

UNIVERSIDADE CÂNDIDO MENDES

UM ESTUDO SOBRE A UTILIZAÇÃO DE “POISON PILLS” NO BRASIL

por

MARCO ANTONIO PAPERÀ MONTEIRO

Rio de Janeiro

Junho/2008

UNIVERSIDADE CÂNDIDO MENDES
Pró-Reitoria de Pós-graduação e Pesquisa
Mestrado em Economia Empresarial

UM ESTUDO SOBRE A UTILIZAÇÃO DE “POISON PILLS” NO BRASIL

MARCO ANTONIO PAPERÀ MONTEIRO

Dissertação apresentada ao curso de
Mestrado em Economia Empresarial da
Universidade Cândido Mendes, como
requisito parcial para a obtenção do título de
mestre.

Orientador: Professor Dr. Jorge Vieira

Co-orientador: Professor Dr. José Cláudio Ferreira da Silva

Rio de Janeiro

Junho/2008

MARCO ANTONIO PAPERÀ MONTEIRO

UM ESTUDO SOBRE A UTILIZAÇÃO DE “POISON PILLS” NO BRASIL

Dissertação apresentada ao curso de Mestrado em Economia Empresarial da Universidade Cândido Mendes, como requisito parcial para a obtenção do título de mestre.

Aprovado pela Banca Examinadora em ____/____/2008

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Jorge Vieira da Costa Junior -Universidade de São Paulo
Orientador

Prof. Dr. José Cláudio Ferreira da Silva – Universidade Cândido Mendes/RJ
Co-orientador

Prof^a. Dr^a.Paula Marina Sarno – Universidade Federal do Rio de Janeiro

Dedicatória

Dedico este trabalho à minha afilhada Manuella, menina detentora do sorriso sem o qual eu não teria inspiração e motivação para a transpiração necessária para concretizá-lo.

Agradecimentos

Agradeço à minha família pelo apoio incondicional em todos os momentos de elaboração deste estudo, bem como aos meus amigos de trabalho, dentre os quais eu não poderia deixar de citar Fernando Vieira, Paula Sarno e Rafael Tavares, que me orientaram e possibilitaram a conclusão desta dissertação.

Resumo

O presente estudo analisou os estatutos sociais das empresas brasileiras listadas no Novo Mercado da BOVESPA, tendo constatado que das 99 companhias listadas nesse segmento 56 possuem “poison pills” em seus estatutos sociais, todas elas com o dispositivo do tipo que obriga a realização de uma oferta pública de aquisição de ações - OPA aos demais acionistas, caso um acionista adquirente atinja um determinado percentual de ações (gatilho). Verificou-se que o percentual que dispara a OPA varia de empresa para empresa, bem como algumas características específicas das cláusulas, tais como a exigência de pagamento de prêmio sobre o valor da ação no preço da OPA (varia entre 0% e 50%), os critérios de definição do preço da ação e os trâmites exigidos para alteração ou remoção da “poison pill” do estatuto social. Verificou-se, ainda, que, das 56 companhias identificadas, 28 possuem acionista controlador definido, de modo que, nesses casos e nessas condições, a companhia não estaria sujeita a uma aquisição hostil de controle, via mercado de capitais, de forma que a adoção dos dispositivos por essas empresas poderia ser explicada pela intenção do acionista controlador em manter um certo nível de dispersão acionária e, com isso, a liquidez das ações da firma. Cabe ressaltar que este trabalho se limitou a identificar as firmas listadas no Novo Mercado da BOVESPA que possuem “poison pills”, bem como as características dos dispositivos e da estrutura de controle dessas empresas. Não foram testadas as hipóteses levantadas para explicar a adoção das cláusulas pela literatura existente sobre o tema, quais sejam a hipótese de interesse do acionista e de entrincheiramento da administração, tendo em vista o curto período de tempo em que os dispositivos estão vigentes nos estatutos das companhias brasileiras e o universo reduzido de companhias com mecanismos anti-aquisição hostil de controle em seus estatutos.

Palavras chave: “Poison Pill”. Aquisição. Novo Mercado.

Abstract

This study examined the bylaws of Brazilian companies listed in the Novo Mercado of BOVESPA and verified that, among the 99 companies listed in that segment, 56 include poison pills in their bylaws, all featuring a threshold clause which requires a public offer of acquisition - tender offer - whenever a shareholder purchases a certain percentage of shares (trigger). It was observed that the threshold varies from company to company, and so do some specific characteristics of the clauses, such as the requiring of payment of a premium on the value of the share price in the takeover bid (which varies between 0% and 50%), the criteria for setting the price of the shares, and the steps required to change or remove the poison pill from the bylaws. Furthermore, it was observed that, among the 56 companies, 28 have their controlling shareholder identified, so that in such cases and under those circumstances, the companies would not be subject to a hostile takeover, via capital market, and that the adoption of a threshold by these companies reflects the intention of the controlling shareholder towards maintaining a certain level of equity dispersal and thus the liquidity of the company shares. It is worth emphasizing that this work was limited to identifying the companies listed in the Novo Mercado of BOVESPA that have poison pills, as well as the characteristics of their threshold clauses and the controlling structure of such companies. The hypotheses raised to explain the adoption of the clauses by the existing literature on the subject, i.e. the assumption of shareholder interest and management entrenchment, were not tested, due to the short period of time during which threshold clauses exist in the bylaws of Brazilian companies and to the small universe of companies with anti-hostile takeover mechanisms in their bylaws.

Keywords: Poison Pill. Takeover. Novo Mercado.

Lista de Ilustrações

QUADRO 1 - Firmas que Abriram o Capital em 2007 listadas no Novo Mercado.....	36
GRÁFICO 1 – Evolução no Número de Companhias que Abriram o Capital com “Poison Pill” sobre o Número Total de Registros Concedidos.....	41
FIGURA 1 – Distribuição da Frequência de Percentual de Gatilho Adotado.....	44
FIGURA 2 – Distribuição da Frequência de Percentual do Prêmio Adotado.....	46
FIGURA 3 – Ditribuição das Firmas com “Poison Pill” Conforme sua Estrutura de Controle.....	49

Lista de Tabelas

TABELA 1 – Número de Firmas que Abriam Capital e Possuem “Poison Pill” por Ano.....	43
TABELA 2 - Distribuição das Firmas com “Poison Pill” por Gatilho Adotado.....	46
TABELA 3 – Distribuição dos Prêmios Adotados no Preço da OPA	48
TABELA 4 - Distribuição de Firmas com “Poison Pill” Conforme sua Estrutura de Controle ...	51
TABELA 5 – Estrutura de controle das Companhias sem “Poison Pill”.....	54

Lista de Abreviaturas e Siglas

AMEX – American Stock Exchange

BM&F – Bolsa de Mercadorias e Futuros

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo

CEO – Diretor Presidente

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

IAN – Formulário de Informações Anuais

IBOVESPA – Índice Bovespa

LSA – Lei das Sociedades por Ações ou Lei nº 6.404/76

NM – Novo Mercado

NYSE – New York Stock Exchange

OPA – Oferta Pública de Aquisição de Ações

PP – “Poison Pill”

SEC – Securities Exchange Commission

IPE – Informações Periódicas e Eventuais

SUMÁRIO

RESUMO.....	06
ABSTRACT.....	07
LISTA DE ILUSTRAÇÕES.....	08
LISTA DE TABELAS.....	09
LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS.....	10
1. INTRODUÇÃO.....	13
1.1 Contextualização do Problema.....	13
1.2 Objetivo.....	14
1.3 Limitação do Trabalho.....	14
1.4 Justificativa do Trabalho.....	15
2. REVISÃO DE LITERATURA.....	17
2.1 Separação entre Controle e Propriedade.....	17
2.2 Incentivos e Teoria da Agência.....	19
2.3 A Aquisição de Controle.....	21
2.4 Mecanismos de Defesa de Aquisições Hostis.....	23
2.5 Hipóteses Levantadas para Explicar a Adoção de “Poison Pills”.....	26
2.5.1 Hipótese de Proteção da Administração.....	26
2.5.2 Hipótese de Interesse do Acionista.....	28
2.6 “Poison Pill” no Brasil.....	31
2.7 “Poison Pill” e Governança Corporativa.....	35
3. ASPECTOS METODOLÓGICOS.....	40
3.1 Tipo de Pesquisa.....	40
3.2 Amostra.....	40
3.3 Fonte de dados.....	42
3.4 Período de Corte.....	42
4. ANÁLISE DOS DADOS.....	44
4.1 Contingente de Companhias no Novo Mercado com “Poison Pill”.....	44
4.2 Características das “Poison Pills” Adotadas no Brasil.....	46
4.3 Estrutura de Controle das Firms Brasileiras com “Poison Pills”.....	52

5. CONCLUSÃO.....	55
6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	56
GLOSSÁRIO.....	59
LISTA DE APÊNDICES.....	60
APÊNDICE A – Relação de Firmas listadas no Novo Mercado com “Poison Pills” e suas Características.....	61
APÊNDICE B – Companhias Listadas do Novo Mercado.....	64
APÊNDICE C – Firmas que obtiveram registro de Companhias Aberta em 2007.....	67
APÊNDICE D – Dispersão Acionária das Companhias listadas no Novo Mercado.....	69
APÊNDICE E – Dispersão Acionária das Ações ON das Companhias Abertas Brasileiras.....	72

1. INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização do Problema

O mercado de capitais brasileiro vem passando por transformações decorrentes do seu desenvolvimento. A exemplo do mercado americano, têm surgido empresas brasileiras com a estrutura de capital cada vez mais dispersa, de modo que os controladores dessas firmas, quando existentes, exercem seu poder de controle com cada vez menos participação no capital dessas empresas.

Em função desse maior número de firmas com capital pulverizado, tais companhias se sujeitam a aquisições hostis, fruto de um mercado livre e concorrente, em que a avaliação por parte de um investidor em potencial dessas empresas como um bom empreendimento pode levar à aquisição de uma parcela significativa das ações da companhia no mercado de capitais, o que possibilita a esse investidor ter a maioria dos votos nas deliberações da assembléia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia, e, com isso, dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Para evitar situações como essa, tais quais muitas companhias de mercados desenvolvidos, tem-se verificado que empresas brasileiras têm inserido em seus estatutos sociais dispositivos que inviabilizem ou dificultem aquisições hostis de controle, conhecidos como “Poison Pills” ou Pílulas de Veneno.

Muitas delas têm obtido registro de companhia aberta junto à Comissão de Valores Mobiliários – CVM com as cláusulas já dispostas em seus estatutos, de modo que nascem no mercado de capitais doméstico, aptas a captar recursos junto ao público investidor, “blindadas” contra potenciais adquirentes hostis.

Porém, em que pese a CVM ter concedido o registro de companhia aberta a essas firmas, não há uma manifestação oficial da Autarquia acerca da legalidade das cláusulas e sobre se os dispositivos vão ao encontro da principal atribuição da instituição, que consiste na proteção dos direitos dos acionistas minoritários e fomento do mercado de capitais brasileiro.

As “poison pills” são objeto de polêmica no mercado doméstico, dividindo opiniões de advogados atuantes no mercado de capitais e especialistas em análise de investimentos, em função das pílulas irem ou não de encontro à legislação brasileira e em razão dos seus aspectos positivos e negativos, no que tange à administração da companhia, às boas práticas de governança corporativa, ao interesse do acionista e aos resultados da firma no longo prazo.

Muitos advogados, que estão à frente dos pedidos de registro junto à CVM e elaboram os textos dos estatutos sociais, argumentam que os dispositivos têm por finalidade manter um certo nível de dispersão acionária da firma, o que manteria as ações com certo grau de liquidez e, com isso, traria benefícios aos acionistas minoritários.

