

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO, CONTABILIDADE E ECONOMIA
CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

MANOELA CUNHA LUCAS

**UTILIZAÇÃO DAS POISON PILLS NAS COMPANHIAS LISTADAS NO
NOVO MERCADO: A INFLUÊNCIA DE POSSÍVEIS AQUISIÇÕES NO
MERCADO BRASILEIRO NO PERÍODO DE 2007 - 2012**

Porto Alegre
Dezembro de 2013

MANOELA CUNHA LUCAS

**A UTILIZAÇÃO DAS POISON PILLS NAS COMPANHIAS LISTADAS
NO NOVO MERCADO: A INFLUÊNCIA DE POSSÍVEIS AQUISIÇÕES
NO MERCADO BRASILEIRO NO PERÍODO 2007 - 2012**

Monografia apresentada como requisito à obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas da Faculdade de Administração, Contabilidade e Economia da Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul.

Orientador: Prof. Leandro Hirt Rassier

Porto Alegre

Dezembro de 2013

MANOELA CUNHA LUCAS

**UTILIZAÇÃO DAS POISON PILLS NAS COMPANHIAS
LISTADAS NO NOVO MERCADO: A INFLUÊNCIA DE
POSSÍVEIS AQUISIÇÕES NO MERCADO BRASILEIRO NO
PERÍODO DE 2007 - 2012**

Esta Monografia foi considerada aprovada para a obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas pela Faculdade de Administração, Contabilidade e Economia da Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul.

Porto Alegre, 16 de dezembro de 2013

Prof^a. Letícia Braga de Andrade – Mestre em Economia do Desenvolvimento
Coordenadora da Monografia

Prof^a. Maria Lucrecia Calandro – Doutora em Economia
Coordenadora da Monografia

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Leandro Hirt Rassier – Mestre em Administração
Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul
Orientador

Prof^a. Leticia Hoppe – Mestre Doutora em Engenharia e Tecnologia de Materiais
Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul

Prof. Carlos Renato Salami – Mestre em Economia
Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul

RESUMO

O tema do trabalho é estudar o impacto das cláusulas de proteção acionária, conhecidas como *poison pills*, no Brasil analisando a governança corporativa e os possíveis resultados no número de fusões e aquisições ocorridas no período em análise. A sua utilização foi verificada nas companhias listadas no melhor nível de governança corporativa, o Novo Mercado. Sendo assim, o objetivo geral é analisar a utilização das *poison pills* nas companhias listadas no segmento no Novo Mercado da Bovespa nos anos de 2007 à 2012 e verificar se a utilização dessas cláusulas influenciou o cenário das aquisições e fusões do mercado brasileiro. O método utilizado foi o comparativo, pois os resultados para o ano de 2007 já estavam calculados na dissertação de Monteiro (2008), e nessa monografia foi reaplicada possibilitando, assim, um estudo comparativo do cenário econômico nessa área de estudo. Os principais resultados encontrados foram: a) aumento do número de companhias listadas no segmento do Novo Mercado; b) redução percentual da utilização das *poison pills*; c) e alteração da estrutura de controle utilizada pelas companhias do Novo Mercado, que passou do controle definido para o controle difuso. A principal conclusão observada foi que a alteração da estrutura de controle pode estar diretamente ligada com o aumento do número das operações de fusões e aquisições no mercado brasileiro e que a tendência das companhias a terem seu capital mais pulverizado aumenta a possibilidade dessas ocorrências.

Palavras-chave: *poison pills*, estrutura de controle, Novo Mercado, fusões e aquisição.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Estatísticas das aberturas de capital da BM&FBovespa.....	20
Tabela 2 – Ranking setorial de transações de fusões e aquisições em 2012	34
Tabela 3 – Distribuição geográfica das transações de fusões e aquisições em 2012	35
Tabela 4 – Participação dos países no número de transações cross border em 2012.....	37
Tabela 5 – Distribuição das companhias com poison pills por gatilho adotado – 2007.....	46
Tabela 6 – Distribuição das companhias com poison pills conforme sua estrutura de controle – 2007	48
Tabela 7 – Distribuição das companhias com poison pills por gatilho adotado – 2012.....	48
Tabela 8 – Distribuição das companhias com poison pills conforme sua estrutura de controle – 2012	50
Tabela 9 – Valor de mercado do IGC-NM em 2007	50
Tabela 10 – Valor de mercado do IGC-NM em 2012	51
Tabela 11 – Distribuição percentual de cada tipo de estrutura de controle para os anos de 2007 e 2012	53
Tabela 12 – Média do gatilho adotado para cada estrutura de controle para os anos de 2007 e 2012	55
Tabela 13 – Média do valor de mercado em R\$ do IGC-NM em 2007 e 2012	55
Tabela 14 – Média do valor de mercado em R\$ do IBOVESPA em 2007 e 2012	55

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Quadro 1 – Evolução da governança corporativa no Brasil	14
Figura 1 – Quantidade de companhias listadas em cada segmento de listagem.....	23
Gráfico 1 – Evolução anual do número de fusões e aquisições no Brasil	30
Gráfico 2 – Volume de transações de fusões e aquisições realizadas no Brasil – em R\$ milhões	31
Figura 2 – Distribuição geográfica dos 5 estados com maiores transações de fusão e aquisição em 2012.....	36
Figura 3 – Participação dos 6 países que tiveram o maior número de transações cross border em 2012	37
Quadro 2 – Comparativo dos artigos com o estudo da reação do mercado para anúncios de fusões e aquisições.....	41
Gráfico 4 – Distribuição percentual de cada tipo de estrutura de controle para os anos de 2007 e 2012.....	53
Gráfico 5 – Cotação média mensal do IGC-NM 2007 – 2012	56

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	5
2	GOVERNANÇA CORPORATIVA	8
2.1	DEFINIÇÕES E FUNÇÕES	8
2.2	NÍVEIS DE GOVERNANÇA	14
2.3	NOVO MERCADO	20
3	POISON PILLS NO MERCADO BRASILEIRO	24
3.1	DEFINIÇÕES E HISTÓRICO DAS POISON PILLS	24
3.2	FUSÕES E AQUISIÇÕES	29
3.2.1	Características das fusões e aquisições em 2012	33
3.2.2	Reação do mercado de capitais para anúncios de fusões e aquisições	38
3.2.3	Comitê de Fusões e Aquisições	42
4	INFLUÊNCIA DA POISON PILLS NAS AQUISIÇÕES NO MERCADO	43
4.1	METODOLOGIA DA PESQUISA	44
4.2	LEVANTAMENTO DE DADOS 2007 E 2012	46
4.3	COMPARATIVO DOS ANOS 2007 E 2012	52
4.4	RESULTADOS OBTIDOS	56
5	CONCLUSÃO	59
	REFERÊNCIAS	62
	APÊNDICES	67

1 INTRODUÇÃO

Governança Corporativa vem da expressão inglesa *Corporate Governance*, e seu conceito surgiu em meados da década de 1980 nos Estados Unidos, quando os grandes investidores se mobilizaram contra as corporações que estavam tendo sua administração de forma irregular. Esse movimento se espalhou rapidamente pelo mundo, chegando inicialmente na Inglaterra. O objetivo principal dessa prática é resolver os conflitos de agência que ocorrem quando há divergência de interesses entre os acionistas e proprietários da empresa contra os de seus controladores. Desta forma, o resultado esperado de uma boa governança é que o comportamento dos executivos esteja de acordo com os interesses dos acionistas.

Um dos importantes fatores que levam as grandes empresas a terem uma boa governança é o abuso de poder de acionistas controladores sobre os acionistas minoritários. Este é um problema que surge devido à concentração de poder de uma só pessoa dentro da empresa e assim facilitando fraudes, o que ocorreu com muita frequência nos Estados Unidos pela utilização de informações privilegiadas de empresas concorrentes. Devido a esses problemas que a governança corporativa tem sido estudada e é dita como importante para as empresas nos últimos anos.

Já no Brasil, o movimento surge com a necessidade de atrair capitais e fontes de financiamento que estavam escassos para a atividade empresarial. O marco para a aplicação desse conceito é a criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) em 1999. Outro importante fato que mostra a relevância do conceito para o mercado brasileiro é a criação do Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança. A preocupação das companhias em atrair investidores para o país é devido ao fato da disputa acirrada em um mercado que cada vez mais as empresas que têm um maior volume de capital estão liderando o seu setor. É dentro deste contexto que surge a utilização das *poison pills* no mercado de capitais brasileiro, resultante das ofertas públicas de vendas de ações que surgiram no mercado brasileiro que muda por completo a cultura empresarial e traz consigo a necessidade ter o mecanismo de proteção acionária para evitar eventuais aquisições hostil.

A justificativa para este trabalho é que a questão das *poison pills* que está presente no mercado de capitais brasileiro ser muito recente se comparado a outros países mais desenvolvidos. Como a economia brasileira está crescendo nos últimos anos, seria relevante aprofundar as pesquisas em torno dessa área e verificar a nova tendência de estrutura das empresas brasileiras.

A importância de estudar e analisar a aplicação das *poison pills* no mercado brasileiro é que ainda não existem estudos conclusivos sobre os efeitos que elas podem provocar. Por essa razão que este trabalho irá tentar verificar se houve um aumento ou uma redução da aplicação dessas cláusulas para constatar a sua relevância para o mercado de capitais brasileiro.

Um dos objetivos dessa pesquisa é verificar as possibilidades de aquisições e fusões no mercado brasileiro devido aos impactos que elas causam no desenvolvimento da economia. O mercado brasileiro está seguindo uma tendência mundial, onde apresenta um forte crescimento do fluxo de transação de capitais nesses processos. Essa evolução das fusões e aquisições no mercado como um todo surge como resposta estratégica das organizações, que passam por aberturas de fronteiras comerciais e resultando em uma mudança de cenário, onde as empresas se tornam mais competitivas, devido a um aumento da eficiência e da eficácia dessas organizações.

O resultado da pesquisa será relevante para mostrar o impacto da governança corporativa, das cláusulas de proteção acionária e do mercado de fusões e aquisições no contexto no cenário econômico brasileiro para ser possível analisar qual será a tendência que o mercado está se formando.

O estudo sobre as *poison pills* no Brasil foi realizado através de uma pesquisa detalhada nos estatutos sociais das empresas listadas na Bolsa de Valores que a CVM possui arquivado em seu sistema de Informação Periódica e Anual que estão disponibilizados no site. É através desse sistema que foi possível obter informações relevantes para que se possa concluir, analisar e observar a influencia das *poison pills* para o mercado brasileiro.

A questão central da análise desse trabalho de pesquisa, será comparar os dados atuais de 2012 com os dados já calculados na dissertação de Monteiro (2008) para o ano de 2007. Com esse levantamento, será possível verificar se houve um aumento ou redução do número de empresas que são listadas na categoria de Novo Mercado, verificar se há uma alteração na média do valor do gatilho acionado para a realização de uma oferta pública de aquisição e também verificar a alteração de estrutura de controle das empresas que adotam o mecanismo de defesa de dispersão acionária.

O capítulo 2 dessa monografia irá introduzir o tema da governança corporativa. O objetivo do capítulo será abordar as principais características que as companhias devem seguir para se enquadrarem no perfil de empresas com boas práticas de governança. Será especificado as definições e funções que as empresas que decidirem voluntariamente se enquadrarem em um dos níveis de governança. O capítulo também irá abordar os requisitos

que as companhias precisam ter para estarem no mais elevado padrão de governança, o Novo Mercado.

No capítulo 3 irá tratar sobre as *poison pills*, que correspondem a um mecanismo de proteção que as companhias que possuem seu capital pulverizado adotam em seus estatutos sociais para evitar a dispersão acionária da companhia. Nesse mesmo capítulo será abordado o tema das fusões e aquisições no mercado brasileiro, destacando seus fundamentos e razões para a sua ocorrência.

Já no capítulo 4 irá ser realizada a pesquisa. Abordando o levantamento dos dados para os anos de 2007 e 2012, para possibilitar uma comparação dos valores obtidos e por fim definir os resultados para a pesquisa realizada nessa monografia.

2 GOVERNANÇA CORPORATIVA

A governança corporativa corresponde à gestão de uma organização e as relações entre os acionistas e os administradores das empresas. Esse capítulo irá tratar sobre os princípios, regras e normas mais importantes da governança corporativa para o entendimento de como essa recente prática se tornou tão importante para a solidificação das companhias frente ao mercado. O objetivo do capítulo será abordar as principais características que as companhias devem seguir para que possam se enquadrar no perfil de empresas com boas práticas de governança.

Na seção 2.2 será especificado quais são as normas e regras para as empresas se classificarem nos níveis de governança. Já na seção 2.3 será abordado os requisitos que as companhias precisam ter, para estar no mais elevado padrão de governança, o Novo Mercado.

2.1 DEFINIÇÕES E FUNÇÕES

A governança corporativa é um conjunto de processos e práticas da gestão das corporações, para possibilitar a administração dos conflitos que tendem a surgir com a separação entre a gestão e a propriedade. Esses processos e práticas podem ser considerados como regras, que têm a finalidade de buscar a maximização da riqueza dos gestores e, em contrapartida, atender aos direitos dos indivíduos envolvidos nessa negociação, os acionistas. Outra finalidade do conjunto de práticas e regras da governança corporativa é o de minimizar as ações oportunistas que podem ocorrer nas negociações e nas decisões da empresa.

Pode-se analisar governança corporativa através de quatro aspectos diferentes, devido à heterogeneidade que possui o mundo corporativo – cada empresa têm uma característica específica. Segundo os autores Andrade e Rossetti (2009), as empresas podem caracterizar a governança corporativa como: guardião de direitos das partes envolvidas; sistema de relações pelo qual a sociedade é governada; estrutura de poder que se tem no interior das corporações; e sistema normativo que coordena as relações internas e externas das companhias.

Outro aspecto importante da governança corporativa é o ambiente legal e regulatório, que corresponde à forma de controle estabelecida para garantir a segurança e os direitos assegurados aos acionistas. Esse ambiente é importante para a sua eficácia, pois nos países em que essas regras são rígidas observa-se uma maior capitalização das empresas através do

mercado de capitais, o que resulta em um número maior de companhias abertas, conseqüentemente gerando um crescimento maior da economia. Dentre essas regras que geram esse benefício para a economia pode-se citar o direito de voto, a proteção dos minoritários, a garantia de transparência, a exatidão dos resultados da companhia e o recebimento de dividendos.

As principais relações da estrutura de poder de uma empresa que estão envolvidas no processo de governança corporativa são a propriedade, o conselho de administração e a diretoria executiva. A propriedade corresponde à assembléia geral, que é composta pelos acionistas controladores e minoritários; o conselho de administração é composto por proprietários e os administradores e, por último, a composição da diretoria executiva corresponde ao alinhamento do presidente e dos gestores. Quando esses três subconjuntos da estrutura de poder operam juntos, cada um com as suas responsabilidades específicas, o resultado é uma forte interação construtiva para ter uma boa governança (ANDRADE E ROSSETTI, 2009).

Para melhor entendimento da boa relação entre os subconjuntos da estrutura da organização, é importante destacar as principais funções do conselho de administração e da direção executiva. Ainda segundo os autores, o conselho de administração é definido como sendo o órgão guardião dos interesses dos proprietários, deve eleger e avaliar o desempenho da diretoria executiva, monitorar a estratégia de negócios e estabelecer meios de comunicação com os acionistas para que estes possam ter um amplo conhecimento das estratégias e decisões que serão tomadas. Essas mesmas definições sobre o conselho de administração são apresentadas na Cartilha de Recomendações da Comissão de Valores Mobiliários sobre governança corporativa, CVM (2002). A função do conselho de administração é a de proteger o patrimônio da companhia fiscalizando a gestão dos diretores, com a finalidade de evitar conflitos de interesses. Já a direção executiva é a responsável por interagir com o conselho de administração, com o objetivo de exercer a gestão dos negócios e definir a estratégia e os planos operacionais, devendo também prestar amplas informações sobre os resultados, riscos e oportunidades.

Os autores ainda comentam as três principais responsabilidades do conselho de administração; separação de funções, grau de envolvimento e áreas de atuação. A separação de funções está relacionada com a divisão dos cargos da empresa entre o executivo chefe e o presidente do conselho de administração. O primeiro tem a obrigação de administrar a empresa e o segundo tem a obrigação de conduzir o colegiado para monitorar o executivo chefe.

O grau de envolvimento recomendável para as companhias varia com o estágio que ela se encontra. Em geral, existem cinco modelos de atuação do conselho de administração: conselho passivo, conselho certificador, conselho envolvido, conselho interventor e conselho operador. O conselho passivo corresponde ao modelo tradicional definido pelo presidente executivo e as suas atividades e participação no conselho são mínimas. O conselho certificador foca no processo de supervisão da diretoria executiva, encaminha o processo sucessório da direção e aborda a credibilidade como foco principal. O conselho envolvido funciona com a parceria do conselho de administração e da diretoria executiva. O conselho interventor é um modelo que funciona durante crises, pois o conselho de administração envolve-se profundamente na tomada de decisão. E por fim, o conselho operador corresponde ao modelo mais profundo de envolvimento do conselho de administração, é usado quando se tem empresas nascentes que mesmo com executivos experientes não possuem formação no negócio em que a empresa atua.

Caracterizadas as principais funções e responsabilidades das relações da estrutura de poder de uma corporação, é possível realizar a análise e verificar a influência da presença de boas práticas de governança na empresa. Segundo a cartilha de recomendações da CVM sobre governança corporativa, os investidores buscam as empresas que possuem boas práticas de governança, pois elas resultam em um melhor desempenho, geram redução do custo de capital e aumentam o interesse no mercado de capitais como alternativa de capitalização. A governança corporativa também tem a finalidade de minimizar as ações oportunistas que podem ocorrer nas negociações e decisões da empresa, pois as reações do mercado de capitais atuam como forças externas ao controle da governança.

Existem distintos modelos de governança corporativa que são praticados em diferentes países, eles se diferenciam de acordo com as condições culturais e institucionais de cada país. Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) o sistema de governança corporativa no mundo é dividido em: *outsider system e insider system*. O primeiro caracteriza acionistas pulverizados e tipicamente fora do comando diário das operações das empresas, enquanto o segundo caracteriza a presença de grandes acionistas no comando das operações diárias, diretamente ou por pessoas de sua indicação.

O modelo anglo saxônico é caracterizado pela pulverização do controle acionário, o que significa que a estrutura da propriedade é dispersa, e pela separação da propriedade e da gestão. Este modelo é muito influenciado pelo mercado, no qual o sinalizador é a cotação do mercado das ações, tendo como foco a maximização do retorno para os acionistas. O processo de governança do modelo anglo saxônico é refletido pelos traços culturais da construção do

capitalismo nos países que adotam esse modelo, que são, principalmente, Estados Unidos e Reino Unido.

Nos Estados Unidos, devido a propriedade dispersa e as tradições liberais, um elevado grau de transparência das corporações é fundamental. Nos anos de 1990, após a eclosão de diversas fraudes na administração de grandes companhias surpreenderam o mercado, que anteriormente considerava as empresas americanas saudáveis. Segundo Souza (2005, p. 14), esse cenário “[...] desencadeou um quadro de descrença nos investidores, abalou a credibilidade das instituições e reabriu a discussão acerca da eficiência dos mecanismos de monitoramento da gestão das sociedades abertas.” Nesse contexto, a governança corporativa inicia uma nova etapa, de buscar mais eficiência na aplicação de regras, assegurar mais respeito ao investidor e cobrar uma maior credibilidade no mercado. O marco referencial dessa nova etapa, que surgiu em resposta aos escândalos corporativos do final dos anos 1990 e início dos 2000 no sistema acionário norte americano foi a implementação da Lei Sarbanes-Oxley. Elaborada por Paul Sabanes e Michael Oxley foi promulgada em julho de 2002, assim surge a aplicação de novas normas contábeis do *International Financial Reporting Satandards* (IFRS). De acordo com a lei, as regras de boa governança se tornam obrigações legais com exigências e regulamentos mais severos, para se ter uma gestão mais transparente e segura para os investidores. No Reino Unido observam-se semelhanças estruturais e esforços para aprimorar as normas de governança corporativa.

A lei focalizou um objetivo bem amplo, abrangendo a responsabilidade de todos os órgãos da companhia, desde o presidente e a diretoria, até as auditorias e os advogados contratados. Para tanto, adotou normas rígidas de governança corporativa, procurando assegurar maior transparência nas informações, mais independência aos órgãos de auditoria e confiabilidade aos resultados, mediante a imposição de controle mais rigoroso às auditorias e sanções severas contra as fraudes societárias (SOUZA, 2005, p. 15).

Já o *insider system* corresponde ao sistema de governança da Europa continental e Japão. Esses países possuem uma estrutura de propriedade mais concentrada, com a presença de conglomerados industriais-financeiros e com uma menor participação dos investidores institucionais. As instituições financeiras têm um papel muito relevante no capital social da empresas industriais, sendo ativa na administração dos negócios (IBGC, 2013).

A governança corporativa no Brasil surge como resposta às necessidades de modernizar as empresas, de modo a torná-las mais atrativas no mercado internacional. Nas palavras de Souza (2005), no Brasil, o mercado de capitais é “[...] representado por pequeno número de empresas de capital aberto, reflete a absoluta concentração do poder de gestão,

padecendo de falta de liquidez e credibilidade [...]”. A utilização das boas práticas de governança corporativa está relacionada com o tipo de estrutura acionária, podendo ser pulverizada ou concentrada. No Brasil, a situação de muita concentração das ações em um grupo pequeno de acionistas é muito diferenciada do mercado americano, que tem elevada dispersão (CARVALHO, 2013).

