das poison pills no direito Brasileiro e Norte-americano. *Revista Direito (Dis)Curso*, Londrina, v. 4, n. 1, jan./jul. 2011. p. 64-73.

MARTINS, Fran. *Curso de direito comercial*. Atual. Carlos Henrique Abrão. 37. ed. rev., atual. e ampl. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

MONTEIRO, Marco Antonio Pepera. *Um estudo sobre a utilização de poison pills no Brasil*. 2008. 80 p. Dissertação (Mestrado) - Curso de Economia Empresarial, Universidade Cândido Mendes, Rio de Janeiro. jun. 2008. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/serieshist/trabacademicos/anexos/Marco-Antonio-Pepera-Poison-Pills.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2015.

MRV ENGENHARIA E PARTICIPAÇÕES S/A. *Estatuto Social*. Data da última atualização 30/04/2015. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/consbov/ArquivoComCabecalho.asp?motivo=&protocolo=468023&funcao=visualizar&site=B>> , Acesso em: 11 jul. 2015.

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

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; LOBÃO MELO, Vitor de Britto. 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). p. 574-588. In: *Temas essenciais de direito empresaria*. Estudos em homenagem a MODESTO CARVALHOSA. Coordenador. Luiz Fernando Martins Kuyev. Saraiva. 2012.

NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas defensivas à tomada de controle de companhia.*, São Paulo, Quartier Latin, 2011.

NETO, Carlos Martins . Dipsersão Acionária, tomada hostil de controle e poison pills: breves reflexões. *Revista semestral de direito empresarial* n. 5. jul./ dez. 2009. Rio de Janeiro: Renovar, 2007 p. 3-78.

OLIVEIRA, Flávia Jardim de; CARVALHO, Gabriela Cerqueira de. O controle gerencial e a responsabilização do administrador em caso de conflito de interesses. *Revista Discente Direito GV*, São Paulo, v. 1, n. 3, jul. 2013. p. 40-58. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/revidiscentegv/article/view/19617/18337>>. Acesso em: 28 jun.2015.

PARECERES legais: no âmbito da oferta pública de aquisição de ações da Diagnósticos da América S/A por Cromossomo Participações II S.A. fev. 2014. Disponível em: <http://www.mzweb.com.br/opadasa/arquivos/OPA_DASA_PareceresLegais_PT.pdf.> Acesso em: 17 jul. 2015.

PARGENDLER, Mariana. *Evolução do direito societário*: Lições do Brasil. 1.ed. São Paulo: Saraiva, 2013.

PATRONE, Michael R. Is the “tax poison pill” the last stand for protecting nols after health care reform?. *Harvard Business law Review online*. v. 1. 2010. p. 12. Disponível em: <<http://www.hblr.org/wp-content/uploads/2010/11/Patrone-Tax-Poison-Pill.pdf>.> Acesso em: 20 jul. 2015.

PELLINI, Patrícia. Controle Minoritário (capital difuso) In: IBGC - *Instituto Brasileiro de Governança Corporativa*. (Org.). Governança Corporativa. Estrutura de controles societários. 1. ed. São Paulo: Saint Paul Editora, v.1. 2009. p. 36-52

PINTO, Marcos Barbosa; YAZBEK, Otavio. Memorando Ref: *Poison Pills*. *Endereçado ao Colegiado da CVM*. 14 Abril, 2008. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso/es/anexos/0005/6491-0.pdf> >. Acesso em 25 out. 2014.

POSITIVO INFORMÁTICA S/A. *Estatuto Social*. Última atualização: 30/04/2015. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/consbov/ArquivoComCabecalho.asp?motivo=&protocolo=467692&funcao=visualizar&site=B>>. Acesso em: 10 jul. 2015.

PROCIANOY, J.; VERDI, R. Adesão aos Novos Mercados da BOVESPA: Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 – Determinantes e Consequências. *Revista Brasileira de Finanças*. 2009. Vol. 7, n. 1 p. 107-136.

REBELO, Nikolai Sosa ; MARTINS, Matheus Luniere ; SCOTTEN, Donald . As poison pills como instrumentos de proteção aos minoritários estudo crítico de direito comparado (Brasil e Estados Unidos). *Revista Síntese Direito Empresarial* , v. 33. 2013. p. 203-240.

SCALZILLI, João Pedro de Souza. *Contribuições preliminares para uma análise da conduta de administradores e de controladores de S/A em contexto de oferta hostil*. Dissertação de mestrado, UFRGS, Porto Alegre, 2009.

SHEARMAN & STERLING LLP. *Corporate Governance 2013*.p. 45 Disponível em: <<http://digital.shearman.com/i/155622-corporate-governance-2013/46>> Acesso em: 14 jul. 2015.

SHIGUEMATSU, Plínio J. Lopes . Mecanismos de proteção e estratégias de defesa em tomadas hostis de controle. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGAO, Leandro Santos de. (Org.). *Direito Societário Desafios Atuais*. 1. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 390-438.

SILVA, R. T. ; SCALZILLI, J. P. ; SPINELLI, L. F. ; AZEVEDO, L. A. N. de M. ; PATELLA, L. A. . Perspectivas para a disciplina da companhia aberta: principais desafios do direito societário brasileiro. *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro* , v. 151. 2011. p. 211-241.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli de. *O que é Tag Along?*. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/PerguntasFrequentes.aspx#sthash.rb8pcN7r.dpuf>>. Acesso em: 10 jul. 2015.

SPERCEL, Thiago. Aquisições Hostis: Até quando resistir? Boletim Pinheiro Neto Advogados, *Migalhas de Peso*. jan. 2007, Disponível em: <<http://www.designmom.com/2012/11/a-picture-of-a-picture-of-a-magazine-ad-of-a-myth/>>; Acesso em: 20 mai. 2015.

STUBER, Walter Douglas. A posição da CVM em relação às poison pills das companhias abertas. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, v. 47. jan. 2010. p. 411-416.

TAVARES, Eduardo. Aquisições e “pílulas de veneno” causam divergência no Novo Mercado. *Revista Exame*. 11 set. 2009. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/seu-dinheiro/noticias/aquisicoes-pilulas-veneno-causam-divergencia-novo-mercado-497771>>. Acesso em: 17 jul. 2015.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. Poison pill: modismo ou solução? In: Rodrigo R. Monteiro de Castro; Leandro Santos de Aragão. (Org.). *Direito Societário Desafios Atuais*. São Paulo: Quartier Latin, v. 1, 2009. p. 157-176.

TONELLO, Matteo. Poison Pills in 2011. *The conference Board*. abril. 2011.
Disponível em: <<http://corpgov.law.harvard.edu/2011/04/03/poison-pills-in-2011/>>
Acesso em: 14 jul. 2015.