Porém, há opiniões no sentido de que as cláusulas são dispostas nos estatutos sociais ao arripio da Lei das Sociedades por Ações – LSA. Há quem acredite que, no momento em que um desses dispositivos for questionado judicialmente ou administrativamente no Brasil, seus efeitos poderão ser cancelados e os acionistas controladores, se existirem, punidos por infração à LSA.

1.2. Objetivo

O presente estudo tem por objetivo fazer o levantamento das companhias listadas no Novo Mercado da BOVESPA que possuem “poison pills” em seus estatutos, bem como identificar os tipos desses dispositivos existentes no Brasil e as características da estrutura de controle das empresas que o adotam, de forma a identificar como o mercado brasileiro absorveu a experiência estrangeira sobre o tema e o modo como as companhias brasileiras têm inserido as cláusulas em seus estatutos sociais.

1.3. Limitação do trabalho

Este trabalho se limita a verificar a frequência de companhias listadas no Novo Mercado da BOVESPA que possuem “poison pills” em seus estatutos sociais, as características dos dispositivos existentes no mercado doméstico, bem como os aspectos societários das firmas que os adotam, sem avaliar se, no caso brasileiro, os dispositivos corroboram ou afastam as hipóteses

utilizadas para explicar a adoção de “poison pills” em mercados mais desenvolvidos, quais sejam a hipótese de interesse do acionista e de entrincheiramento da administração da empresa.

Tal limitação se justifica em razão do fato de o surgimento de firmas com tal dispositivo ser recente e, em função disso, não haver dados suficientes para avaliar os eventuais benefícios e/ou prejuízos gerados pelo dispositivo à companhia e aos acionistas no mercado doméstico. Desse modo, ainda existe grande dificuldade de se encontrar evidências estatísticas robustas sobre os efeitos das cláusulas quanto ao comportamento dos administradores e a maximização de riqueza dos acionistas no caso brasileiro.

1.4. Justificativa do Trabalho

Este estudo se justifica por se tratar de uma questão que vem surgindo no Mercado de Capitais brasileiro, sendo considerada polêmica em função das suas vantagens e desvantagens para os acionistas e para a própria companhia, de sorte que, a princípio, não há estudos conclusivos sobre os efeitos das pílulas no mercado doméstico.

Desse modo, o levantamento de todas as firmas que possuem o dispositivo listadas no Novo Mercado pode auxiliar estudos posteriores sobre o tema, tais como os realizados em outros países com mercados mais desenvolvidos, que convivem com a adoção de mecanismos anti-aquisição hostil de controle pelas firmas a mais tempo que o Brasil.

Além disso, uma vez que o próprio regulador do Mercado de Capitais brasileiro – Comissão de Valores Mobiliários - ainda não se manifestou sobre a legalidade de tais dispositivos, de modo a estabelecer se as cláusulas vão de encontro à legislação brasileira, notadamente à Lei nº 6.404/76 e a regulamentação emanada pela Autarquia, e aos princípios que norteiam a missão da instituição, o presente levantamento pode colaborar para avaliar a frequência das firmas que possuem “poison pills” em seus estatutos, os tipos de dispositivos adotados no Brasil e suas características, bem como o crescimento desse contingente de empresas no mercado nacional, de forma a possibilitar ao regulador avaliar a legalidade das cláusulas existentes no Brasil e, eventualmente, auxiliar na elaboração de alguma norma sobre o tema.

Em verdade, a própria legislação brasileira deveria ser atualizada para prever as novas tendências que o mercado doméstico demonstra, notadamente o desaparecimento da figura do acionista controlador, que em momento anterior era mais presente nas firmas brasileiras, por se tratar de companhias com estrutura de controle familiar, e se adaptar às novas estruturas de controle que surgem nas companhias nacionais, quais sejam o controle difuso e disperso. Nesses tipos de estrutura, a responsabilidade dos administradores é ainda maior, uma vez que não há a figura do acionista controlador para orientar as atividades da firma.

2. REVISÃO DE LITERATURA

2.1. Separação entre Controle e Propriedade

Uma discussão que existe na teoria econômica das empresas é a separação entre o controle e a propriedade. A questão central dessa discussão reside no fato de que a parte que detém o controle da firma, notadamente seus acionistas, são distintos daqueles que administram a empresa.

Nos casos de grandes corporações em que o capital da firma é muito disperso, os acionistas, detentores do capital dessas empresas, não possuem ingerência sobre os negócios da companhia, de modo que ocorre um fortalecimento dos administradores, que detêm o poder de decisão sobre os rumos da empresa. Desse modo, muitos detêm os direitos de propriedade, porém a gestão se concentra na mão de poucos administradores, o que caracteriza a separação entre controle e propriedade. Desse fato, insurge o problema de que os administradores poderiam agir em nome dos seus próprios interesses e não no interesse dos proprietários (acionistas).

Não obstante, segundo Alchian (1977), a evidência empírica acerca da questão da separação entre o controle e propriedade apresentada por seus defensores reside basicamente na dispersão acionária existente nas grandes companhias, em conjunto com as vantagens que a administração possui na disputa por procurações de voto. Assume-se, portanto, que a probabilidade que um grupo majoritário se forme para re-haver a autoridade é menor quanto maior for a dispersão acionária.

Para o autor, a simples existência de uma elevada dispersão acionária, em conjunto com o atual mecanismo de delegação de voto por procuração, não confirma a tese de que a atuação de administradores em situação de conflito será menos alinhada com os interesses dos acionistas. Sendo assim, considerando a ausência de evidências empíricas robustas, essas conseqüências ainda precisariam ser validadas por estudos empíricos.

Kilzner (1979) defende que a distinção entre controle e capital seria benéfica à contratação de gestores talentosos e à liberdade de ação dos administradores, que estariam aptos a

obter financiamentos em larga escala em nome da empresa e implementar suas idéias inovadoras, de forma a ganhar competitividade para a firma, aumentando seu valor de mercado.

Sendo assim, os investidores, que aportam capital nas empresas, porém não possuem capacitação adequada para administrar os negócios da firma, delegariam a executivos renomados e competentes a gestão da empresa, como forma de obter retorno para os seus investimentos, mediante a alocação eficiente dos recursos por parte desses administradores.

No atual estágio do mercado de capitais doméstico a separação entre capital e controle é pouco observada, de modo que esses conceitos ainda não podem ser implementados para explicar o comportamento da maioria dos administradores das companhias abertas brasileiras, uma vez que grande parte das empresas nacionais possuem acionista controlador definido.

Apenas no Novo Mercado da Bovespa, segmento de listagem no qual a média de dispersão acionária das empresas (40,68%) é significativamente superior à do mercado (22,28%, excluídas as companhias listadas no Novo Mercado)¹, das 99 companhias listadas, apenas 16 possuem capital disperso no mercado.

Nos casos em que a companhia possui acionista controlador definido, a maioria dos administradores são eleitos pelo controlador, que pode alterar a composição da administração, caso entenda que os administradores não estão desempenhando a contento suas funções. Desse modo, o poder de decisão dos administradores é mais restrito no caso brasileiro, uma vez que, em sua maioria, estão diretamente ligados aos interesses do acionista controlador que o elegeu, e atuam conforme esses interesses, que, ressalta-se, não pode ir de encontro ao interesse da companhia, em prejuízo dos acionistas minoritários.

No entanto, com o desenvolvimento que se observa no mercado de capitais nacional, futuramente, o número de companhias com o capital totalmente disperso no mercado pode ser mais expressivo, a exemplo do mercado norte-americano, de sorte que a separação entre a propriedade e controle poderá ser mais observada no Brasil, e, com isso, deverão ser realizados estudos para avaliar o comportamento dos administradores dessas firmas.

¹ Vide APÊNDICES D e E

2.2. Incentivos e Teoria da Agência

A relação de agência surge quando uma pessoa, ou um grupo de pessoas, contrata determinado indivíduo para a realização de alguma tarefa, delegando-lhe alguma autoridade para desempenhá-la.

Uma questão freqüentemente discutida são os problemas derivados dessa relação de agência, em que as duas partes não possuem os mesmos interesses em uma organização. Desse modo, no caso das finanças corporativas, a teoria da agência busca meios para alinhar o interesse dos administradores e dos acionistas, o que pode ser feito através de sistemas de avaliação de gestão e programas de incentivo e remuneração.

Pressupõe-se que os sistemas de controle de gestão possibilitam aos acionistas acompanhar a performance dos administradores, bem como avaliar se estão obtendo resultados satisfatórios para a firma. Além disso, considera-se que os interesses desses agentes podem ser direcionados para um porto comum, por meio de programas de incentivo e remuneração, que premiam o administrador que obtém bons resultados, conseguindo maximizar a riqueza do acionista.

Um dos problemas que pode surgir nas grandes corporações é que o agente pode adotar uma postura indesejável por um período de tempo significativo sem ser notado, quando se leva em consideração somente os resultados da empresa para avaliar a conduta do administrador, uma vez que os resultados são divulgados, no máximo, trimestralmente e demoram um certo lapso temporal para serem interferidos pela postura do agente.

Nesse sentido, Besanco *et al* (1999), defende que os contratos assinados entre as partes devem ser celebrados de forma a propiciar que o agente adote as ações mais eficientes possíveis, de modo a promover a maior eficiência na alocação de recursos e nas tomadas de decisão da empresa. Desse modo, deve ser estabelecida uma relação entre o acionista e o administrador, de sorte que este procure adotar medidas que visam o interesse do acionista e da companhia, sem ser influenciado pelos seus interesses pessoais.

Tais relações devem ser mantidas, de forma a, quando diante de uma oferta de aquisição hostil de controle, por exemplo, o administrador tome a decisão de aceitar ou rejeitar a proposta, baseado tão-somente no interesse da companhia e dos seus acionistas, sem deixar seus objetivos pessoais interferirem na operação.

Para isso, é necessário que o administrador esteja impelido a agir dessa maneira, o que pode ser conseguido através de incentivos e programas de remuneração, além da própria legislação que define seus deveres fiduciários com a companhia e seus acionistas, que devem ser observados pelo administrador em sua gestão.

No Brasil, tendo em vista que muitas companhias possuem acionista controlador definido, que elege a maioria dos membros da administração, os problemas de agência são mais comumente observados na relação entre os acionistas minoritários e o acionista controlador, uma vez que os minoritários aportam capital na empresa, mas o controle da firma é exercido pelo acionista controlador, que tem poder de decisão nas assembléias gerais da companhia.

Convém ressaltar que, nos casos em que a companhia possui 50% do seu capital composto por ações preferenciais (que não possuem direito a voto) o controlador pode decidir os negócios da empresa com somente 25% do seu capital. Nesses casos, os acionistas minoritários, detentores de 75% do capital da firma, se submetem à gestão indireta do acionista controlador, uma vez que ele elege a maioria dos administradores, caracterizando, portanto a relação de agência entre esses acionistas.

Em certas situações, o acionista controlador pode orientar as atividades da empresa ou adotar certas condutas em determinadas operações, que visem seu benefício pessoal, em prejuízo do interesse da companhia e, conseqüentemente, dos acionistas minoritários. Em razão disso, a Lei nº 6.404/76 atribui uma série de deveres ao acionista controlador, como forma de proteger o direito dos acionistas minoritários e evitar eventuais conflitos de agência entre esses acionistas.

Nota-se que a relação de agência se caracteriza porque o pequeno investidor tem conhecimento da figura do acionista controlador da empresa investida e confia que esse acionista orientará a companhia com o fim de maximizar a riqueza dos acionistas e, em razão disso, aporta

capital na companhia através da compra de ações dessa empresa, esperando obter bons retornos para o capital investido.