É relevante fazer uma breve retrospectiva do cenário brasileiro para que seja possível o entendimento da dimensão que a governança corporativa tem no mercado brasileiro nos dias de hoje. Um ponto importante no caso brasileiro foram as privatizações que ocorreram em meados dos anos 1990. Outro fator importante é alteração do “Estado produtor” para o “Estado regulador”, invertendo a tendência histórica e fortalecendo o Estado como empreendedor, para ser possível um elevado crescimento econômico. Outra característica que tem um expressivo resultado para a alteração do cenário econômico brasileiro foi a abertura de mercados, com a redução dos mecanismos de proteção tarifária.

Os impactos das privatizações, da abertura de mercados e das fusões e aquisições, somado ao processo de globalização, resultaram em um ambiente corporativo mais competitivo. A entrada do capital estrangeiro na bolsa foi resultado da estabilização da economia brasileira e que resulta em um aumento de volume das operações. Essa nova remodelagem do mercado de capitais brasileiro implica em exigências de melhoria do sistema como um todo, para que este pudesse se enquadrar aos padrões mundiais. Nesse contexto se inserem as mudanças nos padrões de governança no Brasil, pois as empresas necessitaram se adaptar às exigências e padrões internacionais, tais como: melhoria das demonstrações financeiras, estratégias de negócios mais complexas, exigência de conselho de administração e outros órgãos internos de governança.

O mercado de capitais no Brasil nada mais é, pois, que o reflexo das condições engendradas pelo nosso contexto político econômico e pelo sistema jurídico vigente. Daí concluir-se que a governança corporativa não pode ser simplesmente transposta das economias desenvolvidas para a nossa, em razão das divergências culturais, econômicas, políticas e jurídicas apontadas, exigindo adaptações para permitir a adequação do instituto à nossa realidade (SOUZA, 2005, p. 29).

Um dos resultados da nova necessidade de adoção de boas práticas de governança foi a criação, em 1999, do primeiro código sobre governança corporativa pelo IBGC, um documento de apenas 15 páginas que abordava basicamente o conselho de administração. Já em sua segunda versão, em 2001, o código passou a ter recomendações para os demais agentes envolvidos no processo de governança corporativa, tais como os sócios, gestores,

auditores e o conselho fiscal. Já a terceira versão do código foi em 2004, que passou apenas por algumas atualizações no conteúdo para atender de forma mais eficiente a demanda do mercado no período.

Posteriormente, em 2009 o código se transformou em um dos instrumentos de orientação para a governança corporativa, o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, com 74 páginas se tornou uma versão mais completa. Essa versão foi lançada para atender as “alterações e inovações para tornar o ambiente organizacional e institucional brasileiro mais sólido, justo e transparente” (IBGC, 2009, p. 14) A utilização dessas práticas não é obrigatória, mas sim voluntária por parte das corporações que tenham o interesse de melhorar o seu desempenho. Esse documento é utilizado como referência nacional em conduta de gestão empresarial.

O código também tornou transparente a estrutura de remuneração dos conselhos, assim como a possibilidade de voto por procuração. Foram criadas restrições às estratégias utilizadas por companhias para desencorajar aquisições hostil de ações por outros investidores, conhecidas por *poison pills* (CARVALHO, 2013, p. 10).

Conforme do documento, os princípios básicos que dão sustentação para a governança corporativa são: transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa. O primeiro princípio significa que a transparência resulta na confiabilidade, tanto interna quanto na relação da empresa com terceiros, pois a divulgação de informações necessárias para o acompanhamento do desenvolvimento da empresa é fundamental para que as partes interessadas estejam cientes da situação financeira da empresa e dos demais fatores que conduzem à criação de valor. A equidade significa que todos os sócios e demais partes interessadas têm direito a um tratamento justo e igualitário, sem que se observem políticas e atitudes discriminatórias. A prestação de contas refere-se ao fato de que os agentes da governança (sócios, administradores, conselheiros fiscais e auditores) devem prestar contas da sua atuação, assumindo as conseqüências dos seus atos. O último princípio diz respeito à responsabilidade corporativa, a qual os mesmos agentes da governança devem zelar pela perenidade das organizações, com a perspectiva da longevidade da empresa, além de incorporar considerações da ordem social e ambiental nos negócios da empresa.

Segundo o IBGC (2013), outra característica que marcou o novo contexto foi o lançamento pela Comissão de Valores Mobiliários da cartilha sobre o tema governança, em 2002, que visava orientar os empresários sobre questões como a melhora da gestão da corporação e uma maior transparência na sua administração. O quadro 1 apresenta a evolução da governança corporativa no Brasil

Quadro 1 – Evolução da Governança Corporativa no Brasil

Ano	Evento
1999	Primeiro Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC
2002	Aprovada nos EUA a Lei Sarbanes Oxley como resposta aos escândalos corporativos
2008	Crise financeira expõem problemas de gestão de riscos e o papel dos conselhos de administração
2009	IBGC lança quarta versão do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa
2010	Empresas brasileiras passam a publicar balanços seguindo a norma internacional IFRS

Fonte: Adaptação reportagem Tendências de Carvalho (2013, p. 8 - 9)

Outra contribuição para a aplicação das práticas de governança foi a criação de segmentos especiais de listagem na Bolsa de Valores de São Paulo. Esses segmentos de listagem são destinados a empresas com padrões superiores de governança. Os objetivos da BOVESPA com essa criação são estimular o interesse dos investidores e valorizar as empresas listadas (IBGC, 2013).

A subseção 2.2 irá tratar sobre os segmentos de listagens que foram criados para elevar o nível de governança das companhias que decidirem aderir a esse balizador na conduta na gestão empresarial.

2.2 NÍVEIS DE GOVERNANÇA

Em dezembro de 2000, a Bolsa de Valores de São Paulo implementou níveis diferenciados de governança corporativa, que são segmentos especiais de listagem das empresas que possuem capital aberto. Todos os segmentos vão de acordo com as regras de governança corporativa, e possuem a característica de serem complementares às obrigações que as empresas têm com a Lei das Sociedades por Ações.

O objetivo desses segmentos especiais de listagem é melhorar a avaliação da empresa frente ao mercado, pois segundo Carvalho (2013), companhias listadas “[...] em dos níveis ajuda a precificar melhor seus papéis e materializa de certa forma, a percepção de valor inerente às boas práticas de governança [...]” (p. 11). A empresa decide aderir um dos níveis

de forma voluntária de modo a se enquadrar com suas características de mercado. A intenção desses segmentos é proporcionar um ambiente de negócios para estimular, simultaneamente, os interesses do investidor e a valorização das companhias. Os níveis são: Bovespa mais, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, respectivamente em ordem crescente de exigências.

O segmento Bovespa Mais é ideal para empresas que desejam acessar o mercado de forma gradual, e tem com o objetivo de fomentar o crescimento de pequenas e médias companhias via mercado de capitais. Esse segmento visa atrair investidores que visualizam um desenvolvimento potencial da empresa, pois a realização da captação é bem menor, se comparada aos outros níveis, embora possibilite a captação de recursos suficientes para financiar o seu projeto de crescimento. Esse segmento permite apenas a negociação de ações ordinárias e a listagem sem oferta, ou seja, pode-se listar a empresa nesse segmento, e esta pode levar até sete anos para realizar o *Initial Public Offering* (IPO)¹. Os membros do conselho de administração possuem mandato unificado de, no máximo, dois anos, sendo permitida a reeleição. As informações de fluxo de caixa devem ser elaboradas após o término de cada trimestre, e a companhia deverá enviar um calendário anual informando sobre eventos corporativos, que devem ser divulgados através da BOVESPA. No segmento Bovespa Mais foram listadas apenas 3 empresas no ano de 2012, o que mostra pouca importância desse nível para o mercado como um todo. As empresas listadas nesse segmento constam no Apêndice 1.

Os níveis 1 e 2 são níveis diferenciados de governança corporativa, criados pela Bovespa, diferentemente do segmento Bovespa Mais, esses dois níveis têm o intuito de incentivar e preparar gradativamente as corporações para futuramente aderirem ao Novo Mercado. O contrato de adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa representa o compromisso das empresas, que voluntariamente querem participar desses níveis e cumprirem com os requisitos estabelecidos pela BM&FBovespa. Cabe à bolsa de valores fiscalizar se a empresa está cumprindo com os requisitos e, caso contrário, puni-la.

Os critérios definidos pela bolsa estabelecem a possibilidade de enquadramento no Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, em ordem crescente de exigências. Além de um tratamento mais equânime para os minoritários, a BM&FBovespa exige dispersão acionária, diferenciação entre o presidente do conselho de administração e da empresa e pelo menos 25% de ações em circulação no mercado. De acordo com dados de abril de 2013, o universo de empresas listadas nessas três categorias representava 67,4% do valor de mercado de todo o contingente da bolsa, 79,2% do volume financeiro e 87,5% dos negócios realizados no mercado à vista (CARVALHO, 2013, p. 16).

¹ IPO ocorre quando há uma oferta pública das ações de uma companhia vendidas ao público pela primeira vez. Essa oferta corresponde ao processo de se tornar uma companhia de capital aberto.

As companhias listadas no Nível 1, de acordo com BM&FBOVESPA (2009a), devem adotar práticas que favorecem a transparência e o acesso às informações pelos investidores. Segundo Souza (2005), as companhias devem ter um comprometimento com a dispersão acionária. Esse compromisso de transparência do segmento do Nível 1 tem a intenção de prestar mais informações para facilitar o acompanhamento e a fiscalização da administração e dos controladores da companhia. Pode auxiliar também, o investidor na avaliação sobre o preço da empresa que ele está investindo.

As principais práticas do Nível 1 de governança citadas no Regulamento de Listagem do Nível 1 de Governança Corporativa no que diz respeito ao conselho de administração da companhia disponível na seção IV, são: vedação de acumulação de cargos, que afirma que os cargos de presidente do conselho de administração e de diretor presidente não poderão ser acumulados pela mesma pessoa; os membros do conselho de administração terão mandato unificado de no máximo dois anos, sendo permitida a reeleição. Essas condições mostram que a empresa que pertencer ao Nível 1 de governança corporativa não deve ter partes beneficiárias (BM&FBOVESPA, 2009a).

Na seção V, sobre as informações periódicas e eventuais que devem ser prestadas, a companhia deverá apresentar os seguintes documentos: informações adicionais nas informações trimestrais, informações adicionais nas demonstrações financeiras padronizadas, informações adicionais nas informações anuais, entre outras. As informações trimestrais (ITRs) constituem-se em um documento que é enviado trimestralmente à CVM e à Bovespa por todas as empresas listadas na bolsa. Além de informações econômicas e financeiras que são obrigadas por lei, a companhia que estiver listada no Nível 1 deve ter obrigações adicionais. Essas informações são: ter demonstrações financeiras e de fluxo de caixa consolidadas; abertura da posição acionária de qualquer acionista que detiver mais de 5% das ações; informar a quantidade, as características e a evolução dos valores mobiliário de emissão da companhia detidos pelos membros do conselho de administração, diretores e membros do conselho fiscal.

As demonstrações financeiras padronizadas (DFPs) constituem-se em um documento que deve ser enviado à CVM e à Bolsa por todas as empresas listadas até o final de março de cada ano, pois corresponde a um documento que possui as demonstrações financeiras referentes ao exercício encerrado. As empresas listadas no Nível 1 devem incluir nesse documento as demonstrações dos fluxos de caixa da companhia, discriminadas em fluxos de operação, dos financiamentos e dos investimentos referentes ao exercício encerrado.

Já o das informações anuais (IANs) refere-se a um documento que todas as empresas listadas entregam à CVM e à Bolsa até o final de maio de cada ano, contendo informações corporativas. As empresas listadas no Nível 1 devem incluir a quantidade, as características e a evolução dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos membros do conselho de administração, diretores e membros do conselho fiscal.

As outras informações que as empresas listadas no Nível 1 de governança devem prestar são: realização de uma reunião pública anual com analistas, para apresentar projetos, perspectivas e situação econômica financeira da companhia com o intuito de aproximar os investidores com a companhia; divulgar um calendário anual que tenha os eventos corporativos como assembleias; divulgação de resultados financeiros, tanto trimestrais quanto anuais; reunião pública com analistas, reuniões do conselho de administração entre outros eventos; divulgar os termos dos contratos firmados com partes relacionadas, com o objetivo de fornecer aos acionistas elementos que possam avaliar os contratos em comparação às condições normais de mercado; divulgação mensal pelo acionista controlador das negociações relativas a valores mobiliários de emissão e de seus derivativos, cujo objetivo é garantir a transparência dos negócios que estão sendo realizados pela companhia.

Já na seção VI do regulamento de listagem do Nível 1, que diz respeito à distribuição pública, a companhia se compromete a manter no mínimo 25% das ações em circulação, garantindo o acesso a todos os investidores interessados e melhorando a liquidez e a pulverização das ações da companhia. O procedimento de dispersão deverá estar descrito no prospecto de distribuição pública. Já a deslistagem das empresas do Nível 1, para voltar ao mercado tradicional, é possível através da aprovação da decisão de uma assembleia. A saída de empresas do Nível 1 implica que elas não estarão mais obrigadas a cumprir com os requisitos do regulamento, ou seja, os investidores que investirem nessa empresa não terão mais a garantia dos compromissos assumidos pelos controladores da gestão.

Em 2012 as companhias listadas no Nível 1 apresentavam a parcela mais significativa no mercado. Segundo, quando os dados foram retirados do site da Bovespa, esse segmento constavam 32 companhias e, dentre elas, importantes empresas no que diz respeito ao volume negociado. São elas: Bradesco, Itaú, Panamericano, Gerdau, Randon, Usiminas, Vale e companhias de energia elétrica do Rio Grande do Sul, Minas Gerais, São Paulo e Paraná. É importante verificar o Apêndice 2 para que seja possível compreender a importância desse segmento. Mesmo sendo um dos mais básicos, muitas empresas, no ano de 2012, ainda estavam listadas nesse segmento. Isso significa por outro lado, que elas ainda não tiveram o

interesse de se enquadrar nas regras mais avançadas de confiabilidade do mercado, mas mesmo assim tendo uma importância e um volume negociado significativo para o mercado.

No Nível 2 de governança, as empresas precisam atender às exigências do Nível 1 e, adicionalmente, um conjunto mais amplo de práticas de governança relativas aos direitos societários dos acionistas minoritários, para garantir equilíbrio entre todos os acionistas. O conselho de administração da companhia deve ser composto por, no mínimo, cinco membros eleitos pela assembleia geral, dos quais no mínimo 20% deverão ser conselheiros independentes, com mandato unificado e que possam ficar no máximo dois anos, sem ter partes beneficiárias.

Algumas das regras societárias para manter o equilíbrio dos direitos dos acionistas são: ter negociação tanto de ações ordinárias – as que dão direito ao voto na assembleia dos acionistas – quanto às ações preferenciais – prioridade no recebimento de dividendos. As empresas listadas no Nível 2 de governança, mesmo com ações preferenciais, devem ter direito a voto restrito nas seguintes situações: transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia. Em caso de venda do controle acionário, o comprador terá que realizar uma oferta de compra para todos os acionistas detentores de ações ordinárias, e para as ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito, deverá ser oferecido, no mínimo, 80% do valor pago às ações ordinárias.

Outro ponto importante sobre o conselho de administração das empresas listadas no Nível 2 de governança, que consta no Regulamento de Listagem do Nível 2 de Governança Corporativa, é que esse conselho deve “elaborar e tornar público uma parecer prévio e fundamentado sobre toda e qualquer oferta pública de aquisição que tenha por objetivo as ações de emissão da companhia” (BM&FBOVESPA 2009b, p. 13). Essa manifestação do conselho de administração tem o objetivo de formar uma opinião favorável ou contrária à aceitação da oferta pública de aquisição de ações, sinalizando que é responsabilidade de cada acionista a decisão final sobre a aceitação, ou não, da referida oferta.

A adesão à câmara de arbitragem do mercado foi instituída pela Bolsa com o objetivo de agilizar a solução de eventuais conflitos societários, pois proporciona um grupo de árbitros especializados sobre as decisões societárias e que possuem uma alta qualidade técnica. A câmara é composta por no mínimo 30 árbitros, escolhidos pelo conselho de administração da BM&FBovespa, sendo que a cada dois anos há uma nova escolha a partir de nomes indicados por diversas entidades representativas dos participantes do mercado de capitais.

São participantes da câmara: a companhia listada no Nível 2, seus controladores, acionistas em geral, administradores, membros do conselho

fiscal e a bolsa. Os participantes ficam obrigados a resolver, por meio de arbitragem, toda e qualquer disputa ou controvérsia que possa surgir entre eles, relacionada ou oriunda, em especial, da aplicação, validade, eficácia, interpretação, violação e seus efeitos das disposições contidas na lei da S.As. no estatuto social da companhia, nas normas editadas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), pelo Banco Central (BACEN) e pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), bem como nas demais normas aplicáveis ao funcionamento do mercado de capitais em geral, além daquelas constantes do regulamento de práticas diferenciadas de governança corporativa Nível 2 [...] (BM&FBovespa, 2009b, p. 28).

Sobre as informações periódicas e eventuais que devem ser prestadas pelas empresas listadas no Nível 2, a diferença em relação ao Nível 1 é que as demonstrações financeiras devem ser traduzidas para o inglês. Já a saída das empresas listadas no Nível 2 pode ser realizada desde que a empresa comunique com 30 dias de antecedência à Bolsa e realize uma oferta pública de aquisição das ações em circulação, no mínimo, pelo valor econômico. O valor econômico é determinado por uma empresa especializada em calcular o valor econômico de empresas listadas na Bolsa.

A decisão das empresas de se enquadrar no perfil do segmento de listagem do Nível 2 trás benefícios tanto para a empresa, quanto para os acionistas que nela investem. No conjunto, melhora o perfil do mercado acionário brasileiro. Um dos benefícios que pode ser citado para as empresas que decidem listar-se no Nível 2 é a melhora da imagem institucional, pelo fato de ter diversos critérios de melhora dos direitos dos acionistas minoritários que resultam em aumento da demanda por ações, podendo também ter a consequência da valorização das ações da empresa. Já para os investidores, os benefícios são: ter uma maior precisão na precificação das ações, melhoria no processo de acompanhamento e fiscalização, maior segurança quanto aos direitos societários e redução de risco. Para o mercado acionário brasileiro, os benefícios desse segmento de listagem é que o mesmo resulta em aumento de liquidez, aumento de emissões, as empresas podem se tornar mais fortes e competitivas, proporcionando um dinamismo para a economia como um todo.

No segmento de listagem Nível 2, segundo BOVESPA (2012), apenas 19 empresas eram listadas nesse segmento. Entre as companhias, pode-se citar: Gol, Marcopolo, Net e Santander. Essas empresas escolheram ter um padrão mais elevado de governança para gerar um grau de confiabilidade maior para os seus investidores. No Apêndice 3 constam as 19 companhias listadas nesse segmento.

O maior nível de governança corporativa será discutido a seguir.

2.3 NOVO MERCADO

O Novo Mercado corresponde ao mais elevado padrão de governança corporativa, pois corresponde a um “[...] segmento especial, destinado à negociação de ações emitidas por companhias que, por meio de contrato, aderem a regras muito mais rigorosas do que as previstas em lei, no intuito de conferir maior credibilidade e assegurar menor risco aos investimentos realizados na Bolsa” (SOUZA, 2005, p. 98).

As companhias listadas nesse segmento têm uma mudança relevante na estrutura de capital, pois o Novo Mercado é direcionado à listagem de empresas que venham a abrir capital na bolsa de valores, enquanto os níveis 1 e 2 são para empresas que já possuem ações negociadas na BM&FBovespa. Desde a sua implementação, observa-se nas estatísticas de abertura de capital da Bovespa que a maioria das aberturas de capital têm sido nesse segmento, o que resulta no aumento do interesse das companhias em fazer parte desse segmento, conforme apresentado na tabela 1.

Lançado no ano 2000, o Novo Mercado estabeleceu desde sua criação um padrão elevado de governança corporativa altamente diferenciado. A partir da primeira listagem, em 2002, ele se tornou o padrão de transparência e governança exigido pelos investidores para as novas aberturas de capital (Bovespa, 2013c).

Tabela 1 – Estatísticas das aberturas de capital da BM&FBovespa

Ano	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Nº empresas.....	7	9	26	64	4	6	11	11	3
Novo Mercado.....	5	7	20	43	3	5	10	10	2
Nível 2.....	2	2	4	7	-	1	1	1	-
Nível 1.....	-	-	-	8	-	-	-	-	-
Mercado Tradicional.....	-	-	-	-	-	-	-	-	1
Bovespa Mais.....	-	-	-	-	1	-	-	-	-
BDR (1).....	-	-	2	6	-	-	-	-	-

Fonte: Bovespa (2013b).

(1) Os BDRs são certificados representativos de ações de emissão de companhias abertas, com sede no exterior, e emitidos por instituição depositária no Brasil.

Entre os principais requisitos para a listagem no Novo Mercado, o mais importante é assumir os compromissos societários que garantem o equilíbrio entre todos os acionistas. As principais regras desse segmento estão relacionadas com a estrutura de governança e direito

dos acionistas, nas quais a empresa deve emitir exclusivamente ações ordinárias com direito a voto. O conselho de administração deve ser composto por no mínimo cinco membros, sendo 20% dos conselheiros independentes e o mandato deve ser unificado e de, no máximo, dois anos.