TONUSSI, Érico Lopes. Oferta Pública de aquisição de controle – casos práticos e o desenvolvimento da regulamentação aplicável. *Revista de Direito Empresaria: ReDE*, v.3 , v. 8. mar./abr . 2015. p. 69 – 88.

VIEIRA, Jorge; MARTINS, Eliseu; FÁVERO, Luiz Paulo Lopes. Poison pills no Brasil: um estudo exploratório . *Revista Contabilidade & Finanças*, São Paulo, v. 20, n. 50, p. 6-24, Ago. 2009. Disponível em:
<<http://www.revistas.usp.br/rcf/article/view/34288>>. Acesso em: 17 mar. 2015.

YOKOI, Yuri. Golpe Batido: Por que as companhias continuam presas a um único modelo de defesa contra aquisições hostis?. *Capital Aberto*. São Paulo, a. 8, n. 90, p. 14-16, fev. 2011. Disponível em:
<http://www.ibgc.org.br/download/arquivos/3.Yuki%20Yokoi_Golpe%20batido.pdf> ,
Acesso em: 25 set. 2014.

APÊNDICE A - EMPRESAS LISTADAS NO NOVO MERCADO E SUAS CARACTERÍSTICAS

Características das companhias listadas no Novo Mercado (estrutura de controle, existência ou não de *poison pill* e de cláusulas acessórias). Tabela elaborada com base nos estatutos disponíveis no site da BM&FBovespa até julho de 2015.

Companhias listadas no Novo Mercado	Classificação setorial	Estrutura de controle (com base no % de ações ordinárias)	Oferta pública de aquisição das ações	Poison Pill (Tipo)	% de participação que obriga a OPA	Prêmio sobre o valor da ação no preço da OPA	Cláusulas acessórias	
							Sanção ao descumprimento	Acionista que votar a favor da exclusão da Poison Pill deve realizar a OPA
Razão Social								
ABRIL EDUCAÇÃO S.A.	Edição. Impressão. Publicação. Divulgação E Comercialização No Atacado Ou Varejo. de Livros. Apostilas E Publicações de Qualquer Natureza. Voltadas. Principalmente. Para A Educação.	Disperso (Tarpon Gestora de Recursos S.A 46,80%)	Sim	Nenhum	-	-	-	-
ALIANSCCE SHOPPING CENTERS S.A.	Financeiro e Outros / Exploração de Imóveis / Exploração de Imóveis	Disperso	Sim	Tipo A	43% (art. 37)	125%	Sim	-
GAEC EDUCAÇÃO S.A.	Serviços Educacionais	Disperso	Sim	Tipo A	20% (art. 24)	-	Sim	-
AREZZO INDÚSTRIA E COMÉRCIO S.A.	Comércio / Tecidos. Vestuário e Calçado	Disperso (Anderson Lemos Birman 35,06 %)	Sim	Nenhum	-	-	-	-
ARTERIS S.A.	Construção e Transporte / Transporte / Exploração de Rodovias	Definido (69,26%)	Sim	Tipo A	20% (art. 27)	-	Sim	-
B2W - COMPANHIA DIGITAL	Comércio / Produtos Diversos	Definido (55,59%)	Sim	Tipo A	20% (art. 41)	-	Sim	-
BB SEGURIDADE PARTICIPAÇÕES S.A.	Financeiro e Outros / Previdência e Seguros / Seguradoras	Definido (66,25%)	Sim	Nenhum	-	-	-	-
BEMATECH S.A.	Tecnologia da Informação / Computadores e Equipamentos	Disperso	Sim	Tipo A	25% (art. 10)	130%	Sim	-

BIOSEV S.A.	Produção. Processamento. Industrialização. Distribuição E Comercialização de Cana-de-açúcar E seus Derivados. Açúcar E Etanol; Entre Outros.	Definido (Sugar Holdings B.v. 59,58%)	Sim	Tipo A Tipo B	22% (art. 37) 22% (art. 38)	125%	Sim	-
BMFBOVESPA S.A. BOLSA VALORES MERC FUT	Financeiro e Outros / Serviços Financeiros Diversos	Disperso	Sim	Tipo A	15% (art. 68)	130%	Sim	-
BRASIL BROKERS PARTICIPAÇÕES S.A.	Construção e Transporte / Construção e Engenharia / Intermediação Imobiliária	Disperso	Sim	Tipo A	20% (art. 35)	120%	Sim	-
BRASIL INSURANCE PARTICIPAÇÕES E ADMINISTRAÇÃO S.A	Financeiro e Outros / Previdência e Seguros / Corretoras de Seguros	Disperso	Sim	Tipo A	20% (art. 38)	120%	Sim	-
BR MALLS PARTICIPATORS S.A.	Financeiro e Outros / Exploração de Imóveis	Disperso	Sim	Tipo A	20% (art.45)	-	-	-
BRASIL PHARMA S.A.	Consumo não Cíclico / Comércio e Distribuição / Medicamentos	Disperso	Sim	Tipo A Tipo B	30% (art. 31) 5% (art. 32)	-	Sim	-
BR PROPERTIES S.A.	Financeiro e Outros / Exploração de Imóveis	Disperso	Sim	Tipo A Tipo B	20% (art. 24) 5% (art. 33)	110%	Sim	-
BCO BRASIL S.A.	Financeiro e Outros / Intermediários Financeiros / Bancos	Definido (Secretaria Do Tesouro Nacional 50,73%)	Sim	Nenhum	-	-	-	-
BRASILAGRO - CIA BRAS DE PROP AGRÍCOLAS	Financeiro e Outros / Exploração de Imóveis	Disperso (Jp Morgan Whitefrias Inc. 39,63%)	Sim	Tipo A	20% (art. 45)	150%	Sim	Sim (art. 45 § 11º)
BRF S.A.	Consumo não Cíclico / Alimentos Processados / Carnes e Derivados	Disperso	Sim	Tipo A	20% (art. 36)	135%	Sim	-
CCR S.A.	Construção e Transporte / Exploração de Rodovias	Disperso	Sim	Nenhum	-	-	-	-
CCX CARVÃO DA COLÔMBIA S.A.	Materiais Básicos / Mineração / Minerais Não Metálicos	Definido (Eike Fuhrken Batista 56,22 %)	Sim	Nenhum	-	-	-	-
CETIP S.A. -	Financeiro e Outros / Serviços	Disperso	Sim	Tipo A	15% (art. 88)	-	Sim	-