2.3. A Aquisição de Controle

Segundo Bodie e Merton (2002), uma das razões que leva à aquisição de uma firma, além da possível sinergia entre as empresas e a eventual redução do imposto pago, é tirar proveito de vantagem em bolsa de valores. Se a empresa a ser adquirida tiver um valor de mercado menor que seu valor justo, ao adquiri-la, a administração da empresa adquirente pode aumentar a riqueza de seus acionistas, cabendo ressaltar que o adquirente pode ser uma pessoa física ou um fundo de pensão, por exemplo, e, dessa forma, estariam agindo como especuladores, esperando obter retornos em função de acreditarem que o ativo está sendo mal avaliado.

Nesse sentido, para os autores, existem duas razões distintas pelas quais uma empresa poderia estar sendo mal avaliada. A primeira é que, em relação ao conjunto de informações do eventual adquirente, o mercado de ações não é eficiente no sentido de disseminar uniformemente as informações da empresa adquirida a todos os participantes do mercado. Ou seja, o adquirente acredita ter informações de tal ordem que, se fossem disseminadas, o valor de mercado da empresa a ser adquirida seria maior do que seu custo de aquisição. Se esse for o motivo da aquisição, então o papel do adquirente é igual ao do analista financeiro cuja função é identificar títulos mal apreçados.

Um segundo motivo pelo qual uma empresa estaria sendo sub-avaliada pelo mercado é a possibilidade de ela estar sendo mal administrada, ou seja, através da incompetência ou malevolência dos seus administradores, tais gestores poderiam não estar gerenciando os recursos da companhia a fim de maximizar o valor de mercado da empresa. Ao contrário do primeiro motivo, esse é completamente consistente com um mercado de capitais eficiente.

Convém ressaltar que a teoria dos mercados eficientes sustenta que é impossível os investidores obterem ganhos extraordinários no mercado, uma vez que o preço do ativo já reflete toda a informação pública disponível ao mercado relativa a esse ativo, de forma que o mercado de capitais seria um mercado no qual empresas poderiam tomar decisões de produção e investimento e investidores poderiam escolher ativos que representassem a posse destas empresas

sob a prerrogativa de que os preços dos ativos sempre refletiriam inteiramente todas as informações relevantes disponíveis.

Uma crítica feita à teoria dos mercados eficientes consiste no fato de que nem sempre as informações relevantes para precificação do ativo estão disponíveis a todos os investidores ao mesmo tempo e amplamente disseminadas. Dessa forma, seria provável que alguns agentes de mercado pudessem ter acesso à informação antes dos demais, podendo se utilizar da informação privilegiada em benefício próprio.

Esse comportamento, se não severamente combatido pelos órgãos reguladores, pode levar a uma distorção nas cotações dos ativos, tendo em vista que os preços podem estar sendo influenciados pela insegurança causada pela assimetria de informações e uso de informações privilegiadas.

Segundo Sarno (2006), um dos motivos que leva à assimetria de informações refere-se a algum tipo de conflito de interesse potencial, ou possível oportunismo, relativamente às partes envolvidas, que possa justificar um desinteresse em revelar informações relevantes, como é o caso do administrador com relação aos acionistas.

Nesse sentido, os administradores devem ter em mente seus deveres fiduciários e de agir sempre no interesse da companhia para avaliar se uma eventual proposta de aquisição estaria alinhada aos interesses da firma e dos acionistas e não sobrepor seus interesses pessoais na negociação, o que caracterizaria a ocorrência de um conflito de agência.

A aquisição de controle de uma firma pode se dar de forma amigável, quando (i) existe a presença do acionista controlador, que negocia com o adquirente de forma independente e acorda um valor que entende justo para a negociação, ou (ii) a negociação ocorre de forma amistosa entre os administradores da firma, com a anuência dos acionistas em assembléia geral, de modo que ambas as partes envolvidas se sentem satisfeitas com a operação; ou de forma hostil, quando a companhia possui estrutura de capital dispersa ou difusa e o adquirente compra ações da firma no mercado de forma a atingir um percentual de ações com direito a voto que lhe permita orientar os negócios da companhia e eleger a maioria dos administradores.

2.4. Mecanismos de defesa de aquisições hostis

A literatura brasileira sobre o tema é muito incipiente, tendo em vista tratar-se de uma questão que vem ocorrendo apenas recentemente no mercado nacional. No entanto, pesquisas estrangeiras sobre outros mercados analisam diversos aspectos relativos às “poison pills”, que contribuirão para a análise do caso brasileiro.

Tendo em vista que somente recentemente o mercado de capitais tem se desenvolvido com mais consistência e, conseqüentemente, tem surgido um maior número de companhias com capital pulverizado, a adoção de “poison pills” por companhias brasileiras é um comportamento recente, sobre cujos efeitos ainda não há estudos conclusivos.

Não obstante, a questão já foi objeto de diversos estudos no mercado americano, desde o início da década de 1980, época em que começaram a surgir os dispositivos nas companhias que compõem aquele mercado, em decorrência de uma onda de aquisições hostis. Desse modo, visando a se defender de uma eventual aquisição, os administradores das companhias americanas, usando a prerrogativa que a legislação americana lhes confere de reformar o estatuto, passaram a adotar mecanismos para evitar uma eventual aquisição hostil.

Os tipos de dispositivos adotados naquele mercado são variados. Segundo Spcerl (2006), são os seguintes os mecanismos que visam a impedir aquisições hostis de controle:

“Share Purchase Right Plans” – mecanismo por meio do qual, no caso de uma aquisição hostil, a companhia emite bônus de subscrição aos seus acionistas, exceto ao adquirente, que os possibilitam adquirir ações da firma a um baixo custo, com o objetivo de diluir a participação acionária do pretense novo controlador. Tais bônus de subscrição podem ser resgatados pela companhia, no caso de deliberação favorável do Conselho de Administração;

“Obrigatoriedade de realização de oferta pública” – cláusula estatutária que obriga o acionista que atingir determinada participação no capital social da empresa a realizar uma oferta pública de aquisição de ações – OPA à totalidade dos demais acionistas;

“Classified Board” – dispositivos estatutários que criam classes distintas no conselho de administração, de modo que cada classe tem vencimento de mandato em assembléias gerais

ordinárias diferentes². Desse modo, caso algum acionista atinja participação que lhe possibilite eleger a maioria dos conselheiros, será obrigado a esperar, no mínimo, duas assembleias gerais ordinárias para controlar a gestão da firma, no caso do Conselho de Administração ser dividido em três classes. Tais dispositivos possuem mecanismos que impossibilitam o novo controlador alterar o estatuto social, de sorte a extinguir tais classes ou aumentar o número de conselheiros;

“Limitação ao direito de voto” – cláusula que limita o direito de voto dos acionistas a determinado percentual estabelecido no estatuto, ainda que tais acionistas possuam participação acionária superior a esse limite;

“Golden Parachute” – contratos firmados entre a companhia e seus administradores que estabelecem multas elevadas no caso de mudança do controle acionário. Segundo Spcerel (2006), esse mecanismo pode não ser benéfico à companhia, pois pode incentivar os administradores a seguirem adiante com a alteração do controle, notadamente se estiverem em fase final de carreira³;

“Greenmail” - prática em que a própria companhia recompra ações dos seus acionistas, com prêmio, de modo a impossibilitar a alteração do controle acionário. Conforme Spcerel (2006), essa medida é proibida por lei em alguns estados norte-americanos, por caracterizar o uso indevido de recursos da companhia;

“Aquisições defensivas” – aquisição de ativos pela companhia ou ingresso em determinados ramos de atividade, em que o eventual adquirente é impedido de atuar pela legislação vigente;

“Vencimento antecipado de dívidas e contratos relevantes” - prática que consiste na antecipação de dívidas e assinatura de contratos com altas multas rescisórias, no caso de haver alteração do controle acionário;

“Anti-freezeout provision” – para impedir que em uma incorporação, posterior a uma aquisição de controle, os acionistas minoritários recebam ações da incorporadora com uma relação de troca desfavorável ou reembolso do valor de suas ações por um preço inferior ao pago na aquisição do

² Convém registrar que a assembleia geral ordinária é realizada anualmente.

³ Em que pese a opinião do autor, segundo Jensen (1988), esse dispositivo serve como salva-guarda para que gestores atuem no melhor interesse dos acionistas em um processo de aquisição de controle, uma vez que podem endurecer a negociação e aumentar os prêmios.

controle, os estatutos sociais prevêm que operações de incorporação sejam aprovadas em assembléia geral de acionistas com quorum qualificado (segundo Spcerel, entre 2/3 e 95 % dos acionistas). No caso brasileiro, a legislação já exige a realização de oferta pública aos demais acionistas, quando da alienação do controle, no valor de, no mínimo, 80% do preço pago na aquisição. Para as companhias listadas no Novo Mercado esse percentual é de 100%;

“*Pac-Man defense*” – contra-oferta da própria companhia, quando diante de uma aquisição hostil de controle, com recursos próprios ou com financiamento de terceiros.

Segundo Spcerel (2006), 260 das 500 empresas que integram o índice Standard & Poor's adotam a “poison pill” do tipo *Share Purchase Right Plans*, sendo esse o tipo de dispositivo mais popular entre os adotados por companhias americanas. Desse modo, atribui-se ao Conselho de Administração a prerrogativa de aceitar ou não os termos da eventual aquisição.

Segundo o autor, a vantagem de se atribuir ao Conselho de Administração aceitar ou não os termos da proposta consiste no fato de os administradores terem maior conhecimento sobre as informações da empresa, inclusive confidenciais, bem como o andamento dos seus negócios e projeções empresariais, de modo que podem avaliar melhor a razoabilidade da proposta, enquanto que os acionistas só têm acesso às informações divulgadas ao mercado.

Além disso, sustenta que o mecanismo é eficiente para resolver um problema de ação coletiva, na medida em que os acionistas de companhias com capital disperso⁴ teriam problemas de coordenação e por isso não têm poder de barganha para responder a uma aquisição hostil. Entretanto, a desvantagem que se apresenta é que os administradores, mesmo diante de uma oferta vantajosa com preços e condições adequados, podem não agir no interesse da companhia, e recusar a oferta, com o objetivo de não serem substituídos em seus cargos.

Conforme se demonstrará adiante, diferentemente da preferência pelo tipo de “poison pill” mais comumente adotado no mercado americano, verificou-se que as companhias brasileiras, notadamente, se utilizam da “poison pill” caracterizada pela necessidade de realização de oferta pública, caso algum acionista atinja determinado percentual das ações emitidas pela

⁴ Companhias sem controlador definido.

firma. Tal dispositivo apresenta determinada variação conforme a opção de cada empresa. Essas opções serão descritas na seção 4.2.

2.5. Hipóteses levantadas para explicar a adoção de “Poison Pills”

De Ângelo e Rice (1983) formularam duas hipóteses distintas para explicar a adoção de “poison pills” por companhias americanas, quais sejam maximizar a riqueza do acionista e defender a administração da companhia. Essas duas hipóteses vêm sendo utilizadas para explicar a adoção dos dispositivos nos estatutos sociais das empresas.

Diversos estudos foram realizados para testar a razoabilidade dessas hipóteses, tendo sido encontradas evidências empíricas por vários autores de que ambas as hipóteses explicam a adoção de “poison pills”, dependendo da razão pela qual o dispositivo foi implementado e da época em que foram adotados. Os trabalhos foram realizados considerando amostras e períodos variados e alguns deles são descritos nas seções seguintes.