Para as regras de distribuição pública e de dispersão acionária, a companhia que estiver listada nesse segmento tem que se comprometer de manter no mínimo 25% das suas ações em circulação com o intuito de manter a liquidez e a pulverização no mercado secundário. As empresas têm a obrigatoriedade de realizar uma oferta pública de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, na hipótese de fechamento de capital. Esse valor econômico assegura um preço mais justo para as ações, pois é baseado nas projeções de resultados futuros da companhia.

Quanto à distribuição pública, a companhia deverá garantir no seu prospecto o acesso a todos os investidores interessados. Nesse, encontram-se também outras informações relevantes, tais como: descrição dos fatores de risco, dos processos produtivos, análise das demonstrações financeiras, etc. Quanto maior for o número de informações que estiverem contidas no prospecto mais próximo da realidade será o valor da precificação da ação.

A divulgação de informações desse segmento de listagem é semelhante ao observado no Nível 2, pois as informações prestadas devem auxiliar na avaliação sobre o valor da companhia. As companhias listadas no Novo Mercado devem divulgar mensalmente as negociações com valores mobiliários da companhia, com dados financeiros completos, como relatórios trimestrais com demonstração de fluxo de caixa e relatórios consolidados revisados por um auditor independente. Por fim, deverá também disponibilizar relatórios financeiros anuais em um padrão internacionalmente aceito.

A Bovespa calcula o índice chamado de Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada – Novo Mercado (IGC-NM). O índice é utilizado com benchmark por investidores e gestores que tiverem interesse em avaliar carteiras de ações de companhias que estão listadas no nível mais elevado de governança corporativa. Esse índice tem como objetivo “medir o desempenho de uma carteira teórica composta por ações de empresas que apresentem bons níveis de governança corporativa e que estejam listadas no Novo Mercado” (BM&FBOVESPA, 2013, p. 2).

O índice IGC-NM possibilita avaliar o retorno ponderado das ações componentes dessa carteira teórica, pois sua metodologia permite que as ações sejam “ponderadas pela multiplicação de seu respectivo valor de mercado, considerando-se as ações disponíveis para negociação” (p. 3). A base do índice foi fixada da data de 28 de dezembro de 2006 em 1.000

pontos e a partir do início das negociações os pontos podem sofrer alterações conforme a oferta e demanda do mercado pela compra desse índice.

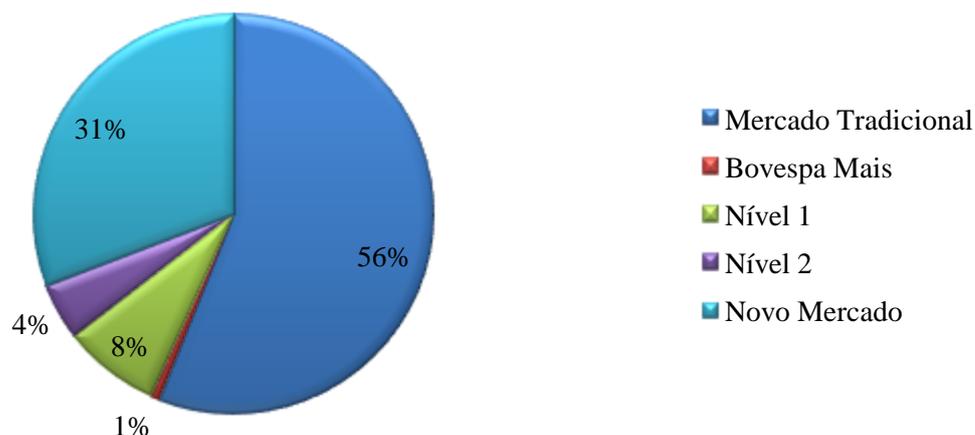
A participação de uma empresa no IGC-NM não poderá ser superior a 20%, quando de sua inclusão ou nas reavaliações periódicas. Caso isso ocorra, serão efetuados ajustes para adequar o peso do papel a esse limite. O divisor do índice será alterado sempre que necessário para acomodar inclusões ou exclusões e nas reavaliações das carteiras, ou ainda quando de eventuais ajustes decorrentes de proventos dados pelas empresas. O peso específico de cada ação no índice poderá ser alterado ao longo da vigência da carteira, em função da evolução dos preços de cada ação e/ou da distribuição de proventos pela empresa emissora (BM&FBOVESPA, 2013, p. 3).

Em relação aos critérios para a inclusão dessa carteira são contidas no índice todas as ações de empresas listadas no Novo Mercado. Segundo ainda BM&FBOVESPA (2013), os procedimentos para a inclusão dessas empresas tende a obedecer algumas regras. Se a empresa abrir o capital e estiver no segmento de listagem do Novo Mercado, suas ações serão incluídas na carteira teórica após o encerramento do primeiro pregão regular de negociação. E se as ações da empresa já forem negociadas na BM&FBOVESPA em outros níveis de listagem, ou até mesmo nenhum, estas “serão incluídas na carteira teórica após o encerramento do pregão anterior a seu início de negociação no Novo Mercado” (p. 3).

No ano de 2012, foram listadas no segmento do Novo Mercado 126 companhias, que estão definidas no Apêndice 4. Entre essas companhias listadas estão: BM&FBovespa, Cielo, Cyrela, Embraer, Gafisa, Localiza, Lojas Renner, Marisa Lojas, Magazine Luiza, Marfrig, Natura, OGX Petróleo e Gás, Rossi Residencial.

Sintetizando o número de companhias que se tem em cada segmento, obtêm-se a figura 1. É notável que o segmento do Novo Mercado têm a parcela mais significativa das listagens, mas também observa-se que ainda existem, no mercado de capitais brasileiro, muitas empresas que até o ano de 2012, não tinham se enquadrado ainda em nenhum dos segmentos de listagem. Essas são nomeadas de mercado tradicional.

Figura 1 – Quantidade de companhias listadas em cada segmento de listagem



Fonte: Bovespa (2012).

Apesar da importância de se enquadrar em um dos segmentos, muitas empresas ainda não se adaptaram à nova realidade do mercado. No final do ano de 2012 ainda muitas companhias não estavam listadas em nenhum dos níveis de governança comentados anteriormente, o número exato era de 229 companhias, o que corresponde a 56% do total das empresas que estavam operando no mercado de capitais.

Alguns dos fatores que podem explicar esse elevado percentual de empresas que ainda não estão listadas em nenhum dos níveis de governança é a percepção que essas regras não sejam necessárias para atrair investidores, ou então não ter interesse em divulgar todas as informações contábeis e financeiras para o público. Outro fator determinante para esse elevado número de empresas, algumas de grande porte como Petrobras e Ambev é pela imposição de ter o mínimo de 25% de suas ações circulando no mercado. Essa exigência do percentual de ações no mercado pode desestimular grandes empresas a aderirem um dos níveis de governança.

É nesse contexto em que a estrutura das empresas brasileiras adotam através da governança corporativa um novo perfil que será abordado o tema das *poison pills*.

3 POISON PILLS NO MERCADO BRASILEIRO

Esse capítulo irá tratar das *poison pills*, que corresponde a um mecanismo de proteção que as empresas que possuem seu capital pulverizado adotam em seu estatuto social para que se evite a dispersão acionária da empresa. As fusões e aquisições no mercado brasileiro se tornaram uma tendência mundial, que surge como resposta estratégica das organizações das aberturas de fronteiras comerciais.

Na seção 3.1 será definida origem e as principais características das *poison pills*. Já na seção 3.2 será analisado fundamentos e motivos das fusões e aquisições no contexto brasileiro.

3.1 DEFINIÇÕES E HISTÓRICO DAS *POISON PILLS*

As *poison pills* são mecanismos de proteção que tem por objetivo evitar a dispersão acionária no estatuto social das empresas de capital aberto que começam a ter uma pulverização do seu capital. Essas cláusulas têm a finalidade de tornar as aquisições mais difíceis e custosas, pois permite que se tenha um tempo maior para que acionistas e administradores possam realizar uma análise detalhada da proposta de aquisição (CAMILO, 2008).

A estrutura de controle das empresas pode ser dividida em: disperso, difuso ou definido. A estrutura com o controle disperso corresponde à ausência do controlador da empresa, que também pode ser chamada de estrutura de controle pulverizado. Já a estrutura com controle difuso é quando o controlador possui menos de 50% do controle da empresa. E, por fim, a estrutura com controle definido é quando o controlador tem 50% ou mais do controle da empresa.

A economia brasileira começa, ainda que timidamente, a verificar a proliferação de um modelo já bastante popular nos Estados Unidos e na Inglaterra há décadas, o das empresas que abdicaram da figura de um controlador definido e cujo maior acionista não detém mais do que 10% do capital (DATT, 2013, p. 38).

Segundo o mesmo autor, algumas das explicações para a opção do controle disperso podem ser: “[...] a chegada de investidores estrangeiros ao Brasil, sobretudo na última década, a crescente capacidade dos investidores institucionais em participar do dia a dia das

companhias nacionais e a grande onda de captações e abertura de capitais [...]” (p. 38). Esse novo estilo de estrutura tende a crescer pelo motivo dos proprietários abrirem mão do controle para obterem uma maior capitalização.

Existem defensores do modelo de estrutura com o controle disperso, pois acreditam que sem a figura do controlador tenha a vantagem de haver uma melhora na governança corporativa, pois as “[...] companhias com capital pulverizado geralmente demandam uma estrutura de gestão mais profissionalizada e o intuito é justamente assegurar que as decisões tomadas pelos principais executivos estejam alinhadas aos interesses da companhia e do quadro de acionistas [...]” (DATT, 2013, p. 40). Porém, essa ausência do controlador pode simplesmente mudar a natureza dos problemas com a governança. Não existe ao certo qual seria a melhor estrutura de controle que as companhias tendem a ter. Cabe a cada companhia analisar as vantagens e desvantagens que cada modelo possa oferecer e qual delas se enquadra em seu modelo de estrutura.

No momento em que as companhias se enquadram no perfil de capital pulverizado, torna-se ausente a figura do controlador majoritário. Sendo assim, a aquisição do controle acionário pode ocorrer de duas formas: adquirindo pequenos lotes de ações no mercado ou realizando uma oferta pública para a aquisição das ações. Essa última pode ser feita de duas maneiras, de uma forma amigável ou hostil. A oferta de forma amigável é negociada entre o interessado e o controlador da companhia e deverá ser realizada uma oferta pública obrigatória de aquisição das ações. A oferta hostil é quando a oferta em questão não é negociada, o interessado irá divulgar ao mercado sua intenção de adquirir o controle da companhia sem nenhuma negociação com o controlador, com os acionistas ou mesmo com o conselho de administração.

Segundo Camilo (2008), a origem das *poison pills* é observada no início da década de 1980 nos Estados Unidos, onde o controle da companhia era adquirido por meio de operações via mercado. O objetivo era de subdividir a companhia e se obter lucros com a venda de suas várias operações. Sendo assim, o objetivo da criação de mecanismos de defesa chamados de *shark repellents* tinha a finalidade de proteger as companhias com o capital disperso de uma tomada hostil de controle e tornar a companhia menos atrativa aos olhos dos rivais. A sua intenção é de preservar o direito e os interesses dos acionistas e proporcionar maiores retornos. Desde então, entre os diversos *shark repellents* o mecanismo mais utilizado são as *poison pills*.

Segundo Neto (2009) as *poison pills* se “difundiram amplamente no mercado norte americano, tornando-se parte da cultura societária daquele mercado” (p. 7). O mecanismo

passou por três gerações nos Estados Unidos, a primeira geração foi criada por Marty Lipton, em 1982, e se tratava da distribuição das ações preferenciais aos acionistas na forma de dividendos. No caso de uma incorporação, devido a aquisição, cada ação preferencial seria convertida em quarenta ações da empresa incorporadora. Essa geração resultou que o adquirente tivesse a sua participação diluída na companhia. Já a segunda geração de *poison pills*, denominada de “*flip-over pill*”, foi um mecanismo que proporcionava aos acionistas titulares das ações preferenciais no caso de uma incorporação, o direito de adquirir ações da companhia com descontos, o que também resulta na diluição da participação do adquirente.

Já a terceira geração, e mais utilizada atualmente, são as “*flip-in*” e “*flip-on*”, correspondem respectivamente por dar direito aos acionistas de comprarem ações da empresa com desconto, ou seja, inferior ao preço de mercado, e de dar direito aos acionistas de comprarem ações ordinárias do adquirente a um preço inferior ao do mercado, no caso de uma aquisição (GUIDI; SILVA, 2009).

O perfil de utilização das *poison pills* nos Estados Unidos está com a tendência de redução de implementação dessas cláusulas, pois muitas companhias condicionam a adoção de uma votação dos investidores para decidir se deve ser tomada essa medida de proteção. Essa votação é feita através do Comitê de Governança Corporativa dos Estados Unidos, que nomeia os membros dos órgãos de administração e que tem a obrigação de agir conforme o interesse dos acionistas, sendo assim, qualquer mecanismo de defesa tem que ter a aprovação dos acionistas.

No Brasil, a forma que se utiliza o mecanismo de defesa das *poison pills* é diferenciada, pois a aquisição hostil independe da aprovação dos controladores da companhia, como é feito nos Estados Unidos. A aquisição hostil está prevista na Lei de Sociedades Anônimas e na Instrução Normativa da CVM, que condiciona a aquisição do controle de uma companhia aberta à realização de uma Oferta Pública de Aquisições de Ações (OPA). A sociedade anônima é assim definida, pois o seu capital social é dividido pelo número de ações que a companhia possui. As sociedades anônimas podem ser de capital aberto ou fechado, sendo ambas obrigadas a disponibilizar seu estatuto social que contem todas as informações contábeis, jurídicas e financeiras sobre a companhia.

As *poison pills* tem a função de obrigar o acionista que atingir determinado percentual de participação da empresa a fazer uma oferta pública para adquirir a totalidade das ações. A intenção desse mecanismo é de desestimular futuros interessados em ter uma parcela significativa da empresa, através da compra na Bolsa de Valores, sem negociar diretamente com os acionistas principais. Esse direito nacional tem o objetivo de prolongar o tempo da

aquisição, permitindo que os controladores e administradores tenham a oportunidade de analisar a operação.

A tentativa pioneira de se adquirir o controle de uma companhia por intermédio de uma oferta pública de aquisição de ações no Brasil, ocorreu em 1971, ainda sob a égide do Decreto-Lei nº 2.627/40, quando a Macrosul S.A. publicou edital de oferta pública para a aquisição da totalidade das ações ordinárias do Sulbanco. [...] A referida oferta perdeu seu objetivo no dia seguinte ao da publicação do edital, quando a administração do Sulbanco divulgou a desistência da companhia em prosseguir com a operação de fusão com o Brasul. Isso fez com que a Macrosul retirasse imediatamente a sua oferta. Tendo em vista que, até então, não havia uma regulação específica para esse tipo de operação no ordenamento jurídico pátrio, a oferta realizada pela Macrosul provocou intenso debate no âmbito da comunidade jurídica e financeira do Brasil a respeito de sua validade (NETO, 2009, p. 27).

A segunda ocorrência de uma oferta pública da forma hostil foi em 2006, quando a Sadia fez a oferta para conseguir o controle da Perdigão. O autor reforça que “tal oferta, que só foi possível graças à pulverização do capital da Perdigão realizada no mesmo ano, foi a segunda tentativa de *takeover* que se tem registro de ter ocorrido no mercado brasileiro, e a primeira sob a regulação da Lei nº 6.404/76 e da Instrução CVM nº 361/2002”.

No Brasil, o conselho de administração não possui tanta representatividade como é visto no mercado americano. Os motivos dessa distinção, defendidos ainda segundo o mesmo autor, são: a deliberação sobre a emissão de valores mobiliários pela companhia é de competência da assembléia de acionista; a administração da companhia não possui tratamento equitativo entre seus acionistas; e a oferta pública de ações é direcionada apenas aos acionistas, e dessa forma impedindo o conselho de administração de interferir de uma forma direta. Por razão desses fatores e pelas características do Brasil em ter empresas com controladores definidos, que as *poison pills* possuem um caráter controlador.

A proteção da dispersão acionária no Brasil tem mecanismos estatutários para a proteção de tomadas hostis de controle diferentes das companhias norte americanas. Um dos fatores é a realidade nacional passar recentemente por um enorme crescimento e um aumento da participação do mercado de capitais brasileiro na economia (STUBER, 2009). É nesse cenário que surgem os mecanismos jurídicos de proteção contra tomadas hostis de controle. Assim, para adaptar-se a essa realidade, verifica-se a existência de três espécies de *poison pills* no instituto brasileiro: *poison pill* legal, *poison pill* contratual e *poison pill* estatutária.

A *poison pill* legal considera a regra do *taglong*, que está no art. 254-A, Lei nº 6.404/76 (Lei das Sociedades por Ações), a qual o adquirente deve realizar uma Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA) com direito a voto aos demais acionistas da

companhia, ou seja, o investidor que desejar adquirir mais do que um percentual pré-estabelecido entre 10% e 20% do total das ações ordinárias é obrigado a realizar uma OPA para a aquisição de todas as ações da companhia, com um preço mínimo acrescido de um prêmio do valor do papel. Além de proteger a empresa de uma aquisição hostil, esse mecanismo também é capaz de evitar que o acionista minoritário seja surpreendido com uma possível mudança brusca de controle da companhia. A *poison pill* contratual foi criada pelo legislador pátrio no art. 118, da Lei nº 6.404/76, e prevê acordos de acionistas sobre o poder de controle na empresa. Esse instituto tem a finalidade de dificultar a aquisição de controle da empresa por terceiros que são estranhos para a companhia. Já a *poison pill* estatutária é a que condiciona um determinado percentual de ações da companhia, que deve ser realizada na Oferta Pública de Aquisição de Ações. Na aplicação dessa espécie do instituto, a *poison pill* deve garantir tanto o interesse dos acionistas quanto o interesse da companhia (MAIOLI, 2011).

O mecanismo de proteção da dispersão acionária brasileira tem vantagens e desvantagens, que devem ser analisadas para que seja possível uma melhor compreensão dessas cláusulas que são impostas nos estatutos sociais das empresas de capital aberto. Uma das vantagens é que a *poison pill* permite que se tenha um tempo maior para que uma aquisição hostil possa ser feita, permitindo que acionistas e administradores possam analisar a operação com o objetivo de encontrar a melhor solução tanto para a empresa quanto para os demais acionistas. Outra vantagem é que as *poison pills* podem evitar uma possível mudança de controle indesejada, e dessa forma impede ofertas coercitivas pelo adquirente e protege os acionistas (STUBER, 2009).

Uma das desvantagens associadas a *poison pill* é o impedimento de aquisições de negócios eficientes, pois dificultam possíveis bons negócios que poderiam ocorrer por meio do mercado. Outro fator que também é classificado com uma desvantagem é que a *poison pill* permite que a diretoria e o Conselho de Administração tenham um grande poder sobre as decisões da empresa, e esse poder pode resultar em uma má administração ou então impossibilitar a transferência de controle.

A utilização das *poison pills* no instituto brasileiro é uma forma de proteger as empresas de capital aberto de aquisições hostis, que todas as empresas que têm seu capital pulverizado estão sujeitas a ter. As cláusulas impostas nos estatutos sociais visam impedir essa forma de “compra” de uma parte da empresa. Essa proteção da dispersão acionária tem vantagens e desvantagens, e cabe à cada empresa, aos acionistas e à diretoria, analisar se vale a pena estar sujeita as regras de utilização das *poison pills*.

Nesse contexto da utilização das *poison pills* que será abordado as fusões e aquisições, pelo fato de ser o resultado que essas cláusulas de proteção acionária podem gerar no mercado brasileiro.

3.2 FUSÕES E AQUISIÇÕES

As mudanças estratégicas que começam a dar sustentação para a economia brasileira, são definidas por Rosseti (2001) pelos seguintes fatores: inserção global competitiva, na qual se passa a ter uma ruptura das barreiras de entrada que intensifica o fluxo de trocas e redução dos mecanismos de proteção em quase todos os mercados; a desestatização, que ocorre na substituição do papel do Estado como produtor pelo Estado regulador; fim dos monopólios e modernização institucional.

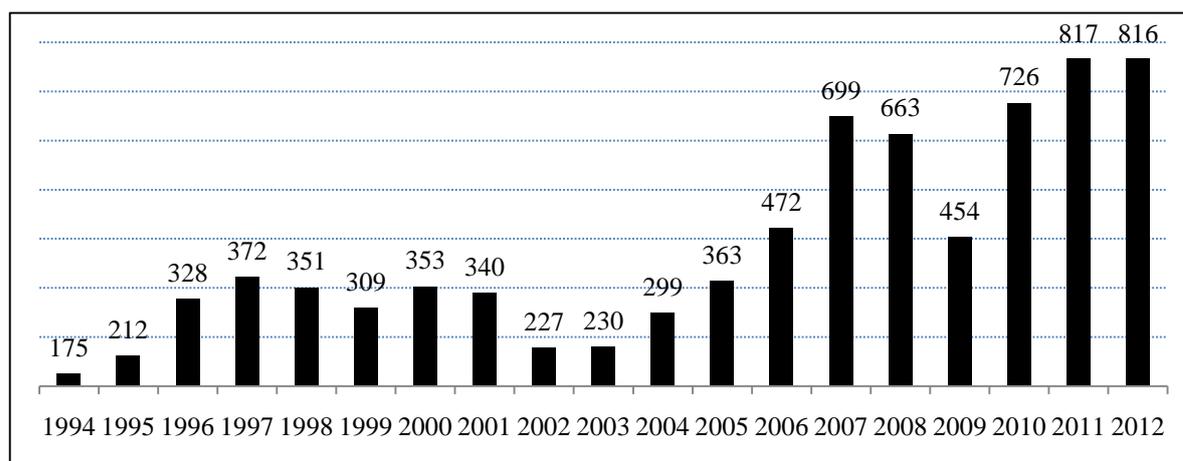
As grandes transformações que ocorreram no Brasil nos anos 1990, em relação à orientação estratégica da economia, à operacionalidade das empresas e aos fundamentos macroeconômicos são pontos fundamentais para o entendimento do contexto das fusões e aquisições no mercado brasileiro. A operacionalidade das empresas se caracteriza nesse período pela desregulamentação, competição, eficiência gerencial, busca por economias crescentes de escala, entrada de novos *players* para alterar a estrutura da competição, e, por fim, uma predisposição para ter alianças, associações, fusões e aquisições. As características que implicam esse novo modelo de inserção do país na emergente economia globalizada são: estabilização monetária, desregulamentação dos mercados, flexibilização das relações econômicas internacionais para atrair capital externo com a finalidade de realizar investimentos produtivos.