MERCADOS ORGANIZADOS	Financeiros Diversos								
CIA HERING	Consumo Cíclico / Tecidos. Vestuário e Calçados	Disperso	Sim	Tipo A	20% (art. 38)	130%	Sim	-	
CIELO S.A.	Financeiro e Outros / Serviços Financeiros Diversos / Serviços Financeiros Diversos	Disperso	Sim	Nenhum	-	-	-	-	
CIA SANEAMENTO DE MINAS GERAIS- COPASA MG	Utilidade Pública / Água e Saneamento / Água e Saneamento	Definido (Estado de Minas Gerais - Secretaria Da Fazenda 51,12%)	Sim	Nenhum	-	-	-	-	
COSAN S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	Consumo não Cíclico / Alimentos Processados / Açúcar e Alcool	Definido (Cosan Limited 61,99%)	Sim	Nenhum	-	-	-	-	
COSAN LOGISTICA S.A.	Construção e Transporte / Transporte Ferroviário	Definido (Cosan Limited 62,20%)	Sim	Nenhum	-	-	-	-	
CPFL ENERGIA S.A.	Utilidade Pública / Energia Elétrica	Disperso	Sim	Nenhum	-	-	-	-	
CPFL ENERGIAS RENOVÁVEIS S.A.	Utilidade Pública / Energia Elétrica	Definido (Cpfl Geração de Energia S.A. 51,61%)	Sim	Nenhum	-	-	-	-	
CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS S.A.	Construção e Transporte / Construção e Engenharia / Construção Civil	Disperso	Sim	Nenhum	-	-	-	-	
CSU CARDSYSTEM S.A.	Bens Industriais / Serviços / Serviços Diversos	Disperso (River Charles Netherlands Ltd 43,91 %)	Sim	Nenhum	-	-	-	-	
CVC BRASIL OPERADORA E AGÊNCIA DE VIAGENS S.A.	Consumo Cíclico / Viagens e Lazer / Viagens e Turismo	Disperso (Fip Btc 45,39%)	Sim	Nenhum	-	-	-	-	
CYRELA	Financeiro e Outros / Exploração de	Disperso (Elie	Sim	Tipo A	15% (art. 50)	125%	Sim	Sim (art.	

COMMERCIAL PROPERT S.A. EMPR PART	Imóveis / Exploração de Imóveis	Horn 38,24%)							50 \$ 10º)
CYRELA BRAZIL REALTY S.A.EMPREENDE PART	Construção e Transporte / Construção e Engenharia / Construção Civil	Disperso	Sim	Nenhum	-	-	-	-	-
DIAGNÓSTICOS DA AMÉRICA S.A.	Consumo não Cíclico / Saúde / Serv.Méd.Hospit. Análises e Diagnósticos	Disperso (Cromossomo Participações li S.A. 48,35%)	sim	Tipo A	15% (art. 45)	100%	Sim	Sim (art. 45 §8º)	
DIRECIONAL ENGENHARIA S.A.	Construção e Transporte / Construção e Engenharia / Construção Civil	Disperso (Filadélfia Participações S/a 40,79%)	Sim	Tipo A	25% (art. 45)	100%	Sim	-	
DURATEX S.A.	Materiais Básicos / Madeira e Papel / Madeira	Disperso (Itaúsa - Investimentos Itaú S.A. 35,40%)	Sim	Nenhum	-	-	-	-	
ECORODOVIAS INFRAESTRUTURA E LOGÍSTICA S.A.	Construção e Transporte / Transporte / Exploração de Rodovias	Definido (Primav Construções E Comércio S.A 63,99%)	Sim	Nenhum	-	-	-	-	
EMBRAER S.A.	Bens Industriais / Material de Transporte / Material Aeronáutico e de Defesa	Disperso	Sim	Tipo A	35% (art 54)	150%	-	-	
EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A.	Utilidade Pública / Energia Elétrica	Disperso	Sim	Nenhum	-	-	-	-	
ENEVA S.A	Utilidade Pública / Energia Elétrica	Disperso (Dd Brazil Holdings S.á.r.l 42,94%)	Sim	Nenhum	-	-	-	-	
EQUATORIAL ENERGIA S.A.	Utilidade Pública / Energia Elétrica	Disperso	Sim	Nenhum	-	-	-	-	
ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES S.A.	Consumo Cíclico / Diversos / Serviços Educacionais	Disperso	Sim	Tipo A Tipo B	20% (art. 37) 5% (art. 38)	100%	Sim	-	
ETERNIT S.A.	Construção e Transporte /	Disperso	Sim	Nenhum	-	-	-	-	

	Construção e Engenharia / Materiais de Construção							
EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A.	Construção e Transporte / Construção e Engenharia / Construção Civil	Disperso	Sim	Tipo B	10% (art. 50)		Sim	-
EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPAÇÕES S.A.	Construção e Transporte / Construção e Engenharia / Construção Civil	Disperso	Sim	Tipo A Tipo B	15% (art. 32) 8% (art. 33)	125%	Sim	Sim (art. 32 paragrafo 10)
FERTILIZANTES HERINGER S.A.	Materiais Básicos / Químicos / Fertilizantes e Defensivos	Disperso (Dalton Dias Heringer 46,39%)	Sim	Tipo A Tipo B	20% (art. 41) 10% (art. 50)	130%- 150%	Sim	Sim (art. 41 §11º)
FIBRIA CELULOSE S.A.	Materiais Básicos / Madeira e Papel / Papel e Celulose	Disperso	Sim	Nenhum	-	-	-	-
FLEURY S.A.	Consumo não Cíclico / Saúde / Serv.Méd.Hospit..Análises e Diagnósticos	Disperso (Integritas Participações S.A 46,74%)	Sim	Nenhum	-	-	-	-
GAFISA S.A.	Construção e Transporte / Construção e Engenharia / Construção Civil	Disperso	Sim	Tipo A	30% (art. 56)	-	Sim	-
GENERAL SHOPPING BRASIL S.A.	Financeiro e Outros / Exploração de Imóveis / Exploração de Imóveis	Definido (Golf Participações Ltda 59,41%)	Sim	Tipo A Tipo B	15% (art. 43) 5% (art. 52)	150%	Sim	Sim (art 43 §10º)
GRENDENE S.A.	Consumo Cíclico / Tecidos. Vestuário e Calçados / Calçados.	Disperso	Sim	Nenhum	-	-	-	-
HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A.	Construção e Transporte / Construção e Engenharia / Construção Civil	Disperso (Hélio Borenstein S.A. Adm.. Part. E Comércio 43,93%)	Sim	Tipo A	20% (art. 50)	130%- 150%	Sim	Siim (art. 50 §11º)
HYPERMARCAS S.A.	Consumo não Cíclico / Diversos / Produtos Diversos	Disperso (Igarapava Participações S.A 20,14%)	Sim	Tipo B	5% (art. 58)	-	Sim	-