2.5.1. Hipótese de Proteção da Administração

Alguns autores sustentam a hipótese de proteção da administração, argumentando que a adoção das pílulas é defendida pelos próprios administradores, tendo em vista que uma eventual mudança no controle da empresa significaria que os administradores não estariam tendo um bom desempenho em seus cargos, o que traria desprestígio e insatisfação a esses administradores. Desse modo a adoção das cláusulas protegeria administrações ineficientes, uma vez que os acionistas perderiam o poder de monitorar o desempenho do Conselho de Administração e da Diretoria e, eventualmente, substituí-los (RYNGAERT, 1988; MOSSAWI, 2005; AKIOL, 2007).

Segundo Scholten (2004), uma visão popular nos Estados Unidos é que o problema do entrincheiramento da administração tem sido exacerbado pelos novos mecanismos anti-aquisições hostis que se tornaram disponíveis e legalmente permitidos nos últimos vinte anos. Aponta que a decisão do Supremo Tribunal de Delaware no caso *Paramount Communications, Inc. versus Hora, Inc.*, em julho de 1989, que julgou procedente o uso da “poison pill” naquele caso, fortaleceu os poderes dos administradores, que podem simplesmente se recusar a negociar

com um potencial comprador sob a alegação de que a oferta é insuficiente. Desse modo, o autor argumenta que, em certos casos, a “poison pill” torna quase impossível para o potencial comprador adquirir as ações necessárias para substituir os administradores da firma.

Para Scholten (2004), a decisão dos administradores de aceitar ou recusar uma oferta de aquisição de controle está relacionada ao conflito de agência, uma vez que os administradores estariam indo contra seus próprios interesses ao aceitar a oferta, ainda que seja vantajosa para os acionistas e para a companhia. Esse fato ocorre em razão de, ao anuir com os termos da proposta, os gestores estariam cientes de que seriam substituídos em seus cargos e admitiriam que não têm desempenhado a contento suas funções.

Desse modo, tendo em vista a maior liberdade de ação dos administradores das companhias americanas pela legislação daquele país, inclusive a prerrogativa de reformar o estatuto social da empresa, como a inserção de uma “poison pill”, por exemplo, os administradores podem se utilizar de argumentos no sentido de que as ações estão sendo sub-avaliadas, tendo em vista que o potencial adquirente, assim como os demais acionistas, não possuem as informações confidenciais de que eles dispõem sobre os negócios da firma, que são fundamentais para a precificação das ações.

No Brasil, a decisão dos administradores de recusar uma oferta de aquisição de controle, sendo essa oferta benéfica à companhia e aos seus acionistas, é ilegal e passível de punição pela Comissão de Valores Mobiliários, uma vez que a Lei nº 6.404/76, notadamente seus artigos 153 a 156, estabelecem os deveres fiduciários a serem observados pelos administradores de companhias abertas, entre eles o dever de diligência, de lealdade à empresa e de agir no interesse da companhia.

Além disso, segundo a Lei nº 6.404/76⁵, é vedado ao administrador, entre outros, (i) angariar vantagens pessoais em razão do cargo que ocupa, e (ii) omitir-se na proteção de direitos da companhia, ou deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia, visando a seus interesses pessoais.

⁵ Artigo 155.

Uma vez que a empresa não tenha apresentado bom desempenho, é natural a troca da administração, de modo a perseguir bons resultados para a firma. Não obstante, com a existência de uma “poison pill” severa, em que um eventual adquirente de controle tenha que pagar um alto prêmio com relação ao valor de mercado da ação, a troca de controle e, conseqüentemente, a substituição da administração por novo controlador fica mais difícil de ocorrer, de modo que, mesmo não apresentando bons resultados, o administrador se mantém no cargo.

Nesse sentido, segundo Akiol (2007), quando a adoção da pílula patentemente tem por objetivo proteger a administração, seus efeitos são negativos com relação ao valor da empresa. O autor encontrou evidências de que as cláusulas são removidas dos estatutos mais freqüentemente quando há um menor número de Diretores que fazem parte também do Conselho de Administração.

Cabe ressaltar que, diferentemente do que permite a legislação brasileira, o Conselho de Administração de companhias americanas podem realizar alterações estatutárias, sem necessidade de aprovação da assembléia geral, tais como a remoção da “poison pill”, o que é vedado no Brasil pelo artigo 122 da LSA, que determina que compete privativamente à assembléia geral reformar o estatuto social.

2.5.2. Hipótese de Interesse do Acionista

Contrariamente à hipótese de defesa da administração, a hipótese de interesse do acionista defende que a adoção das pílulas aumenta a riqueza do acionista. Essa hipótese parte do pressuposto que, mesmo com um eventual baixo desempenho da empresa, os acionistas receberão um prêmio sobre o valor de mercado da ação no caso de mudança de controle, tendo em vista que a “poison pill” permite que os administradores consigam melhores termos nas negociações com um eventual proponente.

Além disso, a adoção das cláusulas diminuem a incerteza dos administradores com relação a permanecer no cargo e, com isso, podem implementar projetos de longo prazo na empresa, o que traria maiores retornos aos acionistas. Nesse sentido, De Ângelo e Rice (1983) argumentam que mecanismos de defesa contra aquisições hostis possibilitam aos administradores firmar contratos não escritos de longo prazo com a firma, uma vez que não ficam pressionados a

conseguir resultados rápidos para os acionistas (muitas vezes inconsistentes no médio e longo prazo), e, com isso, se comprometem com o desempenho consistente da firma.

Glegg (2006) analisou o impacto do anúncio da inserção da “poison pill” nos estatutos das firmas, tendo encontrado uma reação geralmente favorável do mercado, o que corrobora a hipótese de interesse do acionista. O autor utilizou a técnica do estudo de eventos, tendo encontrado retornos anormais positivos, significativos estatisticamente.

O estudo de Glegg (2006) analisou o impacto do anúncio da adoção de “poison pills” em 451 firmas, no período compreendido em 01.01.94 e 31.12.05, para o que utilizou dados extraídos da Securities Database Corporation e da Platinum Database.

Segundo o autor, os estudos realizados na década de 80 são consensuais em demonstrar que a adoção de “poison pill” é acompanhada de reação negativa no preço das ações da empresa, porém estudos realizados na década de 90 mostram que, a partir de então, o anúncio da inserção das cláusulas resulta em reação positiva do mercado estatisticamente significativa.

A justificativa para essa observação consiste no argumento de que a adoção da cláusula nos anos 80 teve como finalidade prescípua evitar aquisições hostis de controle, tendo em vista a onda de aquisições ocorrida no início daquela década no mercado americano. Enquanto que na década de 90, a inserção dos dispositivos tinha outros objetivos, tais como obter melhores termos em negociações de aquisição de controle.

Exemplo de tais estudos consiste no trabalho desenvolvido por Malatesta e Walkling (1988), que analisaram o efeito da adoção de “poison pills” em 132 firmas americanas no período de dezembro de 1982 a março de 1986, tendo concluído que a adoção das cláusulas está associada a uma reação negativa do mercado no preço das ações dessas companhias, afastando a hipótese de maximização da riqueza do acionista.

Brikley *et al.* (1994) analisaram o impacto da adoção de “poison pills” em 247 empresas americanas no período de 1984 a 1986, tendo encontrado retornos anormais positivos após o anúncio da adoção das cláusulas em firmas que possuem majoritariamente Diretores independentes. Eles argumentam que os administradores independentes trabalham mais comprometidos com os interesses dos acionistas do que os ligados ao acionista controlador.

Os autores sustentam que nem sempre as “poison pills” são adotadas para fins de evitar a troca de controle, sendo utilizadas também para aumentar o poder de barganha em uma eventual aquisição de controle, o que resultaria em aumento de valor para o acionista.

Bebchuk (2002) argumenta que os mecanismos anti-aquisição defendem os investidores de longo prazo da empresa contra os movimentos especulativos dos acionistas adquirentes que esperam retorno no curto prazo e surgem, principalmente, em ambiente de assimetria informacional. Sendo assim, ao garantir estabilidade aos administradores, estes se empenham em projetos de longo prazo para a firma, muitas vezes mais rentáveis que os de curto e médio prazo, gerando riqueza para os investidores que esperam retornos mais consistentes em um horizonte de tempo maior.

Além disso, segundo o autor, devido à assimetria informacional, o valor de longo prazo dos investimentos é imperfeitamente sinalizado ao mercado e, assim, a firma poderia ser avaliada incorretamente pelos seus acionistas, que poderiam alienar suas ações no mercado sub-avaliadas a um potencial adquirente. Desse modo, sob os efeitos de uma “poison pill”, os administradores, que têm acesso a uma gama maior de informações sobre a empresa, poderiam considerar a oportunidade e conveniência da oferta, avaliando se o preço ofertado aumentaria a riqueza do acionista, especialmente nos casos de aquisições hostis, em que o adquirente tem interesses especulativos no curto prazo na companhia alvo. Isto, em medida compatível com o potencial da empresa na ausência da aquisição do controle.

Segundo Mossawi (2005), isso explica o surgimento de leis estaduais que expandem os deveres fiduciários dos administradores no mercado norte-americano, a fim de lhe imputarem a responsabilidade de defender os interesses dos acionistas e da companhia no momento de decidir sobre a aceitação de uma oferta pública de aquisição, uma vez que os projetos de longo prazo da companhia são benéficos para a sociedade como um todo, notadamente seus empregados, bancos e comunidades locais. Para o autor, a adoção de “poison pills” pode aumentar a riqueza do acionista, embora, para Mossawi (2005), esse aumento pudesse ser maior se os gestores dedicassem mais tempo às atividades produtivas da firma.

2.6. “Poison Pill” no Brasil

Tendo em vista que somente recentemente as companhias brasileiras vêm adotando os dispositivos em seus estatutos sociais, e considerando ser seu número reduzido, de modo que o universo de empresas que adotaram o dispositivo e o período de vigência das cláusulas dificilmente trariam evidências estatísticas significativas, ainda não foram realizados estudos conclusivos para testar as referidas hipóteses no caso brasileiro.

Tais estudos deverão ser realizados após haver um número significativo de empresas com “poison pills” em seus estatutos e no momento em que tenha transcorrido tempo adequado para possibilitar a conclusão sobre se, em geral, as cláusulas aumentam a riqueza do acionista ou protegem administrações ineficientes. Isso, se o mercado doméstico continuar com a tendência de inserção das cláusulas nos estatutos das companhias brasileiras.

No entanto o estudo de Vieira *et al.* (2007) testou as hipóteses de entrincheiramento da administração e de interesse do acionista, tendo refutado as duas hipóteses na amostra utilizada. Para o estudo, foi utilizada uma amostra composta pelas companhias SUBMARINO, LOJAS RENNER, EMBRAER, PERDIGÃO, DASA, NATURA e IDÉIASNET, que possuem “poison pills” em seus estatutos. Foram realizados testes estatísticos paramétricos e não paramétricos, e utilizadas as métricas EBIT (“Earning Before Interest”) dividido pelo ativo total, e EBIT Anormal (resultado da diferença entre o EBIT individual e o EBIT do setor) dividido pelo ativo total, para testar se existe diferença entre as médias de EBIT anormais.

Os autores, tanto por meio dos testes paramétricos como dos testes não paramétricos, não encontraram diferenças significativas estatisticamente entre as médias, de modo que não puderam concluir pela razoabilidade das hipóteses de interesse do acionista e de entrincheiramento da administração para explicar a adoção de “poison pills” no mercado doméstico, tendo refutado as duas hipóteses.

No entanto os autores teceram observações relevantes, como a de que o ambiente econômico incipiente, o ambiente institucional ainda não consolidado e, sobretudo, a postura passiva dos acionistas domésticos não controladores, podem estimular os administradores das firmas com “poison pills” a adotar uma postura mais conservadora, não se utilizando da

discricionariedade que a pílula lhes proporciona para se engajar em projetos mais arriscados. Sugeriram, ainda, que os resultados obtidos pudessem decorrer dos setores de atuação das firmas constantes da amostra e do curto horizonte de tempo do período estudado, qual seja do primeiro trimestre de 2004 ao primeiro trimestre de 2006.