É nesse novo enquadramento estratégico que se insere um dos mais importantes ciclos de transformação do modelo empresarial brasileiro: o ciclo da reengenharia dos negócios, com mudanças praticamente diárias nas estruturas de competição dos mercados. Entre as formas de reengenharia adotadas, predominaram as aquisições e as fusões. [...] foi no ano 1990 que eles passam a ser adotadas em larga escala, difundindo-se em todos os setores produtivos (ROSSETTI, 2001, p. 71).

Ainda segundo o autor, são seis razões centrais para esse novo ciclo. A primeira seria a globalização dos mercados reais, que nos anos 1990, “enquanto o Produto Mundial Bruto cresceu à taxa anual de 2,48%, os fluxos globais no setor real da economia cresceram à taxa anual de 6,12%” (p. 71). A segunda razão seria a intensificação dos fluxos mundiais de

investimentos estrangeiros diretos, a maior parte desses fluxos corresponde a 75%, sendo destinado às fusões e aquisições. A terceira razão seria a redução dos mecanismos tradicionais de proteção. Nos anos 1980 as tarifas médias de proteção da indústria nacional eram superiores a 40% e no final dos anos 1990, essas tarifas passaram para 12%. A quarta razão foi a remoção das barreiras, a partir de uma expressiva participação dos fluxos globais de investimentos externos para países emergentes, teve como destino o Brasil. A quinta razão seria o processo de privatizações e a sexta os processos sucessórios em empresas familiares. Esse último decorreu da intensificação desses processos nessa década, pois grandes empresas familiares chegaram exatamente nesse período na sua terceira geração, e que corresponde à geração mais difícil de passar por processos sucessórios, devido ao distanciamento dos ideais do fundador. O resultado dessa sexta razão é que se amplia o mercado das aquisições, pois as empresas ficam mais vulneráveis nesse período.

Gráfico 1 – Evolução anual do número de fusões e aquisições no Brasil, 1994 - 2012



Fonte: KPMG (2013). Elaborado pela autora a partir de KPMG (2013).

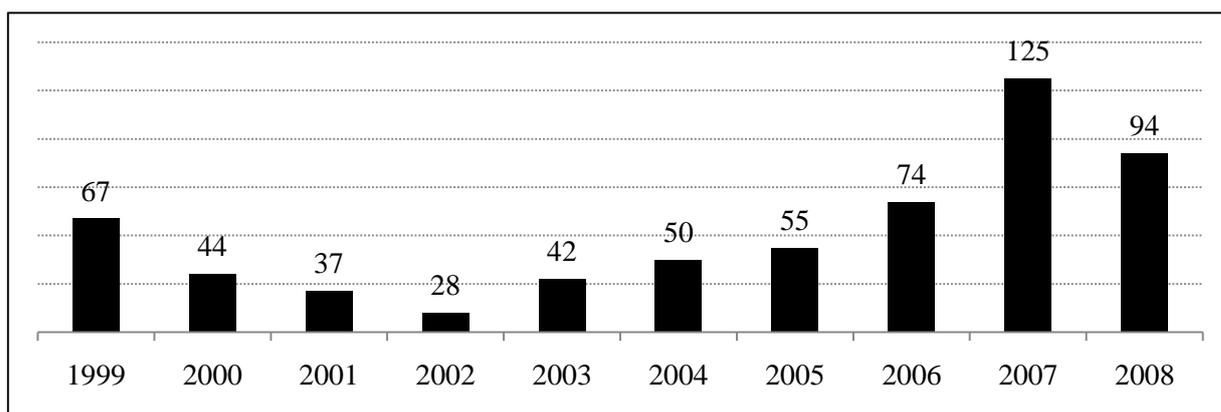
No gráfico 1 é possível observar a evolução anual do número das fusões e aquisições no período de 1994 à 2012. Nos anos 1990, o triênio mais intenso do crescimento do ciclo das fusões e aquisições no Brasil foi o período de 1995 a 1999. Essa evolução é o reflexo das alterações que ocorreram nesse período, são: a estabilização dos preços feita através do Plano Real, a redução da inflação, a redução do risco Brasil, o crescimento do PIB e o aumento da participação do capital estrangeiro. Esse conjunto de fatores inicia o crescimento da importância das fusões e aquisições no mercado brasileiro.

Segundo os diretores executivos do Banco de Investimento do *Citi Bank* – disponível no *youtube*² – Jean Marc Dreyer e David Panico, o mercado brasileiro apenas seguiu uma tendência mundial, que mostrou um intenso fluxo de capital em transações de fusões e aquisições. Esse crescimento é observado no ano de 2010, que registrou a 160 bilhões em transações de fusões e aquisições anunciadas. Esse valor elevado corresponde à uma resposta da consolidação do mercado brasileiro de acesso ao crédito.

Não há divulgação oficial sobre o número de fusões e aquisições ocorridas no Brasil. A contagem é feita isoladamente pelas consultorias. Segundo dados da Deloitte, em 2012, o mercado de fusões e aquisições no Brasil alcançou 736 operações. As empresas norte americanas lideram as compras de ativos brasileiros, com participação de 45% do total das aquisições estrangeiras no país (AGUILAR, 2013, p. 63).

No gráfico 2 é possível verificar a quantidade de transações de fusões e aquisições realizadas no Brasil, no período de 1999 e 2008. “O período 1999 e 2002 passou por uma série de crises que provocou a redução na quantidade de transações, iniciando-se com a crise cambial de 1999, [...] pelos atentados terroristas nos EUA e pela crise da Argentina, em 2001 [...]”(MARTELAC; PASIN; PERERIRA, 2010, p. 237). Esse período termina em 2002, com a crise da sucessão presidencial do Brasil, que registra o volume mais baixo de transações de fusões e aquisições no período analisado.

Gráfico 2 – Volume de transações de fusões e aquisições realizadas no Brasil – em R\$ milhões



Fonte: Anbid, citado por MARTELAC; PASIN; PERERIRA, 2010, p. 237.

Os fatores determinantes da fusão, na visão de vários autores, podem ser sintetizados em quatro aspectos: “racionalizar a produção, adotar processos tecnológicos, reorganizar as

² Disponível em: <http://www.youtube.com/watch?v=sniwcU27weY> Acesso em 05 nov. 2012

estruturas e evitar a concorrência” (BULGARELLI, 2000, p. 27). Nesse último aspecto, a fusão pode evitar efeitos da livre concorrência pois permite que a sua estrutura interna racionalize o processo produtivo, reduzindo custos, sustentando preços e evitando grandes competidores que possam surgir no mercado. As fusões correspondem as condições atuais da economia responsáveis por determinar os reais fatores para a utilização do processo fusionista, pois só a prática e a análise de cada caso que irá determinar os fatores para que uma fusão seja concluída. Segundo Barros (2009), a importância das operações de fusão e aquisição é que são capazes de definirem uma nova estrutura da economia global, gerando impactos no desenvolvimento da economia como um todo.

A diferenciação das operações de fusão e aquisição é um ponto muito importante de ser analisado para que a compreensão do contexto das aquisições hostil possa ser entendida. A fusão está descrita no art. 228 da Lei nº 6.404/1976, que segundo Bulgarelli (2000) “trata-se da união de duas ou mais sociedades que se extinguem dando lugar a criação de uma nova, que as sucede em todos os direitos e obrigações” (p. 219). A união dos patrimônios que irá formar uma sociedade com direitos e obrigações novas, sendo assim, as sociedades se unem e deixam de existir legalmente, assim formando uma empresa nova, com um novo nome e uma nova identidade cultural.

O processo de fusão é bem simplificado: aprovando o protocolo, pelas assembleias gerais das sociedades participantes ou pelos seus sócios, serão nomeados os peritos para a avaliação dos patrimônios líquidos respectivos. Apresentados os laudos, será convocada assembleia geral, ou reunião, para tomar o conhecimento e resolver sobre a constituição definitiva da nova sociedade, sendo proibido aos sócios ou acionistas votar no laudo de avaliação do patrimônio líquido da sociedade em que fazem parte. Constituída a nova sociedade, incumbirá aos primeiros administradores promover o arquivamento e a publicação dos atos de fusão (BUGARELLI, 2000, p. 219).

Já as operações de aquisição ocorrem quando a compra do controle acionário de uma empresa por outra resulta no desaparecimento legal da empresa que foi comprada. Esse processo de integração é mais complexo pelo fato de exigir um maior grau de investimento e de controle para que a operação seja concretizada. As aquisições podem ocorrer de duas maneiras, de forma amigável ou de forma hostil. A primeira ocorre quando as duas sociedades irão se beneficiar e se ajudam para que o processo possa ser concluído. As aquisições de forma hostil ocorrem quando a compra de uma parcela significativa da empresa é feita através do mercado aberto, contra a vontade do conselho de administração. A empresa que possui um elevado percentual das suas ações no mercado aberto, está sujeita a esse fenômeno. Um

possível concorrente interessado em dominar uma parcela significativa do mercado em que atua poderá recorrer a esse processo, basta ter o capital para efetuar a compra das ações.

Uma vez definida a intenção da compra é iniciado o processo de aquisição propriamente dito, começando pela due diligence, quando são realizados levantamentos e análises sistematizadas sobre a empresa a ser adquirida. Normalmente essa etapa é centrada nas análises financeiras decorrentes dos valores relativos a taxas, impostos ou questões legais que influenciam na estrutura da transação em si, com o objetivo de auxiliar na definição do preço a ser pago (TENURE; CANÇADO, 2005 p.12).

Segundo mesmos autores, as próximas etapas da aquisição correspondem à negociação e a integração, a primeira corresponde a “elaboração de um plano pré-fechamento da aquisição. [...] Do plano devem constar a estrutura organizacional e hierárquica e a composição do time de integração, definindo-se o seu gestor e o cronograma de ações” (p.12). Já a próxima etapa corresponde a integração que corresponde a finalização do processo para que se ocorra uma aquisição.

As principais vantagens e motivos para agentes econômicos se interessarem em fusões e aquisições, segundo Martelanc, Pasin e Pereira (2010) são: ganhos na economia de escala, viabilização da expansão em curto prazo, redução dos riscos do desenvolvimento interno, aumento do poder de mercado, remoção de concorrentes potenciais, remoção de barreiras à entrada em novos mercados, entre outros.

Analisada a evolução que os processos de fusão e aquisição tiveram no mercado brasileiro que será abordada as principais características desse ciclo de transformação do modelo empresarial brasileiro, especialmente no ano de 2012, que será o período analisado nesse trabalho de pesquisa.

3.2.1 Características das fusões e aquisições em 2012

As principais características das operações de fusões e aquisições para o ano de 2012 será abordada nesta subseção, como base em relatórios de auditorias independentes realizadas pela KPMG.

A *KPMG Corporate Finance* realiza pesquisas de fusões e aquisições no Brasil desde 1994 de operações concluídas e divulgadas que possuem envolvimento com empresas estabelecidas ou com presença no país. A *KPMG Corporate Finance* corresponde a uma subdivisão da área de *Financial Advisory Services* da KPMG, que é uma rede global de

prestação de serviços de auditoria independente. Estudos realizados por esse grupo são caracterizados como referência de pesquisa na economia brasileira (KPMG, 2013).

No último relatório divulgado sobre o comportamento das fusões e aquisições do primeiro trimestre de 2013 constam diversas características das fusões e aquisições que ocorreram em 2012. Tais como os setores que tiveram maior importância, a distribuição geográfica das transações, a participação dos países nos números de transações *cross border* e os países que investiram para a entrada de capital estrangeiro no Brasil.

A tabela 2 apresenta o ranking dos setores que tiveram maior destaque nas transações de fusões e aquisições no Brasil no ano de 2012. As *domestic* representam as transações feitas entre empresas de capital brasileiro e as *cross border* representam as transações que foram feitas de empresas brasileiras com empresas do exterior. Observa-se na tabela que os 10 setores que tiveram uma maior participação nas operações representam 54,65% do total das operações realizadas no ano de 2012. Isso significa que esses setores têm uma forte influência para o mercado de fusões e aquisições no Brasil.

Tabela 2 – Ranking setorial de transações de fusões e aquisições em 2012

Setor	Domestic	Cross border	Total
Tecnologia da informação	38	66	104
Serviços para empresas	19	46	65
Empresas de internet	12	44	56
Alimentos, bebidas e fumo	18	28	46
Shopping centers	24	12	36
Imobiliário	22	11	33
Companhias energéticas	20	10	30
Telecomunicações e mídia	10	17	27
Produtos químicos e farmacêuticos	5	20	25
Instituições financeiras	12	12	24
Publicidade e editoras	11	13	24
Mineração	6	17	23
Educação	12	7	19
Petrolífero	6	13	19
Produtos químicos e petroquímicos	3	15	18
Eletroeletrônico	3	14	17
Lojas de varejo	12	4	16

(continua)

Setor	(conclusão)		
	Domestic	Cross border	Total
Seguros	10	6	16
Hospitais e laboratórios	12	2	14
Hoteis e restaurante	10	4	14
Serviços portuários e aviários	11	3	14
Outros	66	110	176
TOTAL	342	474	816

Fonte: Elaborado pela autora a partir de KPMG (2013).

Outro aspecto abordado no relatório da KPMG foi a distribuição geográfica das transações no ano de 2012. Esse é um fator importante para a compreensão da localidade das empresas responsáveis pelas 816 operações de fusões e aquisições ocorridas em 2012.

Tabela 3 – Distribuição geográfica das transações de fusões e aquisições em 2012

Estado	Número de transações
Acre	1
Alagoas	3
Amazonas	8
Amapá	1
Bahia	42
Ceará	13
Distrito Federal	19
Espírito Santo	17
Goiás	17
Maranhão	8
Minas Gerais	70
Mato Grosso do Sul	7
Mato Grosso	7
Pará	10
Paraíba	8
Pernambuco	16
Piauí	4
Paraná	59
Rio de Janeiro	137

(continua)

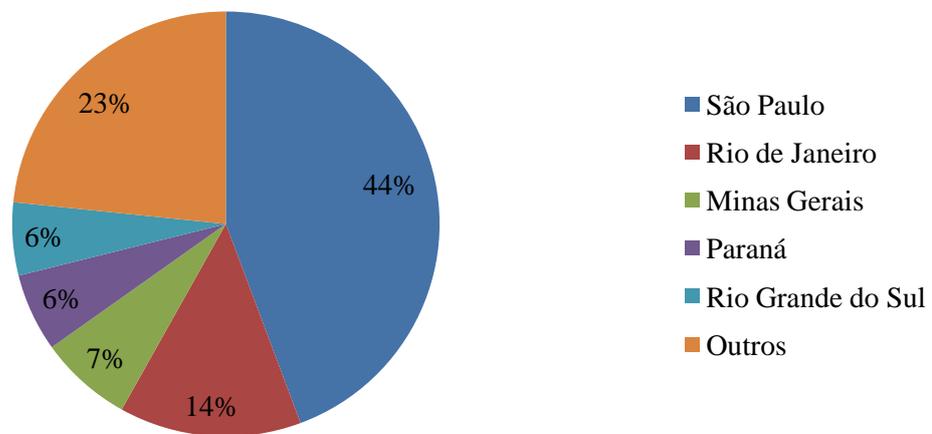
(conclusão)

Estado	Número de transações
Rio Grande do Norte	7
Rondônia	5
Rio Grande do Sul	55
Santa Catarina	35
Sergipe	1
São Paulo	440
Tocantis	3
Total	993 (1)

Fonte: Elaborado pela autora a partir de KPMG (2013).

(1) Algumas transações envolveram empresas com unidades em mais de um Estado.

Figura 2 - Distribuição geográfica dos 5 estados com maiores transações de fusões e aquisição em 2012



Fonte: Elaborado pela autora a partir de KPMG (2013).

Na figura 2 é importante ressaltar a importância dos 5 Estados que tiveram o maior número de operações de fusões e aquisições. São Paulo e o Rio de Janeiro tiveram a maior participação no ano de 2012, respectivamente, 44% e 14%, segundo o relatório da KPMG. Esses dois valores expressivos podem ser relacionados com os setores que tiveram maior importância nas transações, que foram: tecnologia de informação; serviços para empresas; alimentos, bebidas e fumo; *shopping centers*; imobiliário; companhias energéticas;

telecomunicação e mídia; instituições financeiras. Esses setores estão diretamente ligados a esses dois Estados devido ao perfil de industrialização que eles se encontram.

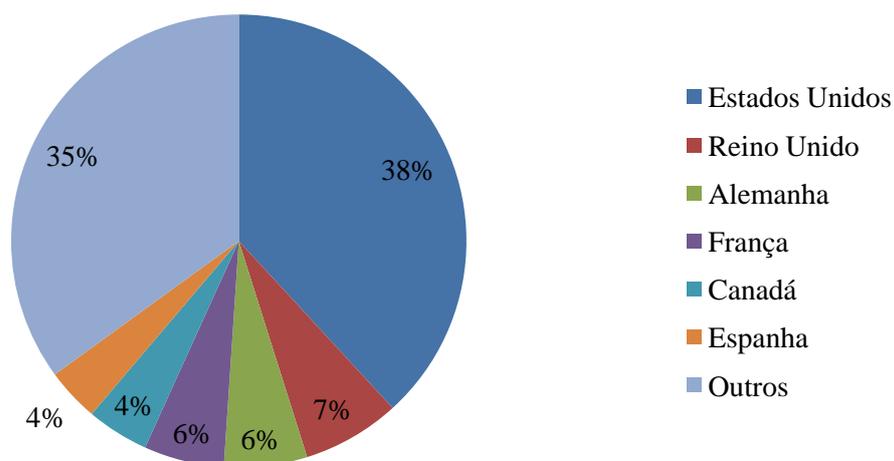
Outra característica abordada no relatório da KPMG foi a participação dos países no número de transações *cross border*. O número total de transações nesse segmento foi de 474, conforme consta na tabela 4. Os países que mais investiram em fusões e aquisições no Brasil foram: Estados Unidos, Reino Unido, Alemanha, França, Canadá e Espanha.

Tabela 4 – Participação dos países no número de transações *cross border* em 2012

País investidor	Transações
Estados Unidos	181
Reino Unido	33
Alemanha	28
França	27
Canadá	21
Espanha	18
Outros países	166
TOTAL	474

Fonte: Elaborado pela autora a partir de KPMG (2013).

Figura 3 – Participação dos 6 países que tiveram o maior número de transações *cross border* em 2012.



Fonte: Elaborado pela autora a partir de KPMG (2013).

Na figura 3 é possível verificar o percentual elevado que os Estados Unidos tem na participação de transações em fusões e aquisições feitas no Brasil no ano de 2012 se comparado com investimentos de outros países.

Segundo Alexandre Pierantoni, sócio da PwC [...] toda a cadeia de consumo no país está mais atrativa. Entre os setores que dominaram os processos de fusões e aquisições estão o de tecnologia, varejo, educação, saúde, cosméticos e serviços financeiros. [...] Entre os fatores de atração de investimentos estão, principalmente, a nova classe média, os eventos esportivos e o pré-sal, diz Luiz Afonso Lima, diretor da Sociedade Brasileira de Estudos de Empresas Transnacionais (Sobeet). "Como não existem mais mercados virgens, o modelo de fusões e aquisições tem prevalecido em todo o mundo" (MACHADO, 2012).

Essas características que o autor aborda em sua resenha, mostram as oportunidades para os empresários vindos do exterior para investir no Brasil. O fato do país ter uma perspectiva de crescimento, "aumento de renda média, necessidade de infra estrutura, oportunidades de consolidação de setores. [...] significa oportunidades para os empresários e empresas" PIERANTONI (2013).

Com essa análise detalhada sobre o comportamento que tiveram as operações de fusões e aquisições no ano de 2012 no mercado brasileiro que será aprofundado a reação que essas transações podem ter no mercado de capitais brasileiro, através de estudos estatísticos já realizados nessa área.

3.2.2 Reação do mercado de capitais para anúncios de fusões e aquisições

Os processos de fusão e aquisição envolvendo empresas que possuem capital aberto correspondem a um evento corporativo altamente complexo e controverso, pelo fato de envolver diversas variáveis que precisam ser analisadas, tanto no curto quanto no longo prazo (BARBOSA; CAMARGOS; ROMERO, 2008).

A incorporação de informações divulgadas ao mercado aos preços dos títulos diz respeito à eficiência informacional de um mercado. Em um mercado de capitais eficiente a divulgação de um processo de fusão e aquisição deve ter incorporado aos preços dos títulos, as expectativas dos investidores quanto aos resultados futuros do processo de combinação empresarial, sejam positivas, negativas ou de indiferença. Quanto mais rápida e precisa for essa incorporação, mais eficiente é tido o mercado (BARBOSA; CAMARGOS; ROMERO, 2008. p. 5).