IDEIASNET S.A.	Tecnologia da Informação / Programas e Serviços / Programas e Serviços	Disperso (Lmc Brazil. Llc 26,78%)	Sim	Nenhum	-	-	-	-
IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S.A	Financeiro e Outros / Exploração de Imóveis / Exploração de Imóveis	Definido (Jereissati Participações S.A. 51,41%)	Sim	Nenhum	-	-	-	-
INTERNATIONAL MEAL COMPANY ALIMENTAÇÃO S.A.	Setor de Varejo de Alimentação	Disperso (Fundo de Investimento em Participações - Brasil Empreendimentos (fip) 39,75%)	Sim	Nenhum	-	-	-	-
INDUSTRIAS ROMI S.A.	Bens Industriais / Máquinas e Equipamentos / Máq. e Equip. Industriais	Disperso (Fenix Empreendimentos S.A. 38,51%)	Sim	Tipo A	15% (art. 59)	100%	Sim	Sim (art. 59 § 8)
IOCHPE MAXION S.A.	Bens Industriais / Material de Transporte / Material Rodoviário	Disperso	Sim	Tipo A	15% (art. 49)	150%	Sim	Sim (art. 49 §11)
JBS S.A.	Consumo não Cíclico / Alimentos Processados / Carnes e Derivados	Disperso (Fb Participações S.A. 40,92%)	Sim	Tipo A	20% (art. 55)	135%	Sim	-
JHSF PARTICIPAÇÕES S.A.	Construção e Transporte / Construção e Engenharia / Construção Civil	Definido (Jhsf Par S.A. 51,76%)	Sim	Tipo A	15% (art 33)	150%	Sim	-
JSL S.A.	Construção e Transporte / Transporte / Transporte Rodoviário.	Definido (Simpár S.A. 52,79%)	Sim	Tipo A	15% (art. 46)	125%	Sim	-
KROTON EDUCACIONAL S.A.	Consumo Cíclico / Diversos / Serviços Educacionais	Disperso	Sim	Nenhum	-	-	-	-
RESTOQUE COMÉRCIO E CONFECÇÕES DE ROUPAS S.A. – Le Lis	Consumo Cíclico / Comércio / Tecidos. Vestuário e Calçados	Disperso	Sim	Nenhum	-	-	-	-

Blanc								
LIGHT S.A.	Utilidade Pública / Energia Elétrica / Energia Elétrica	Disperso	sim	Nenhum	-	-	-	-
LINX S.A.	Tecnologia da Informação / Programas e Serviços / Programas e Serviços	Disperso	Sim	Tipo A	25% (art. 45)	-	Sim	-
LOCALIZA RENT A CAR S.A.	Consumo Cíclico / Diversos / Aluguel de carros	Disperso	Sim	Tipo A Tipo B	5% (art. 39) 5% (art. 39) – se elevar sua participação em 2 %	-	Sim	-
CIA LOCAÇÃO DAS AMÉRICAS	Consumo Cíclico / Diversos / Aluguel de carros	Disperso	Sim	Tipo A Tipo B	25% (art. 43) 5% (art. 44)	-	Sim	-
LOG-IN LOGISTICA INTERMODAL S.A.	Construção e Transporte / Transporte / Transporte Hidroviário	Disperso	Sim	Tipo A	35% (art. 34)	-	Sim	Sim (art. 34 §12)
MARISA LOJAS S.A.	Consumo Cíclico / Comércio / Tecidos. Vestuário e Calçados	Disperso	Sim	Tipo A	15% (art. 41)	125%	Sim	-
LOJAS RENNEN S.A.	Consumo Cíclico / Comércio / Tecidos. Vestuário e Calçados	Disperso	Sim	Tipo A	20% (art. 42)	120%	Sim	Sim (art. 42 §11)
LPS BRASIL - CONSULTORIA DE IMÓVEIS S.A.	Construção e Transporte / Construção e Engenharia / Intermediação Imobiliária	Disperso (Rosediamond Lp 31,54%)	Sim	Tipo A	20% (art. 35)	120%	Sim	Sim (art. 53 §12)
LUPATECH S.A.	Bens Industriais / Máquinas e Equipamentos / Motores . Compressores e Outros	Disperso (Jpmorgan Chase Bank 44,24%)	Sim	Tipo A	30% (art. 49)	120%	Sim	-
M.DIAS BRANCO S.A. IND COM DE ALIMENTOS	Consumo não Cíclico / Alimentos Processados / Alimentos Diversos	Definido (Dibra Fundo de Investimento em Participações 63,07%)	Sim	Nenhum	-	-	-	-
MAGAZINE LUIZA S.A.	Consumo Cíclico / Comércio / Eletrodomésticos	Definido (Ltd Administração E Participações S.A. 63,51%)	Sim	Tipo A Tipo B	20% (art. 41) 5% (art. 42)	125%	Sim	-

MAGNESITA REFRATARIOS S.A.	Materiais Básicos / Materiais Diversos / Materiais Diversos	Disperso (Alumina Holdings. Llc 31,30%)	Sim	Nenhum	-	-	-	-
MARFRIG GLOBAL FOODS S.A.	Consumo não Cíclico / Alimentos Processados / Carnes e Derivados	Disperso (Mms Participações Ltda. 26,96%)	Sim	Nenhum	-	-	-	-
MAHLE-METAL LEVE S.A.	Bens Industriais / Material de Transporte / Material Rodoviário	Definido (Mahle Indústria E Comércio Ltda. 60%)	Sim	Nenhum	-	-	-	-
METALFRIO SOLUTIONS S.A.	Bens Industriais / Equipamentos Elétricos / Equipamentos Elétricos	Disperso (Almond Tree Llc 28,98%)	Sim	Nenhum	-	-	-	-
MILLS ESTRUTURAS E SERVIÇOS DE ENGENHARIA S.A.	Construção e Transporte / Construção e Engenharia / Serviços Diversos	Disperso	Sim	Tipo A Tipo B	20% (art. 34) 5% (art. 43)	125%	Sim	-
MINERVA S.A.	Consumo não Cíclico / Alimentos Processados / Carnes e Derivados	Disperso	Sim	Tipo A	20% (art. 46)	135%	Sim	-
MMX MINERAÇÃO E METÁLICOS S.A.	Materiais Básicos / Mineração / Minerais Metálicos	Disperso (Centennial Asset Mining Fund Llc 32,69%)	Sim	Nenhum	-	-	-	-
MRV ENGENHARIA E PARTICIPAÇÕES S.A.	Construção e Transporte / Construção e Engenharia / Construção Civil	Disperso (Rubens Menin Teixeira de Souza 34,58%)	Sim	Tipo B	10% (art. 48)	-	Sim	-
MULTIPLUS S.A.	Consumo Cíclico / Diversos / Programas de Fidelização	Definido (Tam S.A. 72,74%)	Sim	Nenhum	-	-	-	-
NATURA COSMÉTICOS S.A.	Consumo não Cíclico / Produtos de Uso Pessoal e de Limpeza / Produtos de Uso Pessoal	Disperso	Sim	Tipo A Tipo B	25% (art. 34) 30% (art. 35)	Parágrafo 2º art. 34	Sim	-
ODONTOPREV S.A.	Consumo não Cíclico / Saúde / Serv.Méd.Hospit..Análises e	Definido (Bradesco)	Sim	Tipo A	15% (art. 38)	100%	Sim	Sim (Art. 38)