Gorga (2008) realizou um estudo sobre a tendência de mudança de propriedade das companhias brasileiras e sobre como a experiência brasileira pode auxiliar outros mercados emergentes. Entre os diversos aspectos analisados pela autora, um capítulo de seu trabalho foi dedicado à utilização de “poison pills” pelas companhias brasileiras.

A autora analisou o estatuto de 84 companhias brasileiras, que não possuem acionista controlador, listadas nos segmentos de governança corporativa diferenciada da BOVESPA (Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2), tendo identificado 47 companhias com as cláusulas dispostas em seus estatutos e os percentuais de gatilho adotados por essas companhias. Gorga (2008) separou as “poison pills” que obrigam a realização da OPA em leilão na bolsa das que obrigam somente a oferta pública de aquisição de ações - OPA do adquirente.

Em seu trabalho, a autora analisou os estatutos sociais dessas 84 companhias, contidos nos Formulários de Informações Anuais relativos ao exercício social findo em 31.12.06, no período compreendido entre setembro e dezembro de 2007.

Gorga (2008) fez observações importantes no sentido de que a inserção generalizada de “poison pills” por advogados brasileiros nos estatutos sociais das companhias nacionais demonstra que tais advogados agiram muito rápido, uma vez que a legislação brasileira não regulamenta a utilização de “poison pills” e não se sabe os efeitos que os dispositivos podem causar nas companhias brasileiras.

A autora observou, ainda, que, diante das informações disponíveis, tem-se verificado que mesmo companhias com controlador definido têm inserido os dispositivos em seus estatutos sociais, o que, para Gorga (2008), não tem uma justificativa muito clara, uma vez que essas empresas não estão sujeitas a uma eventual aquisição hostil.

Não obstante, ainda segundo a autora, a utilização dos dispositivos por companhias brasileiras tem sido apreciada por alguns participantes do mercado, uma vez que entendem que a

adoção das cláusulas demonstra uma tendência de dispersão acionária nessas companhias, o que representaria maturidade do mercado de capitais doméstico.

Tendo em vista que as companhias brasileiras que possuem pílulas de veneno, preponderantemente, optaram pela adoção do dispositivo que obriga a realização de uma oferta pública de aquisição de ações - OPA pelo acionista que atingir determinado percentual de participação na empresa, e considerando o alto custo de realizar essa oferta à totalidade dos demais acionistas, tais dispositivos podem impelir os acionistas a não atingirem esse percentual, mantendo participações menores e evitando a concentração acionária da firma. Isso contribuiria para a manutenção da dispersão acionária e a conseqüente liquidez das ações, uma vez que mantém elevado o número de ações em circulação.

Segundo D'Agostini (2007), no Brasil ainda nenhum acionista teve de se sujeitar à aplicação de "poison pills" em um processo de tentativa de aquisição de controle e lidar com seus efeitos.⁶ Para o autor, o surgimento dos dispositivos nas firmas brasileiras ainda é muito elementar, sendo necessário avaliar o impacto da adoção dos dispositivos na avaliação da empresa, padrões de governança corporativa e outros elementos relevantes de análise econômica.

D'Agostini levanta questões a serem analisadas relativas às "poison pills" no mercado brasileiro, quais sejam (i) se é possível o exercício do direito de retirada de acionista insatisfeito com a decisão de se adotar uma "poison pill"; (ii) se estaria o acionista controlador agindo em nome do interesse da companhia ou em interesse próprio; (iii) se seria possível falar em abuso do poder de controle; e (iv) se o dispositivo é realmente um mecanismo que age em benefício da manutenção da dispersão acionária ou um artifício utilizado para defender o controlador de perder o controle sobre os negócios da companhia.

Além disso, sustenta que a adoção das cláusulas no Brasil parece ter por objeto a manutenção do poder de controle pelo acionista controlador a partir da propriedade de uma fração menor das ações emitidas pela empresa. Entretanto, diante do surgimento de companhias com capital pulverizado, considera a possibilidade do mecanismo ser, de fato, uma forma de proteger a dispersão acionária da firma e manter a liquidez de suas ações.

⁶ O autor não considerou o caso envolvendo PERDIGÃO e SADIA, ocorrido em 2006, no qual a primeira se valeu de uma "poison pill" para evitar uma aquisição hostil pela segunda.

Müslich (2008) argumenta que, em que pese não se ter notícia de que a validade dos dispositivos já tenha sido enfrentada judicialmente no Brasil, ou até mesmo administrativamente, as cláusulas podem servir de importante mecanismo de proteção da dispersão acionária e, portanto, à consolidação do avanço do capitalismo brasileiro.

No mercado brasileiro, reitera-se, diferentemente do americano, as pílulas só podem ser inseridas nos estatutos sociais das empresas mediante aprovação dos acionistas, reunidos em assembléia geral, conforme prevê o art. 122 da Lei nº 6.404/76, não podendo o Conselho de Administração remover tal dispositivo. Em função disso, segundo Spercel (2006), o mecanismo nem sempre poderia influenciar o poder de barganha de modo a forçar o adquirente a negociar com o Conselho de Administração, mas sim representar um prêmio pré-estabelecido que o adquirente deve pagar aos acionistas diante de uma aquisição relevante, o que pode inviabilizar a transferência de controle e representar uma ineficiência econômica.

Spercel (2006) sugere que, na atual fase do mercado de capitais brasileiro, a Comissão de Valores Mobiliários regulamente a atuação do Conselho de Administração quando diante de uma oferta de aquisição hostil, no sentido de que esse órgão se informe e oriente os acionistas sobre a conveniência da proposta, tendo em vista suas condições. Para fins de comparação, cita a regra 14E2 da Securities Exchange Commission – SEC, que, segundo o autor, exige que os administradores se pronunciem, no prazo de 10 dias úteis a contar do lançamento de uma oferta de aquisição hostil, acerca das condições da proposta, recomendando sua aceitação ou rejeição.

Em verdade, a própria legislação brasileira deveria ser atualizada para prever as novas tendências que o mercado de capitais brasileiro apresenta - notadamente o desaparecimento da figura do acionista controlador, que em momento anterior era mais presente nas firmas brasileiras, muitas vezes companhias com estrutura de controle familiar - e se adaptar às novas estruturas de controle que surgem nas companhias nacionais, quais sejam o controle difuso e disperso. Nesses tipos de estrutura, a responsabilidade dos administradores é ainda maior, uma vez que não há a figura do acionista controlador para orientar as atividades da empresa.

Nesse sentido, tendo em vista que os trâmites de reforma da lei são muito lentos, e diante da necessidade de adotarem melhores práticas de governança corporativa e se adaptarem à

nova realidade do mercado de capitais doméstico, as companhias têm inserido novas regras em seus estatutos, para preencher o vazio deixado pela legislação no que tange a esses aspectos.

Desse modo, considerando que o direito societário brasileiro dá a possibilidade aos participantes do mercado de adotar qualquer medida, desde que não vá de encontro ao definido em lei, os agentes de mercado se utilizam dessa prerrogativa para estabelecer novas regras, como, por exemplo, a inserção das “poison pills” nos estatutos sociais pelas companhias abertas.

Outro exemplo do uso dessa prerrogativa consiste no próprio regulamento do Novo Mercado da BOVESPA, que estabelece uma série de exigências adicionais às contidas na Lei das Sociedades por Ações - LSA, a serem obrigatoriamente cumpridas pelas companhias que desejam ser listadas nesse segmento, o que leva as companhias listadas a adaptar seus estatutos sociais para refletir essas obrigações adicionais, que devem ser observadas pelos administradores, controladores e acionistas, de forma a aumentar o nível de governança corporativa praticado.

Nessa linha, enquanto não há uma reforma da LSA para refletir a nova realidade do mercado, inclusive o surgimento das “poison pills”, e a CVM não se manifesta oficialmente a respeito, os participantes do mercado, se utilizando da auto-regulação, podem definir os aspectos relativos à conveniência da inserção das cláusulas, dispendo sobre a adequação dos parâmetros utilizados, tais como o percentual do gatilho, do prêmio, e a forma de remoção ou alteração do dispositivo.

2.7 “Poison Pill” e a Governança Corporativa

O estudo de Akyol (2007) comparou a frequência de remoção das “poison pills” dos estatutos das companhias americanas nos períodos de 1990 a 2001 e 2002 a 2004, usando dados extraídos da Factset Research System, Incs e da Sharkrepellent.net database, cuja amostra foi composta por 126 firmas que removeram a cláusula de seus estatutos, listadas na American Stock Exchange - AMEX e na New York Stock Exchange - NYSE, no período de janeiro de 1990 a dezembro de 2004.

O autor encontrou evidências estatísticas de que mais empresas removeram a pílula no período de 2002 a 2004 do que no período anterior a 2002, atribuindo esse fenômeno ao fato de, a

partir de 2001, ter havido um movimento ativista dos acionistas e regulatório (Lei Sarbanes-Oxley) naquele país, que demandou a adoção das melhores práticas de Governança Corporativa pelas companhias americanas.

Esse fenômeno também ocorreu no Brasil, no mesmo período, e teve como reflexo a criação do Novo Mercado pela BOVESPA em 2001, com base na experiência alemã com o *Neuer Markt*. O Novo Mercado é um segmento de listagem diferenciado, em que as companhias listadas se comprometem a observar uma série de regras, com o objetivo de fornecer maiores direitos e transparência aos acionistas minoritários e, dessa forma, adotar as melhores práticas de governança corporativa.

As empresas participantes do Novo Mercado, além de cumprir outras exigências, devem ter seu capital composto somente por ações ordinárias (cada ação emitida pela firma dá direito a um voto na assembléia geral), são obrigadas a elaborar suas Demonstrações Financeiras de acordo com as normas contábeis internacionais – IFRS, ou americanas - US GAAP, além de serem impelidas a aderir à Câmara de Arbitragem da BOVESPA para resolver eventual conflito entre acionistas controladores, administradores e acionistas minoritários.

No âmbito do Novo Mercado, a melhoria da qualidade das informações prestadas pela Companhia e a ampliação dos direitos societários reduzem as incertezas no processo de avaliação e de investimento e, conseqüentemente, o risco. Assim, em virtude do aumento da confiança, eleva-se a disposição dos investidores para adquirir ações da firma. A redução do risco também gera uma melhor precificação das ações, o que, por sua vez, incentiva novas aberturas de capital e novas emissões, fortalecendo o mercado acionário como alternativa de financiamento às empresas.

Certamente, a decisão de uma empresa em se listar no Novo Mercado recebe atenção e tratamento especial por parte dos investidores, razão pela qual nota-se a tendência crescente de migração das empresas listadas no segmento tradicional da BOVESPA para o Novo Mercado e aberturas de capital de empresas que admitem suas ações à negociação nesse segmento.

Segundo Cavalcanti e Missumi (2001), a participação no Novo Mercado traz vantagens para as empresas e para os investidores, uma vez que causa melhor precificação das ações das

empresas listadas e, conseqüentemente, menor custo de captação, e exige um grau de transparência maior e a garantia de bom tratamento aos acionistas minoritários.

Ocorre que o Novo mercado teve um grande impulso em 2007, ano em que o número de companhias listadas cresceu consistentemente (houve ingresso de 40 companhias no segmento, das 84 que abriram seu capital em 2007, e de um total de 99 empresas listadas no Novo Mercado atualmente). Desse modo, verifica-se uma diferença em relação ao mercado americano, segundo o disposto por Akyol (2007), pois, no momento em que passaram a adotar melhores práticas de governança corporativa, as companhias americanas removeram com mais freqüência as pílulas, enquanto que no Brasil, ao passo que um maior número de companhias aderiram ao Novo Mercado, iniciou-se o surgimento mais freqüente de “poison pills”.