A teoria da eficiência de mercados é utilizada para medir os retornos dos acionistas. Conforme Fama (1970, citado por BARBOSA; CAMARGOS; ROMERO, 2008)³ há três formas de eficiência de mercado: fraca, semi-forte e forte. A diferenciação de formas de eficiência está relacionada com o grau de precisão e velocidade que os preços respondem as informações que ficam disponíveis para os investidores. A forma fraca corresponde quando os preços refletem exatamente as informações do histórico do comportamento dos preços dos títulos. A semi-forte seria quando além do histórico do comportamento dos preços dos títulos, todas as outras informações que são publicamente disponíveis influenciam o preço dos títulos. Já a forma forte corresponde quando os preços refletem todas as informações que ficam disponíveis para os acionistas, as históricas, as públicas e também as privadas.

As fusões e aquisições que ocorrem em empresas de capital aberto podem ocorrer por diversos motivos dentre eles: “expansão/internacionalização, compra de ativos por preços favoráveis, melhoria gerencial e tecnológica, aumento da liquidez dos proprietários, estratégia de defesa contra aquisições hostis, acesso a novos mercados e, principalmente, a busca por sinergias” (CAMARGOS; ROMERO, 2006, p. 61). Os anúncios que forem feitos dessas operações tende a ter um impacto direto no valor das ações no mercado, pela tentativa dos investidores anteciparem possíveis ganhos ou perdas desses processos.

Quando o impacto das fusões e aquisições é positiva no preço dos títulos resulta na maximização da riqueza do acionista. Há diversos estudos que procuram evidenciar se os processos de fusões e aquisições têm como regra um resultado para a reação do mercado de capitais. Em três trabalhos de pesquisa, feitos por um mesmo autor, porém abordando períodos diferentes, chegou através de estudos econométricos em três resultados distintos.

No artigo publicado por Camargos e Barbosa (2005) foi avaliada a reação do mercado e a rentabilidade das ações de 30 séries de observações de 24 companhias diferentes, listadas na bolsa de valores de São Paulo que passaram por divulgação de processos de fusão ou aquisição no período de 1994 a 2002.

A metodologia utilizada foi um estudo de evento. No tratamento estatístico foram realizados os testes *one-way* ANOVA e o teste T para uma amostra (*one-sample test*). Conclui-se que os processos de fusão ou aquisição estudados não causaram impactos significativos estatisticamente no preço das ações, apesar da tendência de queda da média dos retornos anormais após a divulgação do evento, e que esses processos não resultaram em ganhos reais, contrariamente à hipótese da maximização da riqueza dos acionistas. [...] Não se fez distinção entre setores econômicos das firmas,

³ FAMA, E. F.; Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. The Journal of Finances, v. 25, n. 2, p. 383-417, May 1970.

bem como não se excluíram firmas do setor financeiro [...] (CAMARGOS; BARBOSA, 2005, p. 33 - 40).

Os resultados obtidos nesse artigo foram que das 30 séries de observação estudadas, 8 tiveram retornos anormais acumulados negativos, e 22 tiveram retorno positivo. A conclusão obtida foi que “o mercado não apresentou uma reação estatisticamente significativa aos anúncios dos processos de fusão e aquisição estudados [...] em razão do alto nível de complexidade, risco e incerteza desses processos [...]” (p. 50). Ou seja, o resultado obtido demonstra que a hipótese da maximização da riqueza não foi confirmada para as fusões e aquisições estudadas nesse artigo publicado no ano de 2005.

Outro artigo publicado por Camargos e Romero (2006) foi analisado a eficiência do mercado de capitais brasileiro pelo estudo do comportamento de retornos anormais acumulados no anúncio de três eventos corporativos (fusões e aquisições; lançamento de *american depositary receipts*⁴; e adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa). A pesquisa foi feita apenas em sociedades anônimas de capital aberto listadas na Bovespa. A amostra foi formada por 34 ações preferenciais de empresas que passaram por 32 processos de fusões e aquisições no período de 1994 a 2001.

Foi constatado que os anúncios de fusões e aquisições, lançamento de ADRs e adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa contêm conteúdo informacional relevante para a precificação das ações no mercado, identificado pelo aumento do desvio padrão na data da sua divulgação. [...] Os resultados também forneceram indícios de que o mercado avaliou de maneira negativa os anúncios de fusões e aquisições. [...] (CAMARGOS; ROMERO, 2006, p. 72).

A metodologia utilizada nesse estudo foi o teste da hipótese da eficiência de mercado por meio de um estudo de evento. E o resultado obtido para o evento de divulgação de fusões e aquisições foi negativo para a amostra do período que foi analisado.

Outro artigo foi publicado pela Associação Brasileira de Engenharia de Produção (ABEPRO) no XXVIII Encontro Nacional de Engenharia de Produção realizado no Rio de Janeiro em outubro de 2008. Os autores Camargos, Barbosa e Romero analisaram dados acionários diários de uma amostra com 72 processos de fusões e aquisições ocorridas no período de 1996 a 2004.

⁴ *American depositary receipts* (ADR) são títulos negociáveis nas principais bolsas dos Estados Unidos que permite o investimento em empresas transacionem em outros mercados.

A metodologia utilizada nesse artigo foi a amostra de companhias de capital aberto listadas na Bovespa não financeiras que tiveram processos de fusão ou aquisição, e período analisado foi de dois anos entorno do anúncio do evento. Ou seja, foi utilizada a cotação da ação de determinada companhia dois anos antes e dois anos após a divulgação de uma fusão ou aquisição para o mercado.

[...] Este trabalho deu sua contribuição, ao fornecer evidências de que processos de fusão e aquisição de empresas brasileiras analisadas resultaram na criação de valor para os acionistas por meio da valorização acionária, mas, entretanto, com o mercado brasileiro comportando-se de maneira eficiente, quando do anúncio de grandes fusões e aquisições (BARBOSA; CAMARGOS; ROMERO, 2008, p. 14).

Os resultados obtidos da valorização das ações com o preço acima da média do mercado foi positivo, pois o mercado demonstrou com a hipótese de eficiência de mercado, que se comportaram de maneira eficiente, realizando os devidos ajustes nos preços das ações quando ocorria alguma divulgação de processos de fusões e aquisições.

Quadro 2 – Comparativo dos artigos com o estudo da reação do mercado para anúncios de fusão e aquisição

Ano	Autores	Período analisado	Amostra	Resultado
2005	CAMARGOS; BARBOSA	1994 - 2002	30 observações; 24 companhias; listadas na Bovespa	Mercado não apresentou reação estatisticamente significativa aos anúncios de F&A
2006	CAMARGOS; ROMERO	1994 - 2001	34 ações preferenciais; 32 processos de fusão e aquisição; listadas na Bovespa	Mercado avaliou de maneira negativa os anúncios de F&A
2008	CAMARGOS; BARBOSA; ROMERO	1996 - 2004	72 processos de fusão e aquisição; listadas na Bovespa	Mercado valorizou as ações nos anúncios de F&A se o mercado se comportar de maneira eficiente

Fonte: Elaboração pela autora.

O quadro 2 sintetiza estudos estatísticos em torno da reação do mercado quando as empresas de capital aberto passam por processos de fusões ou aquisições. Nota-se que não há um padrão nos estudos realizados, pois o tema é bastante complexo e envolve uma série de variáveis, que dificultam estudos nessa área. Para se chegar a uma conclusão exata seria preciso que todas as variáveis envolvidas no mercado de capitais se mantivessem constantes, para se obter o resultado de como realmente a precificação das ações reagem na ocasião desses eventos corporativos. Mas como na realidade o mercado está sujeito a inúmeras

variações, tanto externas como internas, torna-se muito difícil saber qual o resultado da reação das ações das empresas que passam por este processo.

3.2.3 Comitê de Fusões e Aquisições

O Comitê de Aquisições e Fusões (CAF) que foi formalizado em agosto de 2013, constitui em uma “entidade de natureza de natureza privada, formada por representantes dos principais participantes de mercado de valores mobiliários brasileiro e que funciona como base em um modelo de autorregulação voluntária” (AMEC, 2013 p. 4).

Os membros do CAF deveram ser eleitos pelos membros das seguintes instituições financeiras: AMEC, ANBIMA, BM&FBOVESPA e IBGC.

O CAF foi criado com o objetivo de assegurar as condições equitativas nas ofertas públicas de aquisição de ações e de operações de reorganização societária envolvendo companhias abertas que desejam voluntariamente se submeter as regras impostas pelo comitê.

Uma das principais regras do CAF é a realização de uma oferta pública por atingimento de participação relevante. Apesar de o percentual de qual seria uma posição acionária relevante não ter sido preestabelecido pelo comitê, este deve ficar entre 20% e 30% do capital e será decidido nos estatutos das próprias companhias abertas. A idéia é que, ao atingir esse percentual, o investidor ou o grupo de investidores lance uma oferta de compra a todos os acionistas (ENNES, 2012).

As companhias que decidirem seguir o código de autorregulação terão que se comprometer em fazer as reformas necessárias em seus estatutos sociais e cumprir com todas as exigências impostas pelo comitê. Sendo assim, estarão submetidas à regulação e fiscalização do CAF no que se refere a ofertas públicas de aquisição de ações e operações de reorganização societária.

Essa recente criação do CAF resulta na importância das operações de fusões e aquisições no Brasil para o mercado, pois a criação de um comitê envolvendo diferentes instituições financeiras para regular e fiscalizar esses processos.

Com a contextualização abordada no capítulo 2 e 3 que será formulado o problema de pesquisa deste trabalho. Será analisada a influência das *poison pills* nas fusões e aquisições das companhias listadas no Novo Mercado.

4. INFLUÊNCIA DA POISON PILLS NAS AQUISIÇÕES NO MERCADO

O cenário econômico dos períodos analisados é um fator decisivo para a interpretação dos resultados da pesquisa. Segundo o BACEN (2007) o valor referente ao percentual de crescimento da produção industrial para 28 de dezembro de 2007 foi de 5,82. Já a taxa de câmbio, correspondente à média do período foi de 1,93. E o percentual de crescimento do PIB para o final do ano de 2007 foi de 5,19. Analisando os gráficos disponíveis nesse relatório, verifica-se que todo o ano de 2007 demonstrou um crescimento econômico devido ao cenário aquecido no período para a economia brasileira.

No ano de 2007, segundo o BACEN (2008), “o desempenho dos indicadores de sustentabilidade externa traduziu o quadro favorável das contas externas brasileiras” (p. 7). A situação positiva para a economia brasileira no ano de 2007 permitiu o aumento das reservas internacionais e a redução do estoque da dívida externa. Esses dois fatores contribuíram para o fortalecimento do balanço de pagamentos e conseqüentemente contribuindo para a resistência da economia brasileira a possíveis choques externos.

Com essa perspectiva do cenário econômico para o Brasil no ano de 2007 é possível concluir que o número de empresas que abriram capital nesse mesmo período é resultado do momento positivo para o mercado brasileiro. Segundo Bovespa (2013b) o número de empresas que abriram capital na BM&FBOVESPA no ano de 2007 foi de 64 companhias.

No ano de 2012, segundo BACEN (2012) o valor referente ao percentual de crescimento da produção industrial para 28 de dezembro de 2012 foi de -2,31. A taxa de câmbio, correspondente à média do período foi de 1,96. E o percentual de crescimento do PIB para o final do ano de 2012 foi de 0,98. Neste ano, o cenário econômico em relação ao mercado, foi totalmente diferente do ano de 2007.

Segundo o Boletim do BACEN (2013) a atividade econômica mundial desacelerou no decorrer de 2012, devido ao “agravamento da crise fiscal, bancária e política na Europa; a redução no ritmo da recuperação econômica nos EUA; e o aumento da aversão ao risco nos mercados financeiros” (p. 11). Para o Brasil, o resultado desse quadro econômico externo foi a redução do dinamismo da sua atividade econômica.

Esse conjunto de fatores externos e internos resultou em uma economia brasileira desaquecida para o ano de 2012. Segundo BACEN (2013), a redução da formação bruta de capital fixo foi decorrência dos desdobramentos das incertezas no panorama externo sobre a

confiança dos empresários. Sendo assim, o número de aberturas de capital na BM&FBOVESPA para o ano de 2012, foi de apenas 3 companhias (BOVESPA, 2013b).

Analisando os dois períodos, 2007 e 2012, observam-se cenários econômicos totalmente diferentes, o que contribui para justificar os valores encontrados na pesquisa. O capítulo 4 descreve a metodologia da pesquisa, apresenta o levantamento de dados no período e os resultados obtidos.

4.1 METODOLOGIA DA PESQUISA

O estudo sobre as *poison pills* no Brasil foi realizado através de uma análise comparativa da utilização desse mecanismo de proteção nos estatutos sociais das companhias listadas no Novo Mercado no período de 2007 e 2012. A pesquisa foi feita com base nos estatutos sociais que a CVM possui arquivado em seu sistema de Informação Periódica e Anual que estão disponibilizados no site. Essas informações que a CVM divulga são obtidas através de um formulário que todas as empresas que possuem capital aberto são obrigadas a responder após cinco meses decorridos o término do exercício social, o Formulário de Informação Anual (IAN).

A primeira etapa correspondeu a busca dos resultados sobre a existência da cláusula de proteção acionária nas companhias listadas no Novo Mercado no ano de 2007. A referência básica para esta etapa foi a dissertação de mestrado de Marco Antonio Papera Monteiro, de julho de 2008, publicada pela CVM. A identificação dessas cláusulas de barreira corresponde ao percentual do valor do gatilho para acionar a solicitação do registro de uma oferta pública para aquisição da totalidade das ações de emissão da companhia.

A amostra que a pesquisa de Monteiro (2008) utilizou foram as companhias listadas no Novo Mercado da BOVESPA, “[...] tendo em vista que é o segmento no qual estão listadas as empresas com maior pulverização do capital, além de ser o segmento de maior visibilidade no mercado de capitais brasileiro [...]” (p. 40). A importância desse segmento de listagem deve-se ao fato da exigência de um nível mais elevado de governança corporativa para garantir ao acionista, direitos e informações sobre a companhia que eles possuem uma parcela de capital.

A fonte de dados utilizada pelo autor para realizar a pesquisa foi o mesmo Formulário de Informações Anuais enviado a CVM, porém o período de corte do levantamento de dados

foi a data de 05 de maio de 2008. Essa data indica que a pesquisa foi feita nos formulários enviado para a CVM até esse período.

Além dessa fonte de dados, o autor utilizou o Sistema Económica para verificar a dispersão acionária das companhias através do *free float*. A partir desses dados foi possível identificar a estrutura de controle das companhias listadas no segmento do Novo Mercado.

Com as informações encontradas na dissertação de Moneiro (2008) foi possível a realização dessa pesquisa comparativa. A constatação do número de empresas que estão listadas no segmento de Novo Mercado da Bovespa no ano de 2012 foram facilmente obtidos através do site da Bovespa que publica anualmente quais empresas se encontram nessa categoria. Para esse trabalho de pesquisa, a amostra corresponde às companhias listadas no segmento do Novo Mercado extraídas do site da Bovespa no dia 04 de novembro de 2012.

O próximo passo da pesquisa corresponde à análise do estatuto social das empresas listadas no Novo mercado para relacionar quais delas possuem o mecanismo de proteção à dispersão acionária, as *poison pills*. Os estatutos sociais que correspondem a base dessa pesquisa foram encontrados no site da CVM, na opção de pesquisa por IAN, filtrada por data e pela categoria de estatuto social. O período de corte para a busca desses estatutos foi o último Formulário de Informações Anuais enviados a CVM entre as datas 01 de janeiro de 2012 até 19 de setembro de 2013.

Será estudado o estatuto social de cada companhia listada no Novo Mercado, uma vez que é neste documento que se encontra o valor do gatilho que cada companhia adota para acionar a solicitação do registro de uma oferta pública para aquisição da totalidade das ações de emissão. Também foi possível verificar, através do sistema Económica, a estrutura de controle de cada empresa, se é difuso, disperso ou definido.

Com esse levantamento de dados foi possível concluir se ocorreu um aumento ou uma redução do número de empresas listadas na categoria de Novo Mercado. Outro ponto a ser considerado foi a alteração na média do valor do gatilho acionado para a realização de uma OPA e, por fim, a análise da alteração da estrutura de controle das empresas que adotaram o mecanismo de defesa de dispersão acionária.

Outro tópico analisado nessa pesquisa foi o valor da cotação do Índice de Governança Corporativa Diferenciada – Novo Mercado (IGC-NM). O objetivo do índice é medir o desempenho das ações das companhias que estão listadas no Novo Mercado e avaliar o seu retorno para o investidor que decidir investir nessa carteira teórica de ações. A inclusão das companhias na carteira teórica do índice corresponde a todas as ações emitidas dessas companhias listadas no Novo Mercado da BM&FBOVESPA. O responsável por calcular esse

índice é a Bovespa, e sua interpretação é através de pontos, da mesma forma como o índice Bovespa.

Por último, a pesquisa tem o objetivo de concluir se as empresas que estavam listadas no segmento de Novo Mercado no período de 2007 e 2012, e que possuíam as cláusulas de proteção acionária, as *poison pills* tiveram influência de fusões e aquisições no mercado de capitais brasileiro.

4.2 LEVANTAMENTO DE DADOS 2007 E 2012

Com base no estudo já realizado por Monteiro (2008) o primeiro passo desta etapa é listar as empresas que estavam no segmento do Novo Mercado. Logo após especificar se essas companhias possuem ou não o mecanismo de proteção à dispersão acionária, também conhecida como *poison pills*.

O estudo referido verificou que no ano de 2007 tinha-se 100 companhias listadas no segmento do Novo Mercado da BOVESPA⁵. As companhias listadas nesse segmento encontram-se no Apêndice E. Dessas 100 companhias, 56 constavam em seu estatuto social cláusulas de proteção à dispersão acionária, as *poison pills*. Segundo o autor, as companhias que adotaram essas cláusulas tinham a obrigação da “realização de OPA por acionistas que atingirem determinado percentual das ações emitidas pela firma, gatilho” (p.46). A definição que o autor utiliza para o gatilho corresponde ao valor percentual que é atingido para que acionar a realização de uma oferta pública de aquisição. A relação dessas companhias com a indicação de seus gatilhos consta no Apêndice F, contudo as informações são sintetizadas na tabela 5 a seguir.

Tabela 5 – Distribuição das companhias com *poison pills* por gatilho adotado - 2007

Gatilho (%)	Quantidade de companhias
10	3
15	17
20	28
25	3

(continua)

⁵ Verificar observação do Apêndice E.

(conclusão)

Gatilho (%)	Quantidade de companhias
26	1
30	1
35	3
Total	56

Fonte: Monteiro (2008) p. 47

A tabela 5 relaciona a quantidade de companhias que adotou determinado percentual de gatilho para acionar a solicitação do registro de uma oferta pública para aquisição da totalidade das ações de emissão da companhia.

[...] Verifica-se claramente que um grande contingente de companhias brasileiras listadas com *poison pills* optaram por fixar o gatilho em 15% ou 20%, ainda que, a princípio, não haja indícios de que as companhias se utilizaram de um critério comum para definir esses percentuais. [...] As características dos dispositivos adotados no Brasil variam conforme a empresa, porém, de um modo geral, as cláusulas determinam que a OPA deve ser dirigida indistintamente a todos os acionistas da companhia [...] (MONTEIRO, 2008 p. 48).

Em relação a estrutura de controle abordada no trabalho de Monteiro (2007), as informações foram extraídas dos formulários IAN e confrontados com as informações extraídas do Sistema Econômica, “como forma de possibilitar a identificação da estrutura de controle das companhias com *poison pills*” (p.40). A informação retirada do sistema Econômica foi o *free float*, que corresponde ao valor da dispersão acionária das companhias. Essa informação extraída do sistema permite identificar o percentual das ações que estão nas mãos dos acionistas, excluindo, segundo o autor, as ações pertencentes ao acionista controlador, aos diretores, aos conselheiros de administração e as ações em tesouraria.

O resultado obtido na pesquisa de Monteiro (2008) para a distribuição das companhias com *poison pills* em 2007, está contida no Apêndice F. A tabela 6 resume essas informações para que seja possível uma visualização do cenário da estrutura de controle das companhias que estavam listadas no Novo Mercado e que tinham o dispositivo de proteção acionária, as *poison pills*.

Tabela 6 – Distribuição das companhias com poison pills conforme sua estrutura de controle - 2007

Estrutura de controle	Quantidade de companhias
DISPERSO	8
DIFUSO	20
DEFINIDO	28
Total	56

Fonte: Monteiro (2008) p. 52

A definição para o autor dessa classificação de estrutura de controle é a seguinte: definido “quando a companhia aberta possui acionista detentor de mais de 50% das ações com direito a voto”; difuso é quando o “acionista controlador detentor de menos de 50% das ações com direito a voto; e disperso “quando a empresa não possui acionista controlador” (p. 59).

Segundo ainda o autor, as companhias que possuem controlador definido não há “a possibilidade de uma tomada de controle hostil, através da aquisição de ações no mercado, de forma a justificar a adoção de um dispositivo que evitasse tal procedimento” (p. 52). Ou seja, as companhias que possuem controlador definido, que na pesquisa feita com as companhias em 2007, correspondem a 50% desse tipo de estrutura de controle, estão se defendendo ainda mais de futuras aquisições no mercado.

De acordo com a pesquisa realizada para as companhias listadas em 2012, das 126 companhias no Novo Mercado, 65 que adotaram um percentual de gatilho para acionar a solicitação da oferta pública de aquisição. As empresas listadas no Novo Mercado em 2012 constam no Apêndice D.