	Diagnósticos	Saúde S/a 50,01%)						§8)
ÓLEO E GÁS PARTICIPAÇÕES S.A.	Petróleo. Gás e Biocombustíveis / Petróleo. Gás e Biocombustíveis / Exploração e/ou Refino	Disperso (Centennial Asset Mining Fund Llc 46,59%)	Sim	Nenhum	-	-	-	-
OSX BRASIL S.A.	Petróleo. Gás e Biocombustíveis / Petróleo. Gás e Biocombustíveis / Equipamentos e Serviços	Definido (Centennial Asset Mining Fund Llc 54,17%)	Sim	Nenhum	-	-	-	-
OURO FINO SAUDE ANIMAL PARTICIPAÇÕES S.A.	Consumo não Cíclico / Saúde / Medicamentos e Outros Produtos	Disperso	Sim	Nenhum	-	-	-	-
PARANAPANEMA S.A.	Materiais Básicos / Siderurgia e Metalurgia / Artefatos de Cobre	Disperso	Sim	Nenhum	-	-	-	-
FPC PAR CORRETORA DE SEGUROS S.A.	Financeiro e Outros / Previdência e Seguros / Corretoras de Seguros	Disperso (Par Participações S.A. 26%)	Sim	Tipo A	20% (art. 43)	150%	Sim	-
PDG REALTY S.A. EMPREENDE PARTICIPAÇÕES	Construção e Transporte / Construção e Engenharia / Construção Civil	Disperso	Sim	Nenhum	-	-	-	-
PETRO RIO S.A.	Petróleo. Gás e Biocombustíveis / Petróleo. Gás e Biocombustíveis / Exploração e/ou Refino	Disperso	Sim	Nenhum	-	-	-	-
PORTO SEGURO S.A.	Financeiro e Outros / Previdência e Seguros / Seguradoras	Definido (Porto Seguro Itau- unibanco Participações S.A. 70,82%).	Sim	Tipo B	10% (art. 39)	-	Sim	-
PORTOBELLO S.A.	Construção e Transporte / Construção e Engenharia / Materiais de Construção	Disperso	Sim	Tipo A Tipo B	30% (art. 46) 5% (art. 56)	120%	Sim	-
POSITIVO INFORMÁTICA S.A.	Tecnologia da Informação / Computadores e Equipamentos / Computadores e Equipamentos	Disperso	Sim	Tipo A	10% (art. 34)	-	Sim	Sim (art 34 §15)
PROFARMA DISTRIB	Consumo não Cíclico / Comércio e	Disperso (Bmk	Sim	Tipo A	20% (art..41)	130%-	Sim	Sim (art.

PROD FARMACEUTICOS S.A.	Distribuição / Medicamentos	Participações S/a 44,51%)		Tipo B	10% (art. 49)	150%		41 § 11)
CIA PROVIDENCIA INDUSTRIA E COMERCIO	Materiais Básicos / Materiais Diversos / Materiais Diversos	Definido (Pgi Polímeros Do Brasil S.A. 71,10%)	Sim	Nenhum	-	-	-	-
PRUMO LOGÍSTICA S.A.	Construção e Transporte / Transporte / Serviços de Apoio e Armazenagem	Definido (Eig Llx Holdings S.à R.l 61,90%)	Sim	Nenhum	-	-	-	-
QGEP PARTICIPAÇÕES S.A.	Petróleo. Gás e Biocombustíveis / Petróleo. Gás e Biocombustíveis / Exploração e/ou Refino	Definido (Queiroz Galvão S.A. 63%)	Sim	Nenhum	-	-	-	-
QUALICORP S.A.	Consumo não Cíclico / Saúde / Serv.Méd.Hospit..Análises e Diagnósticos	Disperso	Sim	Nenhum	-	-	-	-
RAIA DROGASIL S.A.	Consumo não Cíclico / Comércio e Distribuição / Medicamentos	Disperso	Sim	Tipo A	20% (art. 28)	100%	Sim	-
RENAR MACAS S.A.	Consumo não Cíclico / Agropecuária / Agricultura	Disperso	Sim	Nenhum	-	-	-	-
RODOBENS NEGÓCIOS IMOBILIÁRIOS S.A.	Construção e Transporte / Construção e Engenharia / Construção Civil	Disperso (Gv Holding 33,16%)	Sim	Tipo A Tipo B	15% (art. 44) 5% (art. 53)	130%	Sim	-
ROSSI RESIDENCIAL S.A.	Construção e Transporte / Construção e Engenharia / Construção Civil	Disperso	Sim	Tipo A	15% (art. 44)	125%	Sim	-
RUMO LOGÍSTICA OPERADORA MULTIMODAL S.A.	Operações de Logística Multimodal Para Transporte. Armazenagem E Operações Portuárias De açúcar E Outras Produtos.	Disperso	Sim	Tipo A	15% (art. 42)	125%	Sim	-
CIA SANEAMENTO BASICO EST SÃO PAULO	Utilidade Pública / Água e Saneamento / Água e Saneamento	Definido (Secretaria Da Fazenda Do Estado de São Paulo 50,26%)	Sim	Nenhum	-	-	-	-
SÃO CARLOS EMPREEND E	Financeiro e Outros / Exploração de Imóveis / Exploração de Imóveis	Disperso	Sim	Tipo A	25% (art. 45)	-	Sim	-

PARTICIPAÇÕES S.A.								
SÃO MARTINHO S.A.	Consumo não Cíclico / Alimentos Processados / Açúcar e Alcool	Definido (Ljn Participações S.A. 55,96%)	Sim	Tipo A	10% (art. 40)	-	Sim	-
SER EDUCACIONAL S.A.	Consumo Cíclico / Diversos / Serviços Educacionais	Definido (José Janguê Bezerra Diniz 70,06%)	Sim	Nenhum	-	-	-	-
SONAE SIERRA BRASIL S.A.	Financeiro e Outros / Exploração de Imóveis / Exploração de Imóveis	Definido (Sierra Brazil 1 B.v. 66,65%)	Sim	Nenhum	-	-	-	-
SLC AGRICOLA S.A.	Consumo não Cíclico / Agropecuária / Agricultura	Definido (Slc Participações S.A 51,03%)	Sim	Tipo A	20% (art. 49)	130%	Sim	-
SMILES S.A.	Consumo Cíclico / Diversos / Programas de Fidelização	Definido (Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A. 54,09%)	Sim	Nenhum	-	-	-	-
SPRINGS GLOBAL PARTICIPACOES S.A.	Consumo Cíclico / Tecidos. Vestuário e Calçados / Fios e Tecidos	Definido (Cia. de Tecidos Norte de Minas – Coteminas 52,91%)	Sim	Tipo A	25% (art. 46)	125%	Sim	-
TARPON INVESTIMENTOS S.A.	Financeiro e Outros / Serviços Financeiros Diversos / Gestão de Recursos e Investimentos	Definido (Mangue Participações Ltda. 60,49%)	Sim	Nenhum	-	-	-	-
TECHNOS S.A.	Consumo Cíclico / Tecidos. Vestuário e Calçados / Acessórios	Disperso (Dynamo 29,24%)	Sim	Tipo A	33% (art 46)	-	-	-
TECNISA S.A.	Construção e Transporte / Construção e Engenharia / Construção Civil	Disperso (Jar Participações Ltda. 44,44%)	Sim	Tipo A	20% (art. 38)	125%	Sim	Sim (art. 38 §14)
TEGMA GESTÃO LOGÍSTICA S.A.	Construção e Transporte / Transporte / Transporte Rodoviário	Disperso (Sinimbu Participações Societárias E	Sim	Nenhum	-	-	-	-