Das 40 companhias que abriram seu capital e admitiram suas ações à negociação no Novo Mercado em 2007, 29 possuem “poison pills”, o que representa 52,72% do total de companhias que possuem as pílulas e são listadas nesse segmento de negociação, vide QUADRO 1.

	Denominação Social	Data de Registro	Poison Pill
1	AÇUCAR GUARANI S.A.	20/07/07	não
2	AGRA EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS S.A.	19/04/07	sim
3	AMIL PARTICIPACOES S.A.	24/10/07	sim
4	B2W - COMPANHIA GLOBAL DO VAREJO	26/07/07	sim
5	BEMATECH S.A.	17/04/07	sim
6	BOLSA DE MERCADORIAS E FUTUROS-BMF S.A.	28/11/07	sim
7	BOVESPA HOLDING S.A.	23/10/07	sim
8	BRASIL BROKERS PARTICIPACOES S.A.	26/10/07	sim
9	CAMARGO CORREA DESENV. IMOBILIARIO S.A.	29/01/07	não
10	CIA BRAS DESENV IMOBILIARIO TURISTICO	12/07/07	sim
11	CONSTRUTORA TENDA S.A.	11/10/07	sim
12	CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS S.A.	16/04/07	não
13	CYRELA COMMERCIAL PROPERT S.A. EMPR PART	01/08/07	sim
14	EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A.	02/03/07	sim
15	EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPACOES S.A.	15/06/07	sim
16	FERTILIZANTES HERINGER S.A.	10/04/07	sim
17	GENERAL SHOPPING BRASIL S.A.	26/07/07	sim
18	HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A.	09/07/07	sim
19	IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S.A	02/02/07	não
20	INPAR S.A.	23/05/07	sim
21	JBS S.A.	27/03/07	sim
22	JHSF PARTICIPACOES S.A.	04/04/07	sim
23	LOG-IN LOGISTICA INTERMODAL S.A.	04/06/07	sim
24	MAGNESITA REFRACTORIOS S.A.	02/07/07	não
25	MARFRIG FRIGORIFICOS E COM DE ALIM S.A.	18/06/07	não

26	MARISA S.A.	13/06/07	sim
27	METALFRIO SOLUTIONS S.A.	10/04/07	não
28	MINERVA S.A.	18/07/07	sim
29	MPX ENERGIA S.A.	07/12/07	não
30	MRV ENGENHARIA E PARTICIPACOES S.A.	13/07/07	não
31	PDG REALTY S.A. EMPREEND E PARTICIPACOES	23/01/07	não
32	REDECARD S.A.	11/07/07	sim
33	RODOBENS NEGOCIOS IMOBILIARIOS S.A.	18/01/07	sim
34	SÃO MARTINHO S.A.	07/02/07	sim
35	SATIPEL INDUSTRIAL S.A.	10/09/07	sim
36	SLC AGRICOLA S.A.	12/06/07	sim
37	SPRINGS GLOBAL PARTICIPACOES S.A.	25/07/07	sim
38	TECNISA S.A.	09/01/07	sim
39	TEGMA GESTAO LOGISTICA S.A.	28/06/07	não
40	TRISUL S.A.	10/10/07	sim

QUADRO 1 – Firmas que Abriram o Capital em 2007 listadas no Novo Mercado

Fonte: CVM e BOVESPA

Ressalta-se que das 11 companhias que ingressaram no Novo Mercado em 2007 e não possuem pílulas de veneno, oito possuem controlador definido, duas controle disperso e uma controle difuso. Convém destacar que o controle definido ocorre quando o controlador detém mais de 50% das ações com direito a voto, difuso quando o controlador detém menos de 50% e disperso quando não há acionista controlador.

A mencionada diferença existente em relação ao mercado americano pode estar ocorrendo em razão do atual estágio de desenvolvimento do mercado de capitais doméstico, em que, a exemplo do mercado daquele país, as firmas caminham para a desconcentração acionária, de modo que não se justificaria a inserção dos dispositivos em momento anterior, em que a grande maioria das companhias possuía acionista controlador definido.

Nesse sentido, há que se levantar a hipótese de que se existisse um número significativo de companhias sem controle definido antes do impulso da busca por melhores práticas de governança corporativa pelas companhias brasileiras, o número de firmas com “poison pill” em seus estatutos poderia ser significativamente maior do que o observado atualmente.

Além disso, a adoção dos dispositivos pode ser até mesmo reflexo do próprio regulamento do Novo Mercado, que obriga as empresas listadas a manter, no mínimo, 25% das

ações de sua emissão em circulação, e ter como objetivo a manutenção da liquidez das ações da companhia

No entanto, é preciso realizar estudos para verificar se o mercado brasileiro não está na contra-mão do desenvolvimento, devendo ser analisados os motivos que levaram à adoção das pílulas no mesmo momento em que se observa um crescente movimento pela concessão de maiores direitos dos acionistas minoritários e pela transparência das atividades da empresa.

Rudge (2008) disserta sobre pontos positivos e negativos da adoção de “poison pills” por companhias brasileiras. O autor levanta a hipótese de que a inserção das cláusulas nos estatutos das companhias brasileiras seria uma garantia de dispersão acionária mínima no mercado, o que traria liquidez às ações da empresa e, conseqüentemente, maiores benefícios para os acionistas, além de evitar uma aquisição hostil a preços baixos a que os acionista teriam que se sujeitar, caso não houvesse o dispositivo estatutário.

Por outro lado, para o autor, os mecanismos, que podem parecer benéficos, podem se transformar em uma barreira intransponível ao crescimento das companhias, além do fato de os dispositivos trazerem consigo uma insegurança jurídica ainda não testada, a ponto de ser necessário estudar a fundo se as “poison pills” não afrontam as disposições contidas na Lei nº 6.404/76.

Sendo assim, Rudge (2008) conclui que o aumento do patamar que dispara o gatilho para a oferta pública de aquisição de ações - OPA, a existência de prazo para sua duração, ou mesmo a necessidade de aprovação da sua eficácia em assembléia geral, seriam boas iniciativas para alinhar tais dispositivos às melhores práticas de governança corporativa. Ao transferir para assembléia geral a prerrogativa de aprovar a eficácia da “poison pill”, tendo em vista tratar-se de evento mais democrático da companhia, seria transmitida aos acionistas a possibilidade de decidirem o destino da sociedade e participarem ativamente na condução das negociações, dentro dos princípios de boa governança corporativa.

3. ASPECTOS METODOLÓGICOS

3.1. Tipo de Pesquisa

A pesquisa realizada foi qualitativa, utilizando-se a metodologia de pesquisa descritiva, por meio de análise de conteúdo (SILVA, 2005). Esse método visa a descrever as características de determinada população ou fenômeno, envolvendo o uso de técnicas padronizadas e assumindo a forma de levantamento. Consistentemente, foi levada a efeito através da inspeção dos estatutos sociais das companhias abertas, contidos nos Formulários de Informações Anuais - IAN referentes aos exercícios sociais findos em 31.12.06 e 31.12.07, conforme o caso, de acordo com o último formulário enviado pela firma à Comissão de Valores Mobiliários, arquivado no Sistema de Informações Periódicas e Eventuais - IPE, de modo a identificar os estatutos sociais que contêm cláusulas classificadas como “poison pills”. Além disso, foram analisados os dados relativos à distribuição do capital dessas companhias, contidos nos mesmos formulários IAN, que foram confrontados com as mesmas informações extraídas do Sistema Econômica, como forma de possibilitar a identificação da estrutura de controle das companhias com “poison pills”.

3.2. Amostra

O trabalho teve como escopo 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 (a média de dispersão acionária das firmas listadas no Novo Mercado é de 40,68%, enquanto a do mercado, excluídas essas empresas, é de 22,28%)⁷, além de ser o segmento de maior visibilidade no mercado de capitais brasileiro, uma vez que existe a exigência de adoção de maior nível de governança corporativa pelas empresas, de modo que são ampliados os direitos dos acionistas e as informações a eles prestadas.

Dessa forma, a amostra utilizada é não aleatória e estatisticamente viesada com relação ao número total de companhias abertas brasileiras. No entanto, o estudo com base somente nas companhias listadas no Novo Mercado se justifica por ser o segmento que exige maior concessão

⁷ Vide APÊNDICES D e E.

de direitos aos acionistas minoritários e maior transparência da administração, além de as empresas listadas só poderem ter ações com direito a voto e serem obrigadas a manter, no mínimo, 25% das ações em circulação (free float), o que contribui para a liquidez das suas ações.

Tais medidas fazem com que as firmas listadas no Novo Mercado sejam mais atrativas aos investidores quando comparadas a outras empresas, se forem considerados preponderantemente esses fatores na decisão do investimento.

Além disso, é o segmento de listagem em que ocorreu o ingresso de 40 companhias em 2007 que abriram seu capital nesse ano, o que corresponde a 40,4% do total de empresas listadas nesse segmento atualmente, e a 47,61% do total de firmas que obtiveram registro de companhia aberta no ano de 2007 (ver QUADRO 1 e APÊNDICE C).

Segundo Carvalho (2003), a migração de uma companhia para o Novo Mercado da BOVESPA é acompanhada por uma reação positiva no preço de suas ações, aumento do volume negociado e aumento de liquidez. O autor argumenta que ações com baixa liquidez devem oferecer um “desconto” aos compradores, ou seja, ser negociadas com valoração baixa, uma vez que o investidor não pode se desfazer do papel a qualquer tempo, sem ter que perder valor do ativo. Desse modo, um número de acionistas minoritários elevado é essencial para manter a liquidez da ação, tendo em vista que, desse modo, há um maior número de possíveis compradores e vendedores.

Assim, sustenta que, na medida em que a companhia atrai um maior número de investidores, é mais bem avaliada, razão pela qual as exigências para listagem da empresa no Novo Mercado trazem consigo benefícios aos investidores, às firmas e ao mercado como um todo.

Por essas razões, as companhias listadas no Novo Mercado são uma amostra adequada para o presente trabalho, na medida em que esse segmento apresenta indícios de ser, futuramente, o principal segmento de negociação do mercado de capitais doméstico.

3.3. Fonte de dados

Os dados foram extraídos do site da Comissão de Valores Mobiliários, notadamente dos formulários de Informações Anuais - IAN, que são obrigatoriamente enviados à autarquia até cinco meses após o término do exercício social, conforme previsto no art. 16, inciso IV, da Instrução CVM nº 202/93, sob pena de aplicação de multa cominatória.

Além desses, serão utilizados os dados extraídos do Sistema Econômica, notadamente a composição acionária das companhias, a fim de confrontar com aquelas extraídas dos referidos formulários IAN, bem como dados obtidos do site da Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA.

3.4. Período de corte

O presente estudo tem como base os dados levantados até 05.05.08, não sendo levadas em consideração as alterações ocorridas após essa data, seja no estatuto social da empresa, seja na sua composição acionária ou alguma eventual reorganização societária que resulte na cisão, fusão ou incorporação da firma.

Nesse sentido, cabe ressaltar que, tendo vista que as companhias abertas têm o prazo de cinco meses após o término do exercício social (31.05.08 para as companhias com exercício social findo em 31.12.07) para entrega do formulário IAN, muitas delas não o enviaram até 05.05.08. Nesses casos, foram usados os formulários IAN referentes ao exercício social findo em 31.12.06. Isso, no entanto, não compromete o resultado do trabalho nem sua confiabilidade, uma vez que, conforme disposto no OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SEP Nº 01/03, que contém procedimentos gerais a serem observados pelas companhias abertas, o IAN deve ser entendido como um documento dinâmico sobre a evolução dos negócios da empresa, não estando vinculado a determinado exercício social, em que pese o fato de ser fixada uma data para sua apresentação ano a ano.