O valor do gatilho foi encontrado através da leitura dos 126 estatutos sociais, disponíveis no site da CVM, através do formulário de informação anual, para identificar quais companhias adotam o mesmo mecanismo da pesquisa de Monteiro (2008). A relação das companhias listadas no Novo Mercado com os valores do gatilho constam no Apêndice G.

A tabela 7 apresenta de forma resumida as informações contidas no Apêndice G em relação ao valor do gatilho para acionar a oferta pública de aquisição.

Tabela 7 - Distribuição das companhias com *poison pills* por gatilho adotado - 2012

Gatilho (%)	Quantidade de companhias
5	1
10	3

(continua)

(conclusão)

Gatilho (%)	Quantidade de companhias
15	14
20	32
25	6
30	5
33	1
35	3
Total	65

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos dados obtidos através dos estatutos sociais disponibilizados no site da CVM.

Observa-se na tabela 7 que a grande maioria das companhias adotaram o percentual do gatilho em torno de 15% e 20%. Esse valor acionado é classificado como uma cláusula de proteção acionária e sendo determinada nesse trabalho como *poison pills*.

Em relação a estrutura de controle, não foi possível extrair os dados da pesquisa de Monteiro (2008) com a mesma ferramenta do *free float*, pois os operadores do sistema Econômica informaram por telefone, no dia 01 de outubro de 2013, que não utilizam mais essa ferramenta. O resultado da estrutura de controle foi obtido do mesmo sistema, porém se chegou ao resultado de outra maneira.

As companhias listadas no Novo Mercado só possuem ações com direito a voto, e todas as empresas que possuem mais de 5% dessas ações tem a obrigação a divulgar esse controle. Com base nessas características que foi extraída as informações do sistema Econômica.

As duas informações que permitiram concluir a estrutura de controle das companhias listadas no Novo Mercado em 2012 foram: o valor percentual das ações com direito a voto do principal acionista; e o valor percentual dos acionistas que detém menos de 5% das ações com direito a voto. Com essas informações extraídas do sistema Econômica que foi possível realizar a classificação da estrutura de controle das companhias listadas no Novo Mercado e que tiveram cláusulas de proteção acionária de seu estatuto.

A classificação da estrutura de controle definida é quando o principal acionista detém em suas mãos 50% ou mais das ações com direito a voto. O controle difuso corresponde quando o principal acionista detém menos de 50% das ações com direito a voto. E por último, o controle disperso é quando os acionistas que possuem menos de 5% das ações com direito a

voto, classificados como “outros” no sistema Economática, representam 50% ou mais dessas ações em circulação.

Na tabela 8 é possível verificar as informações relacionadas com a estrutura de controle que estão descritas no Apêndice G.

Tabela 8 - Distribuição das companhias com poison pills conforme sua estrutura de controle – 2012

Estrutura de controle	Quantidade de companhias
DISPERSO	21
DIFUSO	31
DEFINIDO	13
Total	65

Elaborado pela autora a partir dos dados extraídos do sistema Economática.

Na classificação do controle disperso, a média do valor percentual dos acionistas que detém menos de 5% das ações com direito a voto foi de 66%. Na classificação do controle difuso, a média do valor percentual do acionista principal que detém menos de 50% das ações foi de 29%. Já a classificação do controle definido, a média do valor percentual do acionista que detém mais de 50% das ações com direito a voto foi de 58%.

Sendo assim, das companhias pesquisadas que possuem *poison pills*, no ano de 2012, nota-se que a estrutura de controle predominante é o controle difuso.

Em relação ao valor da cotação do Índice de Governança Corporativa – Novo Mercado (IGC – NM) foi analisado o valor de mercado do índice diretamente relacionado com a posição do valor das companhias que compõem esse índice. Esse valor é calculado através da multiplicação da quantidade de ações que cada companhia listada no Novo Mercado possui participação pela sua respectiva cotação de mercado.

Tabela 9 – Valor de mercado do IGC-NM em 2007

Mês	Número de companhias	Valor de mercado em R\$
Janeiro	47	227.993.758.318,87
Fevereiro	51	236.475.254.357,16
Março	53	240.074.135.877,31
Abril	62	265.239.594.098,86
Mai	63	298.002.566.992,33
Junho	69	329.199.548.118,19

(continua)

(conclusão)

Mês	Número de companhias	Valor de mercado em R\$
Julho	80	372.009.835.211,90
Agosto	81	361.867.177.702,96
Setembro	82	382.958.587.578,69
Outubro	89	432.825.794.980,13
Novembro	90	434.141.642.502,84
Dezembro	92	434.241.646.806,93
Média	71,58	334.585.795.212,18

Fonte: Elaborado pela autora a partir de Bovespa (2013a).

Tabela 10 – Valor de mercado do IGC-NM em 2012

Mês	Número de companhias	Valor de mercado em R\$
Janeiro	124	711.912.855.395,47
Fevereiro	125	765.210.756.484,1
Março	125	772.191.460.658,83
Abril	127	761.524.255.369,84
Mai	128	700.232.019.087,71
Junho	129	704.491.950.246,81
Julho	129	723.513.987.067,73
Agosto	127	740.946.183.783,79
Setembro	127	743.021.140.607,95
Outubro	126	748.526.268.122,55
Novembro	126	744.315.700.849,65
Dezembro	127	800.784.276.688,78
Média	126,66	743.055.904.530,26

Fonte: Elaborado pela autora a partir de Bovespa (2013a).

Nas tabelas 9 e 10 verificam-se os valores de mercado que o IGC-NM apresentou durante cada mês para os anos de 2007 e 2012. Percebe-se que o número de companhias aumentou para a formação desse índice e a média do valor de mercado também teve um aumento de mais de 50%.

O aumento de companhias listadas no Novo Mercado interfere diretamente no resultado do valor de mercado desse índice. O aumento da importância da companhia estar listada em um segmento mais elevado também colabora para esses resultados, pois o

segmento Novo Mercado está criando forças e reconhecimentos por parte dos investidores nos últimos anos, por corresponder ao mais elevado padrão de governança corporativa.

Com todas essas informações pesquisadas que foi possível realizar as comparações necessárias para os períodos analisados e obter os resultados para se ter conclusões sobre esse estudo.

4.3 COMPARATIVO DOS ANOS 2007 – 2012

Sintetizando os dados que Monteiro (2008) obteve em sua pesquisa, com os dados levantados para o período de 2012 que é possível fazer várias comparações do cenário como um todo das companhias listadas no Novo Mercado, da utilização das cláusulas de proteção e da estrutura de controle.

Em 2007 tinha-se 100 companhias listadas no Novo Mercado e dentre elas, 56 tinham definido em seu estatuto social um determinado valor do gatilho para acionar a oferta pública de aquisição. Monteiro (2008) definiu esse comportamento como sendo uma cláusula de proteção acionária e definindo com *poison pill*. Para ser possível a realização de uma comparação, foi realizado o mesmo estudo para as empresas listadas no Novo Mercado em 2012. O resultado foi de 126 companhias no Novo Mercado e dentre elas, 65 havia em seu estatuto social um determinado valor de gatilho.

Em valores percentuais as companhias listadas em 2007, 56% delas tinham em seu estatuto o valor do gatilho. Já em 2012, o valor percentual foi um pouco menor, 51% das companhias listadas tinham o valor do gatilho definido no estatuto social de cada empresa. Percebe-se que mesmo com o aumento o número de empresas listadas no Novo Mercado o valor percentual de empresas que tiveram em seu estatuto social o valor do gatilho reduziu.

Em relação a estrutura de controle é interessante verificar na tabela 11 a distribuição percentual de cada estrutura para os ano de 2007 e 2012. Os dados da tabela 11 levam em consideração o número de 56 companhias com *poison pills* no ano de 2007 e 65 para o ano de 2012.

Tabela 11 – Distribuição percentual de cada tipo de estrutura de controle para os anos de 2007 e 2012

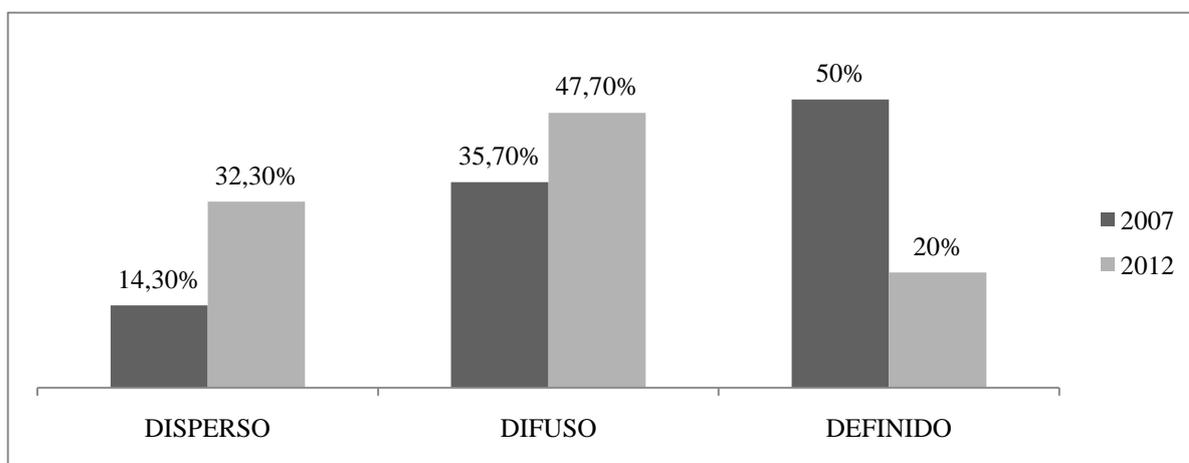
Estrutura de controle	2007 (%)	2012 (%)
DISPERSO	14,3	32,3
DIFUSO	35,7	47,7
DEFINIDO	50	20
Total	100%	100%

Fonte: Elaborado pela autora com base no estudo de Monteiro (2008) e de dados obtidos através do sistema Económica.

Na tabela 11 verifica-se a mudança de perfil das companhias listadas no Novo Mercado com as cláusulas de proteção acionária, para a estrutura de controle. No ano de 2007 era predominante a estrutura definida, onde o acionista controlador possuía controle de mais de 50% das ações com direito a voto, o que conseqüentemente reduz as chances de se ter ofertas de fusões e aquisições no mercado. Isso deve-se ao fato de uma única pessoa ou empresa possuir mais de 50% do controle da companhia, resultando que mesmo que tenha ofertas de aquisição, quem continuará no poder da empresa, será o acionista controlador.

Essa estrutura de controle se altera no estudo realizado no ano de 2012, pois 47,7% das companhias listadas no Novo Mercado com cláusulas de proteção acionária estão com a estrutura predominante de controle difuso. Ou seja, o acionista controlador nesse caso, possui menos de 50% das ações com direito a voto, aumentando as chances e deixando as companhias que adotam essa estrutura de controle mais vulneráveis a ofertas de fusões e aquisições através do mercado aberto.

Gráfico 4 - Distribuição percentual de cada tipo de estrutura de controle para os anos de 2007 e 2012



Fonte: Elaborado pela autora com base no estudo de Monteiro (2008) e de dados obtidos através do sistema Económica.

As mesmas informações contidas na tabela 11 estão no gráfico 4. Com o gráfico fica mais visível a alteração da utilização de cada estrutura de controle nas companhias listadas no Novo Mercado que possuem as *poison pills*.

A estrutura de controle que estava presente nas companhias estudadas em 2007, concluindo a partir do gráfico 4, era uma estrutura que dificultava as possibilidades de fusões e aquisições no mercado, pois além de terem cláusulas de proteção acionária, o controle era predominantemente definido, e com um valor bem baixo de companhias que tinham a estrutura de controle disperso ou até mesmo difuso.

A comparação para o ano de 2012 é que a redução do controle definido e aumento do controle disperso e difuso aumentam as possibilidades de aquisições e fusões no mercado. Isso poderá resultar no aumento da vulnerabilidade das companhias que tiverem esse perfil de alteração da estrutura de controle, pois mesmo com as cláusulas de proteção acionária, é possível que um investidor interessado em realizar uma oferta de aquisição faça isso através da compra de ações com direito a voto, pois essas estão no mercado aberto para qualquer investidor interessado.

É pertinente fazer uma ligação da alteração da estrutura de controle com o número de fusões e aquisições que ocorreram nesse mesmo período no mercado brasileiro. No ano de 2007 ocorreu no mercado brasileiro, segundo dados da KPMG (2013) 699 operações de fusões e aquisições. Já em 2012, esse número passou a ser de 816 operações. Esse crescimento de 16,73% das operações de fusões e aquisições pode ser decorrente dessa mudança de estrutura de controle das companhias. Pois não só as companhias que tinham em seu estatuto social o valor do gatilho, mas todas as companhias listadas no Novo Mercado em 2007 tinham, em sua maioria, a estrutura de controle definido. A mesma característica para as companhias estudadas em 2012, pois das 126 companhias do listadas no Novo Mercado, 60 delas estavam com a estrutura de controle difuso, representando 47,6% desse tipo de controle.

Outra comparação para ser feita é o valor do gatilho adotado nos dois períodos, em ambos a maioria das companhias adotam entre 15% ou 20% o valor do gatilho. Já média do gatilho adotado para cada tipo de estrutura de controle, para os dois períodos analisados, a média também se manteve quase inalterada, conforme demonstrado na tabela 12.

Tabela 12 – Média do gatilho adotado para cada estrutura de controle para os anos de 2007 e 2012

Estrutura de controle	2007 (%)	2012 (%)
DISPERSO	23	19
DIFUSO	20	21,4
DEFINIDO	18	18,6

Fonte: Elaborado pela autora com base no estudo de Monteiro (2008) e de dados obtidos através do sistema Economática.

Em relação ao Índice de Governança Corporativa Diferenciada – Novo Mercado (IGC-NM), a média do valor de mercado em reais do índice pode ser analisada de uma forma comparativa com os valores de mercado do Índice Bovespa (IBOV). As tabelas 13 e 14 apresentam esses valores.

Tabela 13 – Média do valor de mercado em R\$ do IGC-NM em 2007 e 2012

Ano	Média do número de companhias	Média do valor de mercado em R\$
2007	71,58	334.585.795.212,18
2012	126,67	743.055.904.530,27

Fonte: Elaborado pela autora a partir de Bovespa (2013a).

Tabela 14 – Média do valor de mercado em R\$ do IBOVESPA em 2007 e 2012

Ano	Média do número de companhias	Média do valor de mercado em R\$
2007	54,17	1.482.350.473.711,15
2012	63,25	1.910.268.842.535,17

Fonte: Elaborado pela autora a partir de Bovespa (2013d)

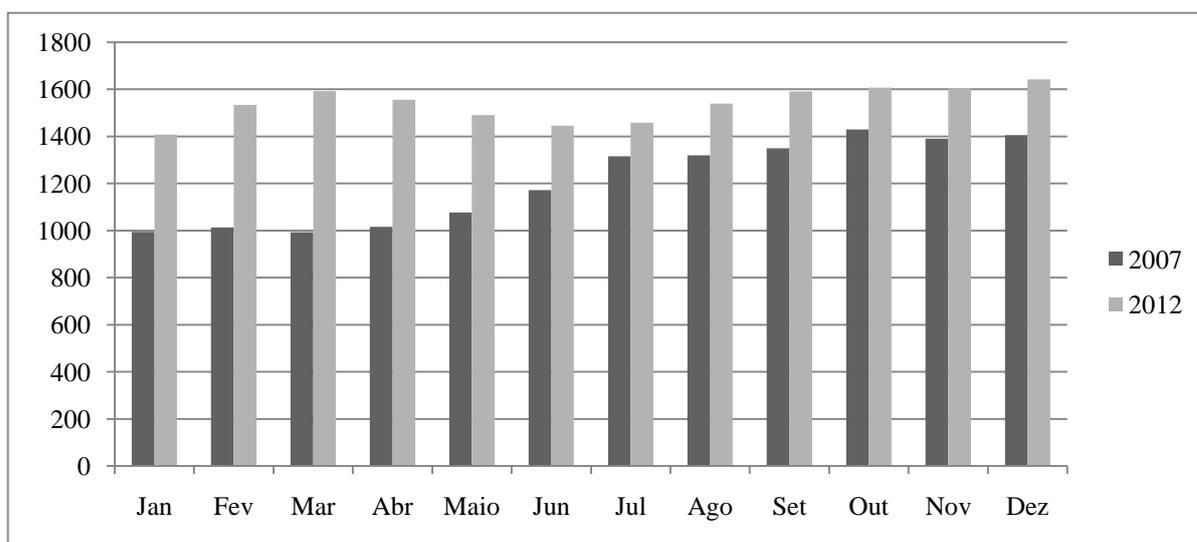
O IBOVESPA corresponde ao indicador mais importante do desempenho médio das cotações do mercado de capitais brasileiro, sendo classificado como indicador que representa o comportamento do mercado.

O cálculo do IBOVESPA é completamente diferente do IGC-NM, mas o que é importante analisar nas tabelas 13 e 14 é a média do valor de mercado que esses índices correspondem. Se comparado com a evolução a média por ano desses dois índices, percebe-se que o IGC-NM mais que dobrou o seu valor de mercado de 2007 para 2012. O que pode significar que a composição da carteira teórica desse índice está com valores de mercado

elevados por ser um índice recente no mercado brasileiro, que está apenas desde 2006 no mercado.

Ainda em relação ao IGC-NM, o comparativo dos valores da cotação média diária dessa carteira de ações consta no gráfico 5. Observa-se que os pontos de cotação desse índice tiveram um aumento em todos os meses em relação ao ano de 2007. Sendo assim, o índice teve uma evolução positiva na comparação dos períodos analisados.

Gráfico 5 – Cotação média mensal do IGC-NM 2007 – 2012 R\$



Fonte: Elaborado pela autora a partir de Bovespa (2013a).

4.4 RESULTADOS OBTIDOS

Percebe-se nessa pesquisa, um aumento no número de companhias listadas no segmento do Novo Mercado, que pode ser associado a busca pelas novas companhias de enquadramento no mais elevado padrão de governança corporativa, buscando oferecer para os acionistas uma maior transparência e confiabilidade.

Esse resultado do aumento das companhias no segmento do Novo Mercado pode ser verificado com o resultado da evolução do IGC-NM. Pois o mesmo foi criado em 2006 devido a importância desse segmento de listagem para o mercado de capitais brasileiro. A evolução desse índice demonstra que ao longo dos anos de 2007 e 2012 o segmento do Novo Mercado teve crescimento no que diz respeito a utilização.

Outro resultado encontrado nessa pesquisa foi a redução percentual do número de companhias que adotam o valor do gatilho como forma de proteção a dispersão acionária.

Essa redução da utilização do gatilho, que foi abordado no trabalho de Monteiro (2008) não pode ser conclusiva, pois analisando os estatutos sociais das companhias listadas no Novo Mercado é possível identificar outros meio de proteção acionária.

Além do valor do gatilho para acionar a solicitação do registro de uma oferta pública para a aquisição da totalidade das ações da companhia. As companhias podem inserir em seus estatutos sociais, cláusulas de barreira a fim de proporcionar o impedimento de outras empresas a terem interesse em realizarem operações de fusões e aquisições.

Um exemplo observado, na leitura dos estatutos sociais foi o Banco do Brasil, que mesmo sem ter o valor para acionar o gatilho, possuía impedimentos tais como: determinar a empresa responsável por definir o valor econômico da companhia e exigir que o adquirente pague a diferença do preço da oferta pública e o valor pago por ações nos últimos seis meses para os acionistas que venderem sua participação.

Outro resultado encontrado nessa pesquisa foi a alteração a estrutura de controle das companhias listadas no Novo Mercado. A estrutura de controle que em 2007 era predominantemente definido passou a ser em 2012, predominantemente o controle difuso.

Essa alteração de estrutura de controle pode estar diretamente relacionada com o aumento do número das fusões e aquisições no mercado brasileiro. A mudança do perfil das empresas em relação ao capital mais pulverizado proporcionou o aumento dessas operações no mercado brasileiro. A criação do Comitê de Aquisições e Fusões (CAF) que iniciou suas atividades em agosto de 2013 demonstra a importância das operações de fusões e aquisições para o mercado brasileiro.

O aumento do número de operações de fusões e aquisições em 2012 não foi impactado pela volatilidade do cenário externo no que diz respeito ao ingresso de capitais estrangeiros no Brasil nesse período. O balanço de pagamento do país no ano de 2012, segundo Boletim do Banco Central do Brasil (2013) registrou doze meses consecutivos com resultados positivos. Em relação ao investimento direto do país, apesar da redução do dinamismo da economia em termos absolutos, a “participação do Brasil no ranking de receptores defluxos de IED cresceu no ano e, segundo estimativas da Conferência das Nações Unidas sobre o Comércio e o Desenvolvimento (Unctad), o país foi o quarto principal destino desses capitais em 2012” (p. 12).

Todos os resultados encontrados nessa pesquisa estão interligados, ou seja, todos os tópicos abordados para analisar a influência das *poison pills* para as possíveis aquisições no mercado, vão ao encontro de um único resultado. A importância da governança corporativa no mercado brasileiro, a redução da utilização das *poison pills*, o aumento do número das fusões

e aquisições e a alteração da estrutura de controle evidenciam o crescimento do mercado de capitais brasileiro e resultando na criação do CAF para a fiscalização e controle desse mercado.