		Empreendimentos S.A. 33,95%)						
TEMPO PARTICIPAÇÕES S.A.	Consumo não Cíclico / Saúde / Serv.Méd.Hospit..Análises e Diagnósticos	Disperso (Private Equity Partners A Llc 21,51%)	Sim	Tipo A	20% (art. 41)	-	Sim	-
TEREOS INTERNACIONAL S.A.	Consumo não Cíclico / Alimentos Processados / Alimentos Diversos	Definido (Tereos Agro-industrie 52,65%)	Sim	Nenhum	-	-	-	-
TIM PARTICIPAÇÕES S.A.	Telecomunicações / Telefonia Móvel / Telefonia móvel	Definido (Tim Brasil Serviços E Participações S.A. 66,58%)	Sim	Nenhum	-	-	-	-
T4F ENTRETENIMENTO S.A.	Consumo Cíclico / Viagens e Lazer / Produção de Eventos e Shows	Disperso (Fernando Luiz Alterio 35,62%)	Sim	Tipo A	20% (art. 34)	125%	Sim	-
TOTVS S.A.	Tecnologia da Informação / Programas e Serviços / Programas e Serviços	Disperso (Lc Eh Participações E Empreendimentos S/A 16,37%)	Sim	Tipo A Tipo B	20% (art. 40) 8% (art. 49)	125%	Sim	Sim (art. 40 §14)
TRACTEBEL ENERGIA S.A.	Utilidade Pública / Energia Elétrica / Energia Elétrica	Definido (Gdf Suez Energy Latin America Participações Ltda. 68,71%)	Sim	Nenhum	-	-	-	-
TRISUL S.A.	Construção e Transporte / Construção e Engenharia / Construção Civil	Definido (Trisul Participações S.A. 54,90%)	Sim	Tipo A	25% (art. 46)	100%	Sim	-
TPI - TRIUNFO	Construção e Transporte /	Definido (Thp -	Sim	Tipo A	20% (art. 35)	130%	Sim	-

PARTICIP. E INVEST. S.A.	Transporte / Exploração de Rodovias	Triunfo Holding Participações Ltda 55,54%)						
TUPY S.A.	Bens Industriais / Material de Transporte / Material Rodoviário	Disperso (Bndes Participações S.A. Bndespar 28,19%)	Sim	Tipo A	30% (art. 52)	-	-	-
ULTRAPAR PARTICIPAÇÕES S.A.	Financeiro e Outros / Holdings Diversificadas / Holdings Diversificadas	Disperso (Ultra S.A. Participações 21,52%)	Sim	Tipo A	20% (art. 46)	-	-	-
UNICASA INDÚSTRIA DE MÓVEIS S.A.	Consumo Cíclico / Utilidades Domésticas / Móveis	Disperso (Alexandre Grendene Bartelle 39,78%)	Sim	Nenhum	-	-	-	-
VANGUARDA AGRO S.A.	Consumo não Cíclico / Agropecuária / Agricultura	Disperso (Gavea Investimentos 14,20%)	Sim	Nenhum	-	-	-	-
VALID SOLUÇÕES E SERV. SEG. MEIOS PAG. IDENT. S.A.	Bens Industriais / Serviços / Serviços Diversos	Disperso (Aberdeen Asset Management 9,97%)	Sim	Tipo A Tipo B	20% (art. 43) 10\$ (art. 52)	130%	Sim	Sim (art. 43 § 14)
VIGOR ALIMENTOS S.A.	Consumo não Cíclico / Alimentos Processados / Laticínios	Definido (Fb Participações S.A. 72,35%)	Sim	Tipo A	20% (art. 53)	135%	Sim	-
VIVER INCORPORADORA E CONSTRUTORA S.A.	Construção e Transporte / Construção e Engenharia / Construção Civil	Disperso (Paladin Prime Residential Investors Brazil Llc 39,96%)	Sim	Tipo B	10% (art. 45)	-	Sim	-

WEG S.A.	Bens Industriais / Máquinas e Equipamentos / Motores . Compressores e Outros	Definido (Wpa Participações E Serviços S.A. 50,09%)	Slm	Nenhum	-	-	-	-
----------	--	---	-----	--------	---	---	---	---

Fonte: BM&FBovespa

APÊNDICE B - EMPRESAS LISTADAS NO NÍVEL 1 DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E SUAS CARACTERÍSTICAS

Características das companhias listadas no Nível 1 de Governança Corporativa (estrutura de controle, existência ou não de *poison pill* e de cláusulas acessórias). Tabela elaborada com base nos estatutos disponíveis no site da BM&FBovespa até julho de 2015.

Companhias Listadas no Nível 1	Classificação setorial	Composição do capital social Ordinárias (O) Preferenciais (P)	Estrutura de controle (com base no % de ações ordinárias)	Oferta pública de aquisição das ações	Poison Pill (Tipo)	% de participação que obriga a OPA	Prêmio sobre o valor da ação no preço da OPA	Cláusulas acessórias	
								Sanção ao descumprimento	Acionista que votar a favor da exclusão da Poison Pill deve realizar a OPA
Razão Social									
ALPARGATAS S.A.	Consumo Cíclico / Tecidos. Vestuário e Calçados / Calçados	O = 241.608.551 P= 228.841.226	Definido (Camargo Correa S/a 66,99%)	Não	Nenhum	-	-	-	-
BCO PAN S.A.	Banco Múltiplo Com Carteira Comercial	O= 535.029.747 P= 394.010.416	Definido (Bpsa Holdco Llc (rv) 51%)	Sim	Nenhum	-	-	-	-
BCO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL S.A	Financeiro e Outros / Intermediários Financeiros / Bancos	O= 205.043.395 P= 203.931.082	Definido (Governo Do Estado Do Rio Grande Do Sul 99,59%)	Sim	Nenhum	-	-	-	-
BCO INDUSTRIAL E COMERCIAL S.A.	Financeiro e Outros / Intermediários Financeiros / Bancos	O= 160.206.833 P= 92.696.736	Definido (Ccb Brazil Fin Hol Invest E Part Ltda 98,24%)	Sim	Nenhum	-	-	-	-
BCO BRADESCO S.A.	Financeiro e Outros / Intermediários Financeiros / Bancos	O= 2.524.364.555 P= 2.524.364.292	Disperso (Cidade de Deus Cia Cial Participações 48,60%)	Não	Nenhum	-	-	-	-
BRADESPAR S.A.	Financeiro e Outros / Holdings	O= 122.523.049	Disperso (Cidade de Deus Cia. Cial.	Não	Nenhum	-	-	-	-