Nesse sentido, e nos termos do parágrafo 7º, do artigo 1º, da Instrução CVM nº 351/2001 (que alterou o artigo 16 da Instrução CVM nº 202/93), o IAN deve ser atualizado

sempre que ocorrer qualquer fato que altere as informações prestadas, no prazo de dez dias contados da data da sua ocorrência.

Portanto, é imposto às companhias abertas reapresentar o IAN sempre que se verificarem alterações societárias cujas informações sejam requeridas no formulário, tais como informações sobre a composição dos órgãos da administração da companhia, sobre eventuais alterações estatutárias e sobre mudanças na composição acionária, de modo que as informações obtidas nos formulários referentes a 31.12.06 não estarão defasadas por força da regulamentação vigente.

4. ANÁLISE DOS DADOS

4.1. Contingente de Companhias no Novo Mercado com “Poison Pills”

Verificou-se que, das 99 companhias listadas no Novo Mercado da BOVESPA, 56 possuem “poison pills” em seus estatutos sociais. Estas representam 56,56% das empresas listadas nesse segmento e estão relacionadas às características de seus dispositivos no APÊNDICE A.

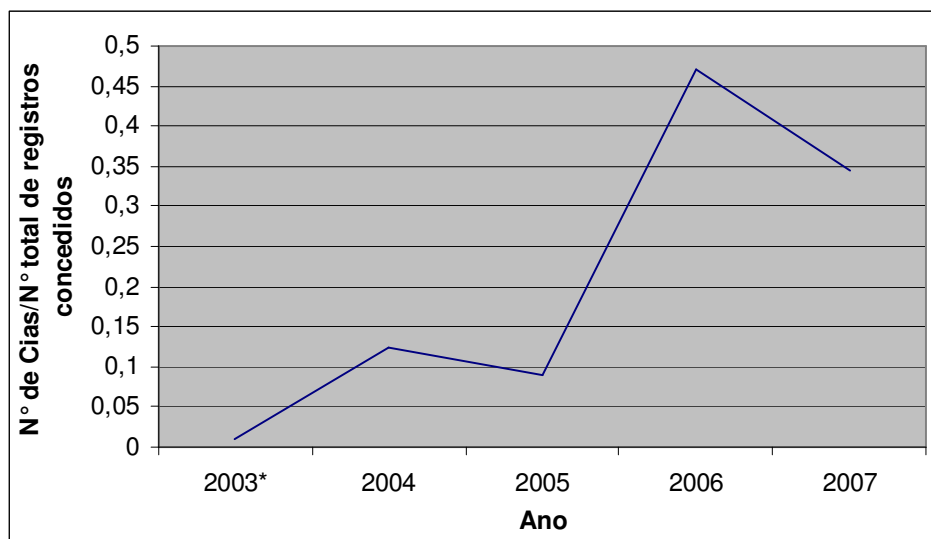
Dessas 56 companhias com “poison pill”, 29 abriram seu capital em 2007. Estas representam 51,78% de todas as companhias que possuem as cláusulas listadas no Novo Mercado. A evolução do número de aberturas de capital dessas empresas se deu conforme a TABELA 1, abaixo:

**TABELA 1 –
Número de firmas que abriram capital e possuem “poison pill” por ano**

	2003*	2004	2005	2006	2007	Total
Nº de Cias que abriram o capital com poison pill	8	2	1	16	29	56

* 2003 ou antes
Fonte: CVM

Verifica-se que a partir de 2006 houve um incremento maciço de companhias que obtiveram registro de companhia aberta junto à CVM com os dispositivos inseridos em seus estatutos sociais. Esse fenômeno pode ser melhor observado por meio da GRÁFICO 1, a seguir:



**GRÁFICO 1 –
Evolução no Número de Companhias que Abriram o Capital com
“Poison Pill” / Número Total de Registros Concedidos**

Fonte: CVM

Verificou-se que, em que pese a análise do gráfico demonstrar que a fração das firmas que têm obtido registro de companhia aberta e possuem mecanismos anti-aquisição hostil apresenta uma tendência crescente, não foi verificado, no ano de 2008, até a data de corte do presente estudo (05.05.08), nenhuma abertura de capital para listagem no Novo Mercado em que a companhia possua algum tipo de “poison pill” em seu estatuto, cabendo ressaltar que duas firmas obtiveram registro de companhia aberta e admitiram suas ações à negociação no Novo Mercado no período (HYPERMARCAS S.A. e LE LIS BLANC DEUX COM. CONFEC. ROUPAS S.A.), de um total de 20 registros de companhia aberta concedidos pela CVM no mesmo período⁸.

Tal fato pode estar associado à crise imobiliária americana ocorrida no primeiro trimestre de 2008, uma vez que o mercado reagiu de forma negativa aos prejuízos dos bancos norte-americanos que sofreram o impacto da inadimplência daqueles que haviam obtido crédito imobiliário para financiar seus imóveis naquele mercado. Isso gerou rumores sobre um eventual comprometimento da economia real nacional e internacional, fazendo com que as bolsas apresentassem quedas significativas.

⁸ Fonte: <http://www.cvm.gov.br/>, link “Registro Inicial de Companhia”, acessado em junho de 2008.

Segundo a BOVESPA (2008), o mês de março de 2008 foi marcado pelo aprofundamento da crise americana, que culminou com a venda emergencial de um grande banco de investimentos por uma fração de seu valor de mercado. Como consequência, os investidores, desconfortáveis com a situação financeira do setor bancário e receosos de que outras instituições pudessem ser atingidas fortemente pela crise, desfizeram-se de suas posições em ações de bancos, provocando queda nas cotações e elevação da volatilidade no mercado acionário.

Nesse cenário, as companhias que estavam preparadas para entrar com pedido de registro de companhia aberta na CVM e concomitantemente solicitar o registro de uma oferta pública de distribuição primária, de modo a captar recursos junto ao público investidor a fim de financiar seus projetos de investimentos, se viram impelidas a aguardar um momento mais favorável do mercado, em que suas ações pudessem ser melhor precificadas e, com isso, possibilitar uma captação mais vultosa de recursos.

No entanto, diante da classificação de risco do Brasil como grau de investimento, atribuído pela agência de rating Standard & Poor's no segundo trimestre de 2008, e da reação positiva do mercado de capitais a esse fato, evidenciada pela seguida quebra de recordes do índice IBOVESPA, que atingiu a máxima histórica de 73.516 pontos em maio de 2008, após ter quebrado 10 recordes de pontuação máxima no ano, há indícios de que, se houver consistência nesse comportamento do mercado, as companhias voltem a solicitar registros de companhias abertas mais constantemente no segundo semestre de 2008, a fim de aproveitar o bom momento do mercado, e, com isso, a retomada da tendência de surgimento de companhias com “poison pills” em seus estatutos sociais.

4.2. Características das “Poison Pills” Adotadas no Brasil

Constatou-se que, no Brasil, todas as companhias com “poison pill” adotam o mecanismo que obriga a realização de OPA, por acionista que atingir determinado percentual das ações emitidas pela firma (gatilho). Cabe ressaltar que as companhias BOVESPA HOLDING S.A., BOLSA DE MERCADORIAS E FUTUROS S.A. – BM&F e EMBRAER, além de terem o dispositivo com essas características, possuem o dispositivo que limita o direito de voto a 7%,

7,5% e 5% de participação, respectivamente, ainda que algum acionista possua maior percentual de ações de emissão da empresa.

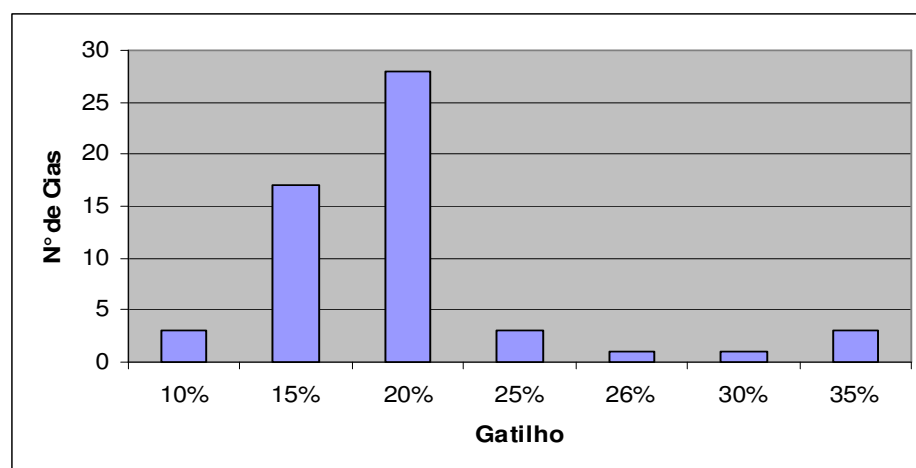
Os gatilhos adotados pelas empresas brasileiras são variados, não sendo visível que algum critério único tenha sido utilizado para determiná-los, de modo que varia entre 10% e 35%, sendo em média de 19,3% e possuindo mediana de 20%. A distribuição das firmas com “poison pills” por percentual de gatilho adotado é mostrada na TABELA 2, abaixo.

**TABELA 2 -
Distribuição das Firmas com “Poison Pill” por Gatilho Adotado**

Gatilho	Quantidade de Cias
10%	3
15%	17
20%	28
25%	3
26%	1
30%	1
35%	3
Total	56

Fonte: CVM

A distribuição da frequência dos gatilhos adotados pelas companhias brasileiras listadas no Novo Mercado da BOVESPA pode ser visualizada por meio da FIGURA 1.



**FIGURA 1 -
Distribuição da Frequência do Percentual do Gatilho Adotado**

Fonte:CVM

Da análise da FIGURA 1, verifica-se claramente que um grande contingente de companhias brasileiras 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, com pagamento à vista, em moeda nacional, por preço definido no estatuto que pode ser com prêmio ou não sobre o valor da ação. O critério de avaliação da empresa para determinar o valor da ação varia entre laudo de avaliação a valor econômico, elaborado por empresa especializada, média de cotação da ação em determinado período, cotação mais alta atingida pela ação em dado número de pregões, valor utilizado em aumento de capital realizado pela empresa nos últimos 12 meses, corrigido por índice de inflação, ou o maior valor entre esses critérios, ou alguns deles, com ou sem prêmio.

Nos casos em que o acionista adquirente não cumpre os procedimentos previstos para a realização da OPA, os estatutos atribuem ao Conselho de Administração a prerrogativa de convocar uma assembléia geral para deliberar sobre a suspensão dos direitos do acionista adquirente, conforme previsto no artigo 120 da Lei nº 6.404/76.

Cabe ressaltar que o referido artigo vigente na legislação brasileira prevê que a assembléia geral poderá suspender o exercício dos direitos do acionista que deixar de cumprir obrigação imposta pela lei ou pelo estatuto, cessando a suspensão logo que cumprida a obrigação.

A obrigação de realização da OPA se estende aos casos em que o percentual de participação é atingido em decorrência de aquisição de outros direitos relacionados à ação da empresa, inclusive usufruto ou fideicomisso, não se aplicando a obrigatoriedade da OPA no caso do gatilho ser atingido em razão de sucessão legal, incorporação de outra sociedade pela companhia, incorporação de ações de outra sociedade pela empresa, ou subscrição de ações da companhia, realizada em uma única emissão primária, que tenha sido aprovada em assembléia geral de acionistas da companhia.