5. CONCLUSÃO

Conclui-se que a governança corporativa corresponde ao gerenciamento da gestão de uma organização e as relações entre os acionistas e os administradores. Dessa forma, possibilitando a administração dos conflitos que tentem a surgir com a separação entre a gestão e a propriedade. Os processos e práticas da governança corporativa são importantes pelo fato de prover a maximização da riqueza dos gestores e, em contrapartida, atender os direitos dos acionistas. O segmento do Novo Mercado corresponde ao mais elevado padrão de governança corporativa de listagem das empresas que possuem capital aberto. Sendo assim, a importância desse segmento corresponde ao fato de possuírem regras mais rigorosas de governança corporativa para conferir maior credibilidade aos investidores. Todas as companhias listadas nesse segmento são obrigadas a ter o mínimo de 25% das suas ações em circulação.

É nesse contexto de uma maior pulverização do capital que surge a importância das *poison pills*. A utilização dessa cláusula de proteção a dispersão acionária surge no Brasil como uma forma de proteção as empresas de capital aberta de possíveis aquisições hostis, que todas as companhias que possuem seu capital pulverizado, estão sujeitas a ter.

O objetivo principal da monografia foi verificar se as companhias listadas no Novo Mercado tiveram uma alteração da estrutura de controle no período de 2007 e 2012 e se essa mudança influenciou possíveis fusões e aquisições no mercado brasileiro. Foi possível alcançar esses objetivos através de um estudo detalhado nos estatutos sociais das companhias e pela pesquisa realizada das características sobre as fusões e aquisições no Brasil.

A metodologia utilizada foi o estudo comparativo dos resultados nos anos de 2007 e 2012. Os resultados sobre o número de companhias listadas no Novo Mercado, a utilização das cláusulas de proteção, o valor do gatilho acionado e a estrutura de controle sobre o período de 2007 já foram calculados na dissertação de Monteiro (2008).

O objetivo desse estudo comparativo foi analisar a tendência e as alterações obtidas nesse cenário em relação ao mercado brasileiro. Com os resultados e depois de feita a comparação, a questão central a ser respondida foi em relação às fusões e aquisições, ou seja, a possível influência dessas operações com a alteração da estrutura de controle das companhias pesquisadas.

Os resultados obtidos com a comparação dos períodos 2007 e 2012 em relação aos dados já calculados no trabalho de Monteiro foram: a) o aumento do número de companhias

listadas no Novo Mercado; b) redução percentual do número de companhias que adotam o valor do gatilho como forma de proteção a dispersão acionária, as *poison pills*; c) a alteração da estrutura de controle que passou a ser predominantemente definida para difusa.

Os outros resultados encontrados nessa monografia para explicar os efeitos das conseqüências da alteração dos valores encontrados foram: a) o crescimento de mais de 50% da média do valor de mercado em R\$ do IGC-NM; b) aumento do número das operações de fusões e aquisições no mercado brasileiro.

Logo, pode-se concluir que com os resultados encontrados há uma influência da utilização das *poison pills* com possíveis aquisições no mercado brasileiro no período de 2007-2012. A redução percentual do número de empresas que adotam esse mecanismo e a alteração da estrutura de controle das companhias pesquisadas, em contrapartida com o aumento do número das operações de fusões e aquisições que ocorreram no Brasil podem ser elementos que quando estudados em conjunto resultam nessa conclusão.

Em relação às limitações encontradas nesse trabalho de pesquisa, não foi possível encontrar por meio de fontes confiáveis os dados referentes aos anúncios de fusões e aquisições que ocorreram com as empresas listadas no Novo Mercado no período de 2007 e 2012. Pois a BM&FBOVESPA não tem disponíveis essas informações no site, e a CVM possui um processo muito burocrático para ter o auxílio de analistas para extrair essas informações.

A dificuldade encontrada nessa monografia foi em obter resultados conclusivos sobre a utilização das *poison pills*, pois o resultado encontrado pode ser uma possível influência, mas não uma certeza sobre a utilização dessa cláusula de proteção acionária.

O resultado do aumento da importância da governança corporativa no mercado brasileiro, a redução da utilização das *poison pills*, o aumento do número das fusões e aquisições e a alteração da estrutura de controle evidenciam o crescimento do mercado de capitais brasileiro e resultando na criação do CAF para a fiscalização e controle desse mercado.

A criação do Comitê de Aquisições e Fusões em agosto de 2013 resume todos os tópicos pesquisados nessa monografia. A evolução do mercado de capitais e o aumento do número de operações de fusões e aquisições foram tão importantes desde 2003 que as principais instituições financeiras do Brasil criaram esse comitê para melhorar a regulação desses processos.

A sugestão para novas pesquisas sobre esse tema seria o estudo sobre a criação do CAF e analisar como foi a reação das companhias brasileiras para a adoção voluntária desse

modelo de autoregulação. Essa comprovação poderá ser obtida nas próximas reformas estatutárias que as companhias irão disponibilizar através do Formulário de Informação Anual divulgada pela CVM.

REFERÊNCIAS

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, Jose Paschol. **Governança Corporativa, Fundamento, Desenvolvimento e Tendências**. 4.ed. São Paulo: Atlas, 2009.

AGUILAR, Adriana. Fusões e aquisições: transparência nas contas dá mais rapidez às operações. . **Valor Econômico**. Especial Governança Corporativa, p. 62-63, jul. 2013.

ASSOCIAÇÃO DE INVESTIDORES NO MERCADO DE CAPITAIS – AMEC. Código de autoregulação de aquisições e fusões. Disponível em: <<http://www.amecbrasil.org.br/doc2/Codigo.pdf>> Acesso em: 20 out. de 2013.

BANCO CENTRAL DO BRASIL – BACEN. **Relatório de Mercado Focus**, 2007. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pec/GCI/PORT/readout/R20071228.pdf>> Acesso em: 19 out. 2013.

BANCO CENTRAL DO BRASIL – BACEN. Boletim do Banco Central do Brasil In: **Boletim do Banco Central do Brasil** — Relatório anual 2008 Brasília: Bacen, 2013.p. 1-201. Disponível em: < <http://www.bcb.gov.br/ftp/histbole/Bol200802p.pdf>>. Acesso em: 22 out. 2013.

BANCO CENTRAL DO BRASIL – BACEN. Introdução. In: **Boletim do Banco Central do Brasil** — Relatório anual 2012 Brasília: Bacen, 2013.p. 1 - 2 . Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pec/boletim/banual2012/rel2012introd.pdf> >. Acesso em: 22 out. 2013.

BANCO CENTRAL DO BRASIL – BACEN. **Relatório de Mercado Focus**, 2012. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pec/GCI/PORT/readout/R20121228.pdf>> Acesso em: 19 out. 2013.

BARROS, Karla Cristina de. **Evolução do mercado de fusões e aquisições no Brasil**. Disponível em: <<http://www.ecrconsultoria.com.br/biblioteca/artigos/controladoria-estrategica/evolucao-do-mercado-de-fusoes-e-aquisicoes-ma-no-brasil>> Acesso em: 24 mai. 2013.

BM&FBOVESPA. **Regulamento de Listagem do Nível 1 de Governança Corporativa**, 2009a. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_nivel-1.asp> Acesso em: 03 abr. 2013.

BM&FBOVESPA. **Regulamento de Listagem do Nível 2 de Governança Corporativa**, 2009b. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_nivel-2.asp> Acesso em: 03 abr. 2013.

BM&FBOVESPA. **Índice de ações com governança corporativa diferenciada – Novo Mercado**. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/Indices/download/MetodologiaCompleta_IGC-NM.pdf> Acesso em: 19 out. 2013.

BOVESPA. **Empresas Listadas**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/Empresas-Listadas/BuscaEmpresaListada.aspx?indiceAba=2&seg=BM&Idioma=pt-br>> Acesso em: 04 nov. 2012.

BOVESPA. **Índice de ações com governança corporativa diferenciada – Novo Mercado**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoCapitalizacaoBursatil.aspx?Indice=IGNM&idioma=pt-br>> Acesso em: 19 out. de 2013a.

BOVESPA. **Estatísticas das Aberturas de Capital na BM&FBOVESPA**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/consultas/ipos-recentes/ipos-recentes.aspx?Idioma=pt-br>> Acesso em: 17 out. 2013b.

BOVESPA. **Listagens recentes**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/consultas/ipos-recentes/ipos-recentes.aspx?idioma=pt-br>> Acesso em: 28 abr. 2013c.

BOVESPA. **Índice Bovespa**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoCapitalizacaoBursatil.aspx?Indice=Ibovespa&idioma=pt-br>> Acesso em: 20 out. 2013d.

BULGARELLI, Waldirio. **Fusões, incorporações e cisões de sociedades**. 6 ed. São Paulo: Atlas, 2000.

CAMARGOS, Marcos Antônio; BARBOSA, Francisco Vidal. **Análise empírica da hipótese de maximização da riqueza dos acionistas nos processos de fusão e aquisição ocorridas no mercado de capitais brasileiro pós plano real**, 2005. Disponível em: <http://www.unifal.com.br/Bibliotecas/Artigos_Cientificos/FUS%C3%83O%20E%20AQUISIC%C3%87%C3%83O%20OCORRIDOS%20NO%20MERCADO%20DE%20CAPITAIS.pdf> Acesso em: 16 ago. 2013.

CAMARGOS, Marcos Antônio; ROMERO, Julio Alfredo Racchumi. **Análise empírica da reação do mercado de capitais brasileiro a eventos corporativos: teste conjunto da hipótese de eficiência do mercado**, 2006. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/cad-pesq/arquivos/433.pdf>> Acesso em: 16 ago. 2013.

CAMARGOS, M.; BARBOSA, F.; ROMERO, J. Retorno anormal e eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro em anúncios de fusões e aquisições. In: ENCONTRO NACIONAL DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO, XXVIII, 2008, Rio de Janeiro. Anais... Rio de Janeiro: Associação Brasileira de Engenharia de Produção, 2008. p. 2 – 16.

CAMILO, Giulia Santos. **Poison Pills: proteção aos acionistas em aquisições hostis ou veneno de fato?** *Infomoney*, 2008. Disponível em: <<http://www.infomoney.com.br/Pages/News/NewsViewPrint.aspx?NewsId=1459469>> Acesso em: 06 out. 2012.

CARVALHO, Jiane. Tendências: hora de colocar a teoria em prática. **Valor Econômico**. Especial Governança Corporativa, p. 8-18, julho 2013.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS -CVM. **Cartilha de recomendação da CVM sobre governança corporativa** (2002). Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>> Acesso em: 28 ago. 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. Banco de dados. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/redir.asp?subpage=outrainformacao>> Acesso em: 03 set. 2013.

COMITÊ DE AQUISIÇÕES E FUSÕES - CAF. Apresentação. Set. 2013. Disponível em: <http://www.anbima.com.br/eventos/arqs/eventos_anteriores/02_Apresentacao_CAF.pdf> Acesso em: 20 out. de 2013.

DATT, Felipe. Corporations: poder para a diretoria e o conselho de administração. **Valor Econômico**. Especial Governança Corporativa, p. 38-40, jul. 2013.

ENNES, Juliana. BM&FBOVESPA formaliza criação do comitê de aquisições e fusões. **Valor Econômico**, 2012. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/empresas/2730544/bmfbovespa-formaliza-criacao-do-comite-de-aquisicoes-e-fusoes>> Acesso em: 20 out. 2013.

GARCIA E SOUZA, Thelma de Mesquita. **Governança corporativa e o conflito de interesses nas sociedades anônimas**. São Paulo: Atlas, 2005.

GUIDI, Priscila Guglielme; SILVA, Ricardo Barretto Ferreira da. **PoisonPills mecanismo de defesa contra aquisição hostis ou mecanismos de dispersão acionaria?** 2006. Disponível em: <<http://www.original123.com.br/assessoria/2006/07/19/poison-pill-mecanismo-de-defesa-contr-aquisicoes-hostis-ou-mecanismo-de-protecao-de-dispersao-acionaria/>> Acesso em: 25 set. 2012.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA - IBGC. **Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa**, 2009. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/CodigoMelhoresPraticas.aspx>> Acesso em: 03 abr. 2013.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA - IBGC. **Principais modelos de Governança Corporativa**, 2013. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=21>> Acesso em: 14 abr. 2013.

KPMG (2013). **Pesquisa de fusões e aquisições 2013 no primeiro trimestre**. Disponível em: <http://www.kpmg.com/BR/PT/Estudos_Analises/artigosepublicacoes/Documents/Fusoes%20e%20Aquisicoes/2013/Pesquisa-FA1-trimestre-2013.pdf> Acesso em: 17 ago. 2013.

LONGO, Victor. Empresas aceleram fusões e aquisições com “novo CADE”. **Correio**, 2012. Disponível em: <<http://www.correio24horas.com.br/noticias/detalhes/detalhes-1/artigo/empresas-aceleram-fusoes-e-aquisicoes-com-novo-cade/>> Acesso em: 07 nov. 2012.

MACHADO, Gustavo. **Estrangeiros estão em metade das fusões e aquisições no país**. Resenha eletrônica do Ministério da Fazenda. 23 out. 2012 Disponível em: <<http://www.fazenda.gov.br/resenhaeletronica/MostraMateria.asp?page=&cod=849817>> Acesso em: 01 set. 2013.

MAESTRI, Hugo Cruz. Estudo comparado sobre a aplicabilidade das poison pills no direito brasileiro e americano. , **Revista Direito em (Dis)Curso**, Londrina, v.4 n.1, p.64-73, 2011. Disponível em: <<http://www.uel.br/revistas/uel/index.php/rdd/article/view/10918/12439>> Acesso em: 18 jun. 2013.

MAIOLI, Patricia Lopes. **Poison Pills no Brasil: vantagens e desvantagens**, 2011. Disponível em: <<http://www.jaimepegosiqueira.adv.br/noticias/impressao.php?id=57>> Acesso em: 15 set. 2012.

MARTELANC, Roy; PASIN, Rodrigo; PEREIRA, Fernando. **Avaliação de Empresas: um guia para fusões & aquisições e private equity**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.

MARTINS NETO, Carlos. Dispersão acionária, tomada hostil de controle e poison pills: breves reflexões. **Revista Semestral de Direito Empresarial**, n° 5. Rio de Janeiro, 2009. Disponível em: <http://www.bocater.com.br/artigos/cmn_poison_pills.pdf> Acesso em: 18 jun. 2013.

MUSNICK, Francisco. **Direitos preservados: Dispositivos podem servir como importante mecanismo de amparo à dispersão acionária e, portanto, à consolidação do avanço do capitalismo brasileiro. Capital Aberto**, 2008. Disponível em: <http://www.capitalaberto.com.br/ler_artigo.php?pag=2&sec=4&i=1775> Acesso em: 10 out. 2012.

MONTEIRO, Marco Antonio Papera. **Um estudo sobre a utilização de poison pills no Brasil**. 2007. Dissertação (Mestrado em Economia Empresarial) – Pró-Reitoria de Pós-graduação e Pesquisa, Universidade Cândido Mendes, Rio de Janeiro. Dissertação publicada pela CVM. Disponível em: <www.cvm.gov.br/port/infos/Dissertação> Acesso em: 20 out. 2012.

PIERANTONI, Alexandre. **Fusões e aquisições no contexto mundial**. Disponível em: <<http://www.endeavor.org.br/artigos/estrategia-crescimento/fusoes-aquisicoes/fusoes-e-aquisicoes-no-brasil-e-a-situacao-mundial>> Acesso em: 01 set. 2013.

ROSSETTI, José Paschoal. Fusões e aquisições no Brasil: as razões e os impactos. In: BARROS, Betania Tanure de (Org). 67 – 88. São Paulo: Atlas, 2001.

RUGGE, Pedro. Escolha errada: Por que não damos preferência a um mercado de controle corporativo, certamente mais sadio para a evolução e a sobrevivência das companhias? **Capital Aberto**, 2008. Disponível em: <http://www.capitalaberto.com.br/ler_artigo.php?pag=2&sec=4&i=1774> Acesso em: 10 out. 2012.

SOUZA, Thelma de Mesquita Garcia e. Governança corporativa e o conflito de interesses nas sociedades anônimas. São Paulo: Editora Atlas, 2005.

STEINBERG, Herbert. **A dimensão humana da governança corporativa: pessoas criam as melhores e as piores práticas**. São Paulo: Editora Gente, 2003.

STUBER, Walter. **A posição da CVM em relação às poison pills das companhias abertas**, 2009. Disponível em:

<http://www.acionista.com.br/mercado/artigos_mercado/200509_walter_stuber.htm> Acesso em: 10 out. 2012.

TENURE, Betania; CANÇADO, Vera L. Fusões e aquisições: aprendendo com a experiência brasileira. **Revista de Administração de Empresas**, vol 45, n 2, abril-junho, 2005, p. 10 – 22. Disponível em: <<http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=155116029002>> Acesso em: 17 ago. 2013

APÊNDICES

APÊNDICE A

Companhias listadas na Bovespa Mais

Razão social	Nome do pregão
DESENVIX ENERGIAS RENOVÁVEIS S.A.	DESENVIX
NUTRIPLANT INDUSTRIA E COMERCIO S.A.	NUTRIPLANT
SENIOR SOLUTION S.A.	SENIOR SOL

Fonte: Bovespa (2012).

APÊNDICE B

Companhias listadas no Nível 1

Razão social	Nome do pregão
ALPARGATAS S.A.	ALPARGATAS
BCO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL S.A.	BANRISUL
BCO INDUSTRIAL E COMERCIAL S.A.	BICBANCO
BCO BRADESCO S.A.	BRADESCO
BRADESPAR S.A.	BRADESPAR
BRASKEM S.A.	BRASKEM
CIA FIACAO TECIDOS CEDRO CACHOEIRA	CEDRO
CIA ESTADUAL DE DISTRIB ENER ELET-CEEE-D	CEEE-D
CIA ESTADUAL GER.TRANS.ENER.ELET-CEEE-GT	CEEE-GT
CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS - CEMIG	CEMIG
CESP - CIA ENERGETICA DE SAO PAULO	CESP
CIA PARANAENSE DE ENERGIA - COPEL	COPEL
BCO DAYCOVAL S.A.	DAYCOVAL
CENTRAIS ELET BRAS S.A. - ELETROBRAS	ELETROBRAS
EUCATEX S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	EUCATEX
CIA FERRO LIGAS DA BAHIA - FERBASA	FERBASA
FRAS-LE S.A.	FRAS-LE
GERDAU S.A.	GERDAU
METALURGICA GERDAU S.A.	GERDAU MET
INEPAR S.A. INDUSTRIA E CONSTRUCOES	INEPAR
ITAUSA INVESTIMENTOS ITAU S.A.	ITAUSA
ITAU UNIBANCO HOLDING S.A.	ITAUUNIBANCO
KLABIN S.A.	KLABIN S/A
MANGELS INDUSTRIAL S.A.	MANGELS INDL
CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO	P.ACUCAR-CBD
BCO PANAMERICANO S.A.	PANAMERICANO
PARANA BCO S.A.	PARANA
RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPACOES	RANDON PART
SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.	SUZANO PAPEL
CTEEP - CIA TRANSMISSÃO ENERGIA ELÉTRICA PAULISTA	TRAN PAULIST
USINAS SID DE MINAS GERAIS S.A.-USIMINAS	USIMINAS

(continua)

(conclusão)

Razão social	Nome do pregão
VALE S.A.	VALE

Fonte: Bovespa (2012).

APÊNDICE C

Companhias listadas no Nível 2

Razão social	Nome do pregão
BCO ABC BRASIL S.A.	ABC BRASIL
ABRIL EDUCAÇÃO S.A.	ABRIL EDUCA
CENTRAIS ELET DE SANTA CATARINA S.A.	CELESC
ELETROPAULO METROP. ELET. SAO PAULO S.A.	ELETROPAULO
FORJAS TAURUS S.A.	FORJA TAURUS
GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES S.A.	GOL
BCO INDUSVAL S.A.	INDUSVAL
KROTON EDUCACIONAL S.A.	KROTON
MARCOPOLO S.A.	MARCOPOLO
MULTIPLAN - EMPREEND IMOBILIARIOS S.A.	MULTIPLAN
NET SERVICOS DE COMUNICACAO S.A.	NET
BCO PINE S.A.	PINE
RENOVA ENERGIA S.A.	RENOVA
BCO SANTANDER (BRASIL) S.A.	SANTANDER BR
SANTOS BRASIL PARTICIPACOES S.A.	SANTOS BRP
SARAIVA S.A. LIVREIROS EDITORES	SARAIVA LIVR
BCO SOFISA S.A.	SOFISA
SUL AMERICA S.A.	SUL AMERICA
TRANSMISSORA ALIANÇA DE ENERGIA ELÉTRICA S.A.	TAESA

Fonte: Bovespa (2012).