	Diversificadas / Holdings Diversificadas	P= 227.024.896	de Participações (36,63%)						
BRASKEM S.A.	Materiais Básicos / Químicos / Petroquímicos	O= 451.668.652 P= 345.596.696	Definido (Odebrecht Servicos E Participacoes S.A 50,11%)	Não	Nenhum	-	-	-	-
CIA FIAÇÃO TECIDOS CEDRO CACHOEIRA	Consumo Cíclico / Tecidos. Vestuário e Calçados / Fios e Tecidos	O= 5.707.104 P= 4.292.896	Disperso (Cia Tecidos Norte de Minas – Coteminas 20,07%)	Não	Nenhum	-	-	-	-
CIA ESTADUAL DE DISTRIB ENER ELET-CEEE-D	Utilidade Pública / Energia Elétrica / Energia Elétrica	O= 380.669.270 P= 6.560.558	Definido (Companhia Estadual de Energia Elétrica Participações - Ceee-par 67,05%)	Não	Nenhum	-	-	-	-
CIA ESTADUAL GER.TRANS.EN ER.ELET-CEEE-GT	Utilidade Pública / Energia Elétrica / Energia Elétrica	O= 380.669.270 P= 6.560.558	Definido (Companhia Estadual de Energia Elétrica Participações - Ceee-par 67,05%)	Não	Nenhum	-	-	-	-
CIA ENERGÉTICA DE MINAS GERAIS - CEMIG	Utilidade Pública / Energia Elétrica / Energia Elétrica	O= 420.764.708 P= 838.076.946	Definido (Estado de Minas Gerais 50,,96%)	Não	Nenhum	-	-	-	-
CESP - CIA ENERGÉTICA DE SÃO PAULO	Utilidade Pública / Energia Elétrica / Energia Elétrica	O= 109.167.751 P= 218.334.922	Definido (Fazenda Do Estado de São Paulo 94,08%)	Não	Nenhum	-	-	-	-
CIA PARANAENSE DE ENERGIA - COPEL	Utilidade Pública / Energia Elétrica / Energia Elétrica	O= 145.031.080 P= 128.624.295	Definido (Estado Do Paraná 58,63%)	Não	Nenhum	-	-	-	-
CENTRAIS ELET BRAS S.A. -	Utilidade Pública / Energia Elétrica /	O= 1.087.050.297	Definido (União Federal 51,00%)	Não	Nenhum	-	-	-	-

ELETROBRÁS	Energia Elétrica	P= 265.583.803							
EUCATEX S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	Materiais Básicos / Madeira e Papel / Madeira	O= 31.257.700 P= 61.361.556	Disperso (Pasama Participações Sc Ltda 34,34%)	Não	Nenhum	-	-	-	-
CIA FERRO LIGAS DA BAHIA - FERBASA	Materiais Básicos / Siderurgia e Metalurgia / Siderurgia	O= 29.440.000 P= 58.880.000	Definido (Fundação José Carvalho 98,80%)	Não	Nenhum	-	-	-	-
FRAS-LE S.A.	Bens Industriais / Material de Transporte / Material Rodoviário	O= 124.973.750 P= 0	Disperso (Randon S.A. Impl.e Participações 46,47%)	Não	Nenhum	-	-	-	-
GERDAU S.A.	Materiais Básicos / Siderurgia e Metalurgia / Siderurgia	O= 573.627.483 P= 1.146.031.245	Definido (Metalúrgica Gerdau S.A. 76,60%)	Não	Nenhum	-	-	-	-
METALÚRGICA GERDAU S.A.	Materiais Básicos / Siderurgia e Metalurgia / Siderurgia	O= 137.618.994 P= 275.062.544	Disperso (Indac - Industria. Administração E Comércio S.A. 39,00%)	Não	Nenhum	-	-	-	-
INEPAR S.A. INDUSTRIA E CONSTRUÇÕES	Bens Industriais / Máquinas e Equipamentos / Máq. e Equip. Industriais	O= 39.892.065 P= 63.136.159	Definido (Inepar Administração E Participação S.A. 57,21%)	Sim	Tipo A	20% (art.29)	150%	Sim	-
ITAUSA INVESTIMENTO S ITAÚ S.A.	Financeiro e Outros / Intermediários Financeiros / Bancos	O= 2.597.547.108 P= 4.161.251.428	Disperso	Não	Nenhum	-	-	-	-
ITAÚ UNIBANCO HOLDING S.A.	Financeiro e Outros / Intermediários Financeiros / Bancos	O= 3.047.040.198 P= 3.036.875.751	Definido (Iupar - Itaú Unibanco Participações S.A. 51%)	Não	Nenhum	-	-	-	-
OI S.A.	Telecomunicações / Telefonia Fixa / Telefonia Fixa	O= 286.155.319 P=	Disperso	Não	Nenhum	-	-	-	-

		572.316.691							
CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUIÇÃO	Consumo não Cíclico / Comércio e Distribuição / Alimentos	O= 99.679.851 P= 165.982.314	Definido (Wilkes Participações S.A 65,61%)	Não	Nenhum	-	-	-	-
PARANÁ BCO S.A.	Financeiro e Outros / Intermediários Financeiros / Bancos	O= 56.724.976 P= 29.530.430	Disperso (Joel Malucelli 36,39%)	Sim	Nenhum	-	-	-	-
RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPAÇÕES	Bens Industriais / Material de Transporte / Material Rodoviário	O= 102.360.368 P= 202.371.448	Definido (Dramd Partiicipações E Administração Ltda 78,58%)	Não	Nenhum	-	-	-	-
SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.	Materiais Básicos / Madeira e Papel / Papel e Celulose	O= 371.148.532 P= 736.590.145	Definido (Suzano Holding S.A. 95,47%)	Não	Nenhum	-	-	-	-
CTEEP - CIA TRANSMISSÃO ENERGIA ELÉTRICA PAULISTA	Utilidade Pública / Energia Elétrica / Energia Elétrica	O= 64.484.433 P= 96.775.022	Definido (Isa Capital Do Brasil S.A 89,50%)	Não	Nenhum	-	-	-	-
USINAS SID DE MINAS GERAIS S.A.-USIMINAS	Materiais Básicos / Siderurgia e Metalurgia / Siderurgia	O= 505.260.684 P= 508.525.506	Disperso (Ternium Investments S.àr.l 26,94%)	Não	Nenhum	-	-	-	-
VALE S.A.	Materiais Básicos / Mineração / Minerais Metálicos	O= 3.217.188.402 P= 2.027.127.718	Definido (Valepar S.A. 53,35%)	Não	Nenhum	-	-	-	-

Fonte: BM&FBovespa

APÊNDICE C - EMPRESAS LISTADAS NO NÍVEL 2 DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E SUAS CARACTERÍSTICAS

Características das companhias listadas no Nível 2 de Governança Corporativa (estrutura de controle, existência ou não de *poison pill* e de cláusulas acessórias). Tabela elaborada com base nos estatutos disponíveis no site da BM&FBovespa até julho de 2015

Companhias Listadas no Nível 2 Razão Social	Classificação setorial	Composição do capital social Ordinárias (O) Preferenciais (P)	Estrutura de controle (com base no % de ações ordinárias)	Oferta pública de aquisição das ações	Poison Pill (Tipo)	% de participação que obriga a OPA	Prêmio sobre o valor da ação no preço da OPA	Cláusulas acessórias	
								Sanção ao descumprimento	Acionista que votar a favor da exclusão da Poison Pill deve realizar a OPA
BCO ABC BRASIL S.A.	Financeiro e Outros / Intermediários Financeiros / Bancos	O= 79.715.509 P= 79.211.404	Definido (Marsau Uruguay Holdings S.A. 91,57%)	Sim	Nenhum	-	-	-	-
ALUPAR INVESTIMENTO S/A	Utilidade Pública / Energia Elétrica / Energia Elétrica	O= 461.243.596 P= 163.658.204	Definido (Guarupart Participações Ltda. 84,04%)	Sim	Nenhum	-	-	-	-
CENTRAIS ELET DE SANTA CATARINA S.A.	Utilidade Pública / Energia Elétrica / Energia Elétrica	O= 15.527.137 P= 23.044.454	Definido (Estado de Santa Catarina 50,17%)	Sim	Nenhum	-	-	-	-
CONTAX PARTICIPAÇÕES S.A.	Bens Industriais / Serviços / Serviços Diversos	O= 119.725.707 P= 226.042.163	Definido (Ctx Participações S.A. 55,39%)	Sim	Nenhum	-	-	-	-
BCO DAYCOVAL S.A.	Financeiro e Outros / Intermediários Financeiros / Bancos	O= 160.869.792 P= 84.485.997	Disperso (Sasson Dayan 34,43%)	Sim	Nenhum	-	-	-	-
ELETROPAULO METROP. ELET.	Utilidade Pública / Energia Elétrica /	O= 66.604.817 P= 100.739.070	Definido (Aes Elpa S.A.	Sim	Nenhum	-	-	-	-

SÃO PAULO S.A.	Energia Elétrica		77,81%)						
FORJAS TAURUS S.A.	Bens Industriais / Máquinas e Equipamentos / Armas e Munições	O= 8.439.322 P= 7.704.716	Definido (Companhia Brasileira de Cartuchos – Cbc 59,08%)	Sim	Tipo A	20% (art 51)	-	-	-
GOL LINHAS AÉREAS INTELIGENTES S.A.	Construção e Transporte / Transporte / Transporte Aéreo	O=5.035.037.140 P= 139.318.357	Definido (Fundo de Investimento em Participações Volluto 100%)	Sim	Tipo A	30% (art.50)	-	Sim	-
BCO INDUSVAL S.A.	Financeiro e Outros / Intermediários Financeiros / Bancos	O= 58.513.218 P= 31.021.907	Disperso (Wp X Brasil Fundo de Investimentos E Participações 20,45%)	Sim	Nenhum	-	-	-	-
KLABIN S.A.	Materiais Básicos / Madeira e Papel / Papel e Celulose	O= 1.848.592.200 P= 1.848.592.200	Definido (Klabin Irmãos & Cia 50,95%)	Sim	Nenhum	-	-	-	-
MARCOPOLO S.A.	Bens Industriais / Material de Transporte / Material Rodoviário	O= 341.625.744 P= 555.274.340	Disperso (Paulo Pedro Bellini 43,91%)	Sim	Nenhum	-	-	-	-
MULTIPLAN - EMPREEND IMOBILIÁRIOS S.A.	Financeiro e Outros / Exploração de Imóveis / Exploração de Imóveis	O= 178.138.867 P= 11.858.347	Disperso (1700480 Ontario Inc. 24,11%)	Sim	Tipo A	20% (art.50)	150%	Sim	-
BCO PINE S.A.	Financeiro e Outros / Intermediários Financeiros / Bancos	O= 65.178.483 P= 55.993.541	Definido (Noberto Nogueira Pinheiro 100%)	Sim	Nenhum	-	-	-	-
RENOVA ENERGIA S.A.	Utilidade Pública / Energia Elétrica / Energia Elétrica	O= 236.883.455 P= 81.889.474	Disperso (Cemig Geração E Transmissão S/a 36,81%)	Sim	Nenhum	-	-	-	-
SANTOS BRASIL	Construção e	O= 454.629.482	Disperso	Sim	Tipo A	20%	-	Sim	

PARTICIPAÇÕES S.A.	Transporte / Transporte / Serviços de Apoio e Armazenagem	P= 211.457.072	(Pw237 Participações S.A. 30%)		Tipo B	(art.44) 5% (art 42)			
SARAIVA S.A. LIVREIROS EDITORES	Consumo Cíclico / Mídia / Jornais. Livros e Revistas	O= 9.622.313 P= 18.973.810	Disperso (Jorge Eduardo Saraiva 46,98%)	Sim	Nenhum	-	-	-	-
BCO SOFISA S.A.	Financeiro e Outros / Intermediários Financeiros / Bancos	O= 97.140.150 P= 40.607.271	Definido (Hilda Diruhy Burmaian 83,28%)	Sim	Nenhum	-	-	-	-
SUL AMÉRICA S.A.	Financeiro e Outros / Previdência e Seguros / Seguradoras	O= 512.362.664 P= 509.842.829	Definido (Sulasapar Participações S.A. 50,25%)	Sim	Tipo A Tipo B	25% (art 41) 5% (art.39)	-	Sim	-
TRANSMISSORA ALIANÇA DE ENERGIA ELÉTRICA S.A.	Utilidade Pública / Energia Elétrica / Energia Elétrica	O= 640.714.069 P= 392.782.652	Disperso (Companhia Energética de Minas Gerais 45,74%)	Sim	Nenhum	-	-	-	-
VIA VAREJO S.A.	Consumo Cíclico / Comércio / Eletrodomésticos	O= 655.824.766 P= 634.926.378	Definido (Companhia Brasileira de Distribuição 62,57%)	Sim	Nenhum	-	-	-	-

Fonte: BM&FBovespa