APÊNDICE D

Companhias listadas no Novo Mercado

Razão social	Nome do pregão
ALIANSCCE SHOPPING CENTERS S.A.	ALIANSCCE
ALL AMERICA LATINA LOGISTICA S.A.	ALL AMER LAT
AMIL PARTICIPACOES S.A.	AMIL
ANHANGUERA EDUCACIONAL PARTICIPACOES S.A	ANHANGUERA
AREZZO INDÚSTRIA E COMÉRCIO S.A.	AREZZO CO
AUTOMETAL S.A.	AUTOMETAL
B2W - COMPANHIA GLOBAL DO VAREJO	B2W VAREJO
BEMATECH S.A.	BEMATECH
BHG S.A. - BRAZIL HOSPITALITY GROUP	BHG
BMFBOVESPA S.A. BOLSA VALORES MERC FUT	BMFBOVESPA
BRASIL BROKERS PARTICIPACOES S.A.	BR BROKERS
BRASIL INSURANCE PARTICIPAÇÕES E ADMINISTRAÇÃO S.A	BR INSURANCE
BR MALLS PARTICIPACOES S.A.	BR MALLS PAR
BRAZIL PHARMA S.A.	BR PHARMA
BR PROPERTIES S.A.	BR PROPERT
BCO BRASIL S.A.	BRASIL
BRASILAGRO - CIA BRAS DE PROP AGRICOLAS	BRASILAGRO
BRF - BRASIL FOODS S.A.	BRF FOODS
BROOKFIELD INCORPORAÇÕES S.A.	BROOKFIELD
CCR S.A.	CCR SA
CCX CARVÃO DA COLÔMBIA S.A.	CCX CARVAO
CETIP S.A. - MERCADOS ORGANIZADOS	CETIP
CIA HERING	CIA HERING
CIELO S.A.	CIELO
CIA SANEAMENTO DE MINAS GERAIS-COPASA MG	COPASA
COSAN S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	COSAN
CPFL ENERGIA S.A.	CPFL ENERGIA
CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS S.A.	CR2
CREMER S.A.	CREMER
CSU CARDSYSTEM S.A.	CSU CARDSYST
CYRELA COMMERCIAL PROPERT S.A. EMPR PART	CYRE COM-CCP

(continua)

Razão social	Nome do pregão
CYRELA BRAZIL REALTY S.A.EMPREEND E PART	CYRELA REALT
DIAGNOSTICOS DA AMERICA S.A.	DASA
DIRECIONAL ENGENHARIA S.A.	DIRECIONAL
DURATEX S.A.	DURATEX
ECORODOVIAS INFRAESTRUTURA E LOGÍSTICA S.A.	ECORODOVIAS
EMBRAER S.A.	EMBRAER
EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A.	ENERGIAS BR
EQUATORIAL ENERGIA S.A.	EQUATORIAL
ESTACIO PARTICIPACOES S.A.	ESTACIO PART
ETERNIT S.A.	ETERNIT
EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A.	EVEN
EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPACOES S.A.	EZTEC
FERTILIZANTES HERINGER S.A.	FER HERINGER
FIBRIA CELULOSE S.A.	FIBRIA
FLEURY S.A.	FLEURY
GAFISA S.A.	GAFISA
GENERAL SHOPPING BRASIL S.A.	GENERALSHOPP
GRENDENE S.A.	GRENDENE
HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A.	HELBOR
HRT PARTICIPAÇÕES EM PETRÓLEO S.A.	HRT PETROLEO
HYPERMARCAS S.A.	HYPERMARCAS
IDEIASNET S.A.	IDEIASNET
IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S.A	IGUATEMI
INTERNATIONAL MEAL COMPANY HOLDINGS S.A.	IMC HOLDINGS
INDUSTRIAS ROMI S.A.	INDS ROMI
IOCHPE MAXION S.A.	IOCHP-MAXION
JBS S.A.	JBS
JHSF PARTICIPACOES S.A.	JHSF PART
JSL S.A.	JSL
RESTOQUE COMÉRCIO E CONFECÇÕES DE ROUPAS S.A.	LE LIS BLANC
LIGHT S.A.	LIGHT S/A
LLX LOGISTICA S.A.	LLX LOG
LOCALIZA RENT A CAR S.A.	LOCALIZA
COMPANHIA DE LOCAÇÃO DAS AMÉRICAS	LOCAMERICA

(continua)

Razão social	Nome do pregão
LOG-IN LOGISTICA INTERMODAL S.A.	LOG-IN
MARISA LOJAS S.A.	LOJAS MARISA
LOJAS RENNER S.A.	LOJAS RENNER
LPS BRASIL - CONSULTORIA DE IMOVEIS S.A.	LOPES BRASIL
LUPATECH S.A.	LUPATECH
M.DIAS BRANCO S.A. IND COM DE ALIMENTOS	M.DIASBRANCO
MAGAZINE LUIZA S.A.	MAGAZ LUIZA
MAGNESITA REFRATARIOS S.A.	MAGNESITA SA
MARFRIG ALIMENTOS S/A	MARFRIG
MAHLE-METAL LEVE S.A.	METAL LEVE
METALFRIO SOLUTIONS S.A.	METALFRIO
MILLS ESTRUTURAS E SERVIÇOS DE ENGENHARIA S.A.	MILLS
MINERVA S.A.	MINERVA
MMX MINERACAO E METALICOS S.A.	MMX MINER
MPX ENERGIA S.A.	MPX ENERGIA
MRV ENGENHARIA E PARTICIPACOES S.A.	MRV
MULTIPLUS S.A.	MULTIPLUS
NATURA COSMETICOS S.A.	NATURA
ODONTOPREV S.A.	ODONTOPREV
OGX PETROLEO E GAS PARTICIPACOES S.A.	OGX PETROLEO
OBRASCON HUARTE LAIN BRASIL S.A.	OHL BRASIL
OSX BRASIL S.A.	OSX BRASIL
PARANAPANEMA S.A.	PARANAPANEMA
PDG REALTY S.A. EMPREEND E PARTICIPACOES	PDG REALT
PORTO SEGURO S.A.	PORTO SEGURO
PORTOBELLO S.A.	PORTOBELLO
POSITIVO INFORMATICA S.A.	POSITIVO INF
PROFARMA DISTRIB PROD FARMACEUTICOS S.A.	PROFARMA
CIA PROVIDENCIA INDUSTRIA E COMERCIO	PROVIDENCIA
QGEP PARTICIPAÇÕES S.A.	QGEP PART
QUALICORP S.A.	QUALICORP
RAIA DROGASIL S.A.	RAIADROGASIL
REDENTOR ENERGIA S.A.	REDENTOR
RENAR MACAS S.A.	RENAR

(continua)

(conclusão)

Razão social	Nome do pregão
RODOBENS NEGOCIOS IMOBILIARIOS S.A.	RODOBENSIMOB
ROSSI RESIDENCIAL S.A.	ROSSI RESID
CIA SANEAMENTO BASICO EST SAO PAULO	SABESP
SAO CARLOS EMPREEND E PARTICIPACOES S.A.	SAO CARLOS
SAO MARTINHO S.A.	SAO MARTINHO
SONAE SIERRA BRASIL S.A.	SIERRABRASIL
SLC AGRICOLA S.A.	SLC AGRICOLA
SPRINGS GLOBAL PARTICIPACOES S.A.	SPRINGS
TARPON INVESTIMENTOS S.A.	TARPON INV
TECHNOS S.A.	TECHNOS
TECNISA S.A.	TECNISA
TEGMA GESTAO LOGISTICA S.A.	TEGMA
TEMPO PARTICIPACOES S.A.	TEMPO PART
TEREOS INTERNACIONAL S.A.	TEREOS
TIM PARTICIPACOES S.A.	TIM PART S/A
T4F ENTRETENIMENTO S.A.	TIME FOR FUN
TOTVS S.A.	TOTVS
TRACTEBEL ENERGIA S.A.	TRACTEBEL
TRISUL S.A.	TRISUL
TPI - TRIUNFO PARTICIP. E INVEST. S.A.	TRIUNFO PART
ULTRAPAR PARTICIPACOES S.A.	ULTRAPAR
UNICASA INDÚSTRIA DE MÓVEIS S.A.	UNICASA
VANGUARDA AGRO S.A.	V-AGRO
VALID SOLUÇÕES E SERV. SEG. MEIOS PAG. IDENT. S.A.	VALID
VIGOR ALIMENTOS S.A.	VIGOR FOOD
VIVER INCORPORADORA E CONSTRUTORA S.A.	VIVER
JHSF PARTICIPACOES S.A.	JHSF
WEG S.A.	WEG

Fonte: Bovespa (2012).

APÊNDICE E

Empresas listadas no Novo Mercado em 2007

Denominação social

ABYARA PLANEJAMENTO IMOBILIARIO S.A.
AÇUCAR GUARANI S.A.
AGRA EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS S.A.
AMERICAN BANKNOTE S.A.
AMIL PARTICIPACOES S.A.
B2W - COMPANHIA GLOBAL DO VAREJO
BCO BRASIL S.A.
BCO NOSSA CAIXA S.A.
BEMATECH S.A.
BOLSA DE MERCADORIAS E FUTUROS-BMF S.A.
BOVESPA HOLDING S.A.
BR MALLS PARTICIPACOES S.A.
BRASCAN RESIDENTIAL PROPERTIES S.A.
BRASIL BROKERS PARTICIPACOES S.A.
BRASIL ECODIESEL IND COM BIO.OL.VEG.S.A.
BRASILAGRO - CIA BRAS DE PROP AGRICOLAS
CAMARGO CORREA DESENV. IMOBILIARIO S.A.
CIA BRAS DESNV IMOBILIARIO TURISTICO (1)
CIA CONCESSOES RODOVIARIAS
CIA HERING
CIA PROVIDENCIA INDUSTRIA E COMERCIO
CIA SANEAMENTO BASICO EST SAO PAULO
CIA SANEAMENTO DE MINAS GERAIS-COPASA MG
COMPANY S.A.
CONSTRUTORA TENDA S.A.
CPFL ENERGIA S.A.
CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS S.A.
COSAN S.A. INDUSTRIA E COMERCIO
CREMER S.A.
CSU CARDSYSTEM S.A.
CYRELA BRAZIL REALTY S.A.EMPREENDE E PART

(continua)

Denominação social

CYRELA COMMERCIAL PROPERT S.A. EMPR PART
DATASUL S.A.
DIAGNOSTICOS DA AMERICA S.A.
DROGASIL S.A.
EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A.
EMBRAER-EMPRESA BRAS DE AERONAUTICA S.A.
EQUATORIAL ENERGIA S.A.
ETERNIT S.A.
EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A.
EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPACOES S.A.
FERTILIZANTES HERINGER S.A.
GAFISA S.A.
GENERAL SHOPPING BRASIL S.A.
GRENDENE S.A.
GVT (HOLDING) S.A.
HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A.
HYPERMARCAS S.A.
IDEIASNET S.A.
IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S.A
INDUSTRIAS ROMI S.A.
INPAR S.A.
INVEST TUR BRASIL - DESENV.IMOB.TUR.S.A.
IOCHPE MAXION S.A.
JBS S.A.
JHSF PARTICIPACOES S.A.
KLABIN SEGALL S.A.
LE LIS BLANC DEUX COM CONFEC ROUPAS S.A.
LIGHT S.A.
LOCALIZA RENT A CAR S.A.
LOG-IN LOGISTICA INTERMODAL S.A.
LOJAS RENNER S.A.
LPS BRASIL - CONSULTORIA DE IMOVEIS S.A.
LUPATECH S.A.
M.DIAS BRANCO S.A. IND COM DE ALIMENTOS

(continua)

Denominação social

MAGNESITA REFRACTORIOS S.A.
MARFRIG FRIGORIFICOS E COM DE ALIM S.A.
MARISA S.A.
MEDIAL SAUDE S.A.
METALFRIO SOLUTIONS S.A.
MINERVA S.A.
MMX MINERACAO E METALICOS S.A.
MPX ENERGIA S.A.
MRV ENGENHARIA E PARTICIPACOES S.A.
NATURA COSMETICOS S.A.
OBRASCON HUARTE LAIN BRASIL S.A.
ODONTOPREV S.A.
PDG REALTY S.A. EMPREEND E PARTICIPACOES
PERDIGAO S.A.
PORTO SEGURO S.A.
PORTOBELLO S.A.
POSITIVO INFORMATICA S.A.
PROFARMA DISTRIB PROD FARMACEUTICOS S.A.
REDECARD S.A.
RENAR MACAS S.A.
RODOBENS NEGOCIOS IMOBILIARIOS S.A.
ROSSI RESIDENCIAL S.A.
SAO CARLOS EMPREEND E PARTICIPACOES S.A.
SÃO MARTINHO S.A.
SATIPEL INDUSTRIAL S.A.
SLC AGRICOLA S.A.
SPRINGS GLOBAL PARTICIPACOES S.A.
TECNISA S.A.
TEGMA GESTAO LOGISTICA S.A.
TEMPO PARTICIPACOES S.A.
TOTVS S.A.
TPI - TRIUNFO PARTICIP. E INVEST. S.A.
TRACTEBEL ENERGIA S.A.
TRISUL S.A.
WEG S.A.

- (1) Esta companhia consta na “relação de firmas listadas no Novo Mercado com poison pills e suas características”, porém não consta relação de “companhias listadas no Novo Mercado”. O que induz à conclusão de que são 100 companhias listadas no Novo Mercado no ano de 2007.

APÊNDICE F

Companhias com poison pills, o valor do gatilho e a estrutura de controle - 2007

Denominação social	Gatilho (%)	Estrutura de controle
AGRA EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS S.A.	20	DIFUSO
AMERICAN BANKNOTE S.A.	20	DIFUSO
AMIL PARTICIPACOES S.A.	15	DEFINIDO
B2W - COMPANHIA GLOBAL DO VAREJO	20	DEFINIDO
BEMATECH S.A.	25	DIFUSO
BOLSA DE MERCADORIAS E FUTUROS-BMF S.A.	15	DISPERSO
BOVESPA HOLDING S.A.	20	DISPERSO
BRASIL BROKERS PARTICIPACOES S.A.	20	DEFINIDO
BRASIL ECODIESEL IND COM BIO.OL.VEG.S.A.	30	DEFINIDO
BRASILAGRO - CIA BRAS DE PROP AGRICOLAS	20	DIFUSO
CIA BRAS DESNV IMOBILIARIO TURISTICO	35	DISPERSO
CIA HERING	20	DIFUSO
COMPANY S.A.	20	DEFINIDO
CONSTRUTORA TENDA S.A.	20	DIFUSO
CREMER S.A.	20	DISPERSO
CYRELA COMMERCIAL PROPERT S.A. EMPR PART	15	DIFUSO
DATASUL S.A.	15	DIFUSO
DIAGNOSTICOS DA AMERICA S.A.	15	DISPERSO
EMBRAER-EMPRESA BRAS DE AERONAUTICA S.A.	35	DISPERSO
EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A.	20	DEFINIDO
EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPACOES S.A.	15	DEFINIDO
FERTILIZANTES HERINGER S.A.	20	DEFINIDO
GENERAL SHOPPING BRASIL S.A.	15	DEFINIDO
GVT (HOLDING) S.A.	15	DIFUSO
HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A.	20	DEFINIDO
IDEIASNET S.A.	25	DISPERSO
INDUSTRIAS ROMI S.A.	15	DIFUSO
INPAR S.A.	20	DEFINIDO
JBS S.A.	20	DEFINIDO
JHSF PARTICIPACOES S.A.	15	DEFINIDO

(continua)

(conclusão)

Denominação social	Gatilho (%)	Estrutura de controle
KLABIN SEGALL S.A.	15	DIFUSO
LOG-IN LOGISTICA INTERMODAL S.A.	35	DIFUSO
LOJAS RENNER S.A.	20	DISPERSO
LPS BRASIL - CONSULTORIA DE IMOVEIS S.A.	20	DIFUSO
LUPATECH S.A.	20	DIFUSO
M.DIAS BRANCO S.A. IND COM DE ALIMENTOS	10	DEFINIDO
MARISA S.A.	15	DEFINIDO
MEDIAL SAUDE S.A.	20	DIFUSO
MINERVA S.A.	20	DEFINIDO
NATURA COSMETICOS S.A.	15	DEFINIDO
OBRASCON HUARTE LAIN BRASIL S.A.	20	DEFINIDO
ODONTOPREV S.A.	15	DIFUSO
PERDIGAO S.A.	20	DIFUSO
POSITIVO INFORMATICA S.A.	10	DEFINIDO
PROFARMA DISTRIB PROD FARMACEUTICOS S.A.	20	DEFINIDO
REDECARD S.A.	26	DEFINIDO
RODOBENS NEGOCIOS IMOBILIARIOS S.A.	15	DIFUSO
SAO CARLOS EMPREEND E PARTICIPACOES S.A.	25	DIFUSO
SÃO MARTINHO S.A.	10	DEFINIDO
SATPEL INDUSTRIAL S.A.	15	DEFINIDO
SLC AGRICOLA S.A.	20	DEFINIDO
SPRINGS GLOBAL PARTICIPACOES S.A.	20	DEFINIDO
TECNISA S.A.	20	DEFINIDO
TOTVS S.A.	20	DIFUSO
TPI - TRIUNFO PARTICIP. E INVEST. S.A.	20	DEFINIDO
TRISUL S.A.	15	DEFINIDO

Fonte: Elaborado pela autora a partir de Monteiro (2008), p. 61.

APÊNDICE G

Companhias com poison pills, o valor do gatilho e a estrutura de controle - 2012

Denominação social	Gatilho (%)	Estrutura de controle
ALIANSCCE SHOPPING CENTERS S.A.	30	DIFUSO
ALL AMERICA LATINA LOGISTICA S.A.	20	DIFUSO
ANHANGUERA EDUCACIONAL PART S.A	15	DISPERSO
B2W - COMPANHIA GLOBAL DO VAREJO	10	DEFINIDO
BHG S.A. - BRAZIL HOSPITALITY GROUP	35	DIFUSO
BMFBOVESPA S.A. BOLSA VALORES MERC FUT	5	DISPERSO
BR MALLS PARTICIPACOES S.A.	20	DISPERSO
BR PROPERTIES S.A.	20	DISPERSO
BRASIL BROKERS PARTICIPACOES S.A.	20	DIFUSO
BRASIL INSURANCE PART E ADM S.A	20	DIFUSO
BRASILAGRO - CIA BRAS DE PROP AGRICOLAS	20	DIFUSO
BRAZIL PHARMA S.A.	30	DISPERSO
BRASIL FOODS S.A.	20	DISPERSO
CETIP S.A. - MERCADOS ORGANIZADOS	15	DISPERSO
CIA HERING	20	DISPERSO
COMPANHIA DE LOCAÇÃO DAS AMÉRICAS	25	DIFUSO
CYRELA COMMERCIAL PROPERT S.A.	15	DIFUSO
DIRECIONAL ENGENHARIA S.A.	25	DIFUSO
EMBRAER S.A.	35	DISPERSO
ESTACIO PARTICIPACOES S.A.	20	DISPERSO
EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPACOES S.A.	15	DIFUSO
FERTILIZANTES HERINGER S.A.	20	DEFINIDO
FIBRIA CELULOSE S.A.	25	DIFUSO
GAFISA S.A.	30	DISPERSO
GENERAL SHOPPING BRASIL S.A.	15	DEFINIDO
HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A.	20	DIFUSO
HRT PARTICIPAÇÕES EM PETRÓLEO S.A.	20	DISPERSO
INDUSTRIAS ROMI S.A.	15	DIFUSO
IOCHPE MAXION S.A.	15	DISPERSO
JBS S.A.	20	DIFUSO

(continua)

Denominação social	Gatilho (%)	Estrutura de controle
JHSF PARTICIPACOES S.A.	15	DEFINIDO
JSL S.A.	15	DEFINIDO
LOCALIZA RENT A CAR S.A.	15	DISPERSO
LOG-IN LOGISTICA INTERMODAL S.A.	35	DIFUSO
LOJAS RENNER S.A.	20	DISPERSO
LPS BRASIL - CONSULTORIA DE IMOVEIS S.A.	20	DIFUSO
LUPATECH S.A.	30	DIFUSO
MAGAZINE LUIZA S.A.	20	DEFINIDO
MARISA LOJAS S.A.	15	DIFUSO
MILLS ESTRUTURAS E SERVIÇOS DE ENG S.A.	20	DISPERSO
MINERVA S.A.	20	DISPERSO
NATURA COSMETICOS S.A.	25	DIFUSO
OBRASCON HUARTE LAIN BRASIL S.A. (1)	20	DEFINIDO
ODONTOPREV S.A.	15	DIFUSO
PORTOBELLO S.A.	30	DIFUSO
POSITIVO INFORMATICA S.A.	10	DIFUSO
PROFARMA DISTRIB PROD FARM S.A.	20	DEFINIDO
RAIA DROGASIL S.A.	20	DISPERSO
RODOBENS NEGOCIOS IMOBILIARIOS S.A.	15	DIFUSO
ROSSI RESIDENCIAL S.A.	15	DISPERSO
SAO CARLOS EMPREEND E PARTICIPACOES S.A.	25	DIFUSO
SAO MARTINHO S.A.	10	DEFINIDO
SLC AGRICOLA S.A.	20	DIFUSO
SPRINGS GLOBAL PARTICIPACOES S.A.	20	DEFINIDO
T4F ENTRETENIMENTO S.A.	20	DIFUSO
TECHNOS S.A. (2)	33	DEFINIDO
TECNISA S.A.	20	DIFUSO
TEMPO PARTICIPACOES S.A.	20	DIFUSO
TOTVS S.A.	20	DISPERSO
TPI - TRIUNFO PARTICIP. E INVEST. S.A.	20	DEFINIDO
TRISUL S.A.	25	DEFINIDO
ULTRAPAR PARTICIPACOES S.A. (3)	20	DIFUSO
VALID SOLUÇÕES E SERVIÇOS S.A.	20	DISPERSO

(continua)

(conclusão)		
Denominação social	Gatilho (%)	Estrutura de controle
VIGOR ALIMENTOS S.A.	20	DIFUSO
VIVER INCORPORADORA E CONSTRUTORA S.A.	20	DIFUSO

Fonte: CVM () e Sistema Economática.

- (1) A companhia OBRASCON HUARTE LAIN BRASIL S.A. não tem seu estatuto social publicado no site da CVM. A informação do percentual do gatilho foi retirada do estatuto social disponível no site Bovespa.
- (2) O último estatuto social da companhia TECHNOS S.A. publicado no site da CVM data de 15 de dezembro de 2011.
- (3) O último estatuto social da companhia ULTRAMAR PARTICIPAÇÕES S.A. publicado consta no site da CVM data de 10 de fevereiro de 2011.