Note-se que, na maioria dos casos, as companhias já obtêm registro de companhia aberta com a “poison pill”, razão pela qual os estatutos prevêm que a obrigação de realização da OPA não se aplica aos atuais acionistas que detêm um percentual de ações superior ao gatilho que dispara a OPA.

Com relação ao prêmio exigido sobre o valor da ação no preço da OPA, as companhias brasileiras adotam percentuais variados que podem inviabilizar a aquisição do controle da companhia, tendo em vista que esses prêmios chegam a 50% do valor da ação, conforme o critério definido no estatuto da empresa. Dependendo das expectativas do adquirente com relação aos negócios da firma, o percentual pode tornar a operação inviável, uma vez que o adquirente é obrigado a desembolsar quantia significativamente superior ao valor da ação para adquiri-la, nos casos em que o percentual é elevado.

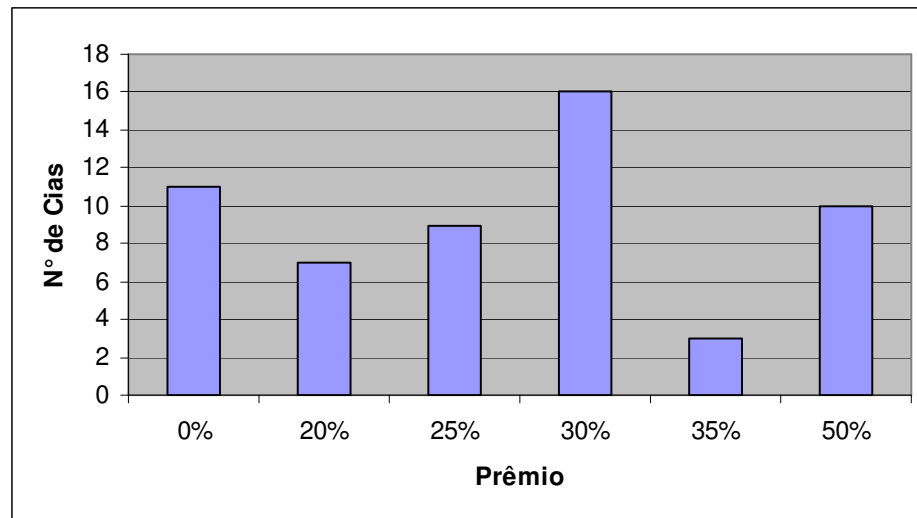
A distribuição dos prêmios adotados pelas firmas brasileiras encontra-se na TABELA 3, a seguir.

**TABELA 3 –
Distribuição dos Prêmios Adotados no Preço da OPA**

Prêmio	Quantidade de Cias
0%	11
20%	7
25%	9
30%	16
35%	3
50%	10
Total	56

Fonte: CVM

A distribuição da frequência de percentual do prêmio adotado sobre o valor da ação no preço da OPA pode ser observada na FIGURA 2.



**FIGURA 2 –
Distribuição da Frequência do Percentual de Prêmio Adotado**

Fonte:CVM

Nota-se que, diferentemente do percentual do gatilho, para o qual há uma marcada preferência pelos percentuais de 15% e 20%, a distribuição dos prêmios demonstra que as companhias brasileiras estão bem distribuídas com relação ao prêmio adotado, não sendo identificado um percentual do prêmio que fosse destacadamente mais utilizado, como no caso dos gatilhos, em que pese o número maior de firmas com prêmio de 30%. Cabe ressaltar que a média de prêmio adotado é de 25,9% e a mediana, 30%.

A legislação brasileira, notadamente o artigo 121, inciso I, da Lei nº 6.404/76, determina que qualquer alteração estatutária somente pode ser realizada por deliberação da assembléia geral, sendo de sua competência exclusiva a reforma do estatuto. Desse modo, caso os acionistas se tornem insatisfeitos com as conseqüências da “poison pill”, seja quanto à inviabilidade de eventuais bons negócios, seja quanto ao entrincheiramento de uma administração eventualmente ineficiente, poderiam deliberar em assembléia geral pela exclusão ou pela alteração do dispositivo, inclusive quanto à alteração do gatilho ou do prêmio. No entanto, 23 das 56 companhias observadas na amostra com “poison pill” possuem uma cláusula em seus estatutos que determinam que, no caso de se deliberar pela alteração ou exclusão da “poison pill”, o(s) acionista(s) que votar(em) a favor dessa alteração estatutária também deve(m) realizar a OPA, nas condições definidas no estatuto (APÊNDICE A).

Sendo assim, se for verificado adiante que o dispositivo não tem trazido benefícios aos acionistas e/ou à firma, os acionistas só poderão remover a cláusula caso se sujeitem a realizar a OPA. Nesse sentido, convém ressaltar as “poison pills” adotadas pelas empresas GENERAL SHOPPING BRASIL S.A., ODONTOPREV S.A. e TRISUL S.A., que, comparadas às adotadas pelas demais firmas constantes da amostra, são as mais severas existentes nas companhias listadas no Novo Mercado, uma vez que adotam um gatilho de 15%, prêmio de 50% sobre o valor da ação no preço da OPA e, no caso de exclusão da pílula, o acionista que votar a favor da sua remoção ou alteração também deverá realizar a OPA.

Os dispositivos adotados por essas empresas praticamente inviabilizam qualquer aquisição que resulte em participação igual ou superior a 15% das ações de sua emissão, uma vez que o prejuízo econômico do acionista adquirente seria muito grande, além de praticamente impedir que seus acionistas, uma vez insatisfeitos com o resultado da cláusula, alterem ou removam o dispositivo, tornando-se barreiras intransponíveis pelos acionistas minoritários.

Curioso notar que, em que pese a ODONTOPREV S.A. ter controle difuso, a GENERAL SHOPPING BRASIL S.A. e a TRISUL S.A. possuem controlador definido, de forma que, nessas firmas, não se justificaria a adoção dessas cláusulas, uma vez que essas companhias não estão sujeitas a uma eventual aquisição hostil de controle, via mercado de capitais, tendo em vista que os controladores detêm mais de 50% das ações, de modo que, mesmo que um acionista adquirente comprasse todas as ações dos acionistas minoritários, ainda assim não conseguiria assumir o controle da companhia, uma vez que não atingiria participação superior a dos acionistas controladores.

Na mesma linha das “poison pills” adotadas por essas empresas, existe o dispositivo presente no estatuto social da BRASILAGRO – CIA. BRASILEIRA DE PROP. AGRÍCOLAS, que difere dos anteriores somente no percentual do gatilho, que é maior em cinco pontos percentuais. Ainda assim, não menos severa é a “poison pill” dessa empresa, tendo em vista o prêmio estabelecido de 50% sobre o valor da ação no preço da OPA e a obrigatoriedade de realizar a oferta por qualquer acionista que vote a favor da exclusão ou alteração do dispositivo.

4.3. Estrutura de Controle das Firms Brasileiras com “Poison Pills”

Verificou-se que, das 56 companhias com “poison pill” listadas no Novo Mercado, 28 possuem controlador definido, o que representa 50% do total dessas firmas com os dispositivos. Tal resultado era pouco esperado, uma vez que, de acordo com a literatura sobre o tema, a “poison pill” tem como objetivo evitar uma eventual aquisição hostil de controle. A partir daí, levantou-se as hipóteses de interesse do acionista e de entrincheiramento da administração para explicar sua adoção.

**TABELA 4 –
Distribuição de Firms com “Poison Pill” Conforme sua Estrutura de Controle**

Estrutura de Controle	Quantidade de Cias
Disperso	8
Difuso	20
Definido	28
Total	56

Fonte: CVM

Disperso: sem controlador

Difuso: controlador com menos de 50%

Definido: controlador com 50% ou mais

Ocorre que, nos casos em que há um controlador definido, não existe 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.

O que pode estar ocorrendo nas companhias brasileiras é que os controladores podem estar prevendo um momento futuro, em que possam eventualmente alienar um percentual de suas ações da firma, sem se sujeitar à possibilidade de uma eventual aquisição hostil de controle futuramente. Isso justificaria a inserção dos dispositivos no momento da obtenção do registro de companhia aberta na CVM, uma vez que não necessitariam se submeter aos trâmites legais para inserir a “poison pill” no estatuto, exigidos às companhias abertas pela legislação brasileira, tal como a instalação da assembléia geral em primeira convocação somente com a presença de dois terços, no mínimo, do capital com direito a voto, conforme previsto no art. 135 da Lei nº 6.404/76.

Além disso, conforme dito, nos casos em que há acionista controlador definido, a inserção do dispositivo pode ser justificada em razão de intenção do acionista controlador em manter um percentual mínimo de dispersão acionária, o que representaria maior número de ações em circulação e, conseqüentemente, maior liquidez às ações da firma.

A FIGURA 3, abaixo, demonstra a distribuição das companhias com “poison pill”, conforme sua estrutura de controle.

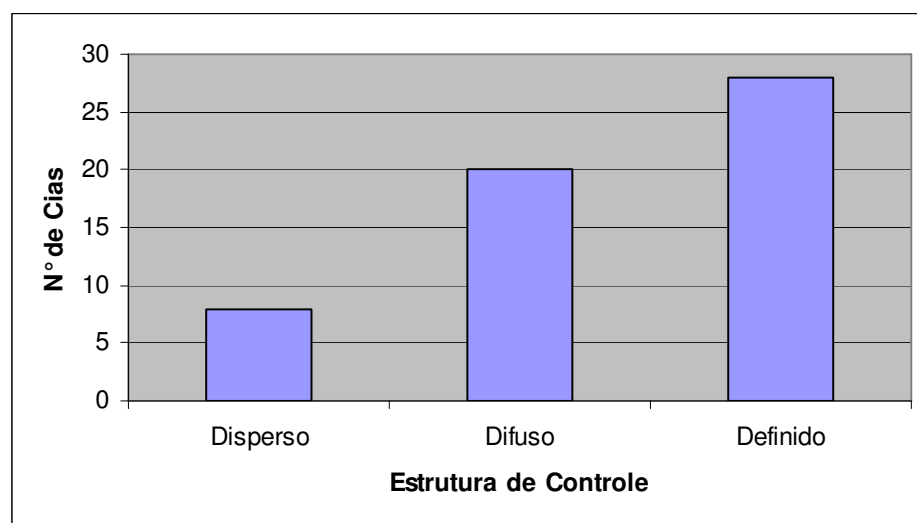


FIGURA 3 –

Distribuição das Firmas com “Poison Pills” Conforme sua Estrutura de Controle

Fonte: CVM e Economática

Verifica-se que metade do contingente das companhias listadas no Novo Mercado que possuem “poison pill” possuem controlador definido, de modo que essas companhias não estariam sujeitas a uma aquisição hostil de controle, e somente 14,3% das firmas com “poison pills” possuem capital disperso no mercado.

Isso pode ser um indício de que as companhias brasileiras, de fato, têm inserido os dispositivos com a intenção de manter uma dispersão acionária mínima no mercado e, com isso, a manutenção da liquidez de suas ações.

Cabe ressaltar que, das outras 43 companhias listadas no Novo Mercado que não possuem “poison pills”, 30 possuem controle definido, 5 difuso e 8 disperso, o que pode ser melhor visualizado conforme a TABELA 5, abaixo.

**TABELA 5 –
Estrutura de controle das Companhias sem “Poison Pill”**

Estrutura de Controle das Cias sem PP	N° de Cias
Disperso	8
Difuso	5
Definido	30
Total	43

Fonte: CVM

Verifica-se que, apesar de cerca de 69,76% dessas companhias possuírem acionista controlador definido, os outros 30,24% que possuem capital difuso ou disperso, firmas que estariam, de fato, sujeitas a uma eventual aquisição hostil de controle, não possuem “poison pills” em seus estatutos sociais.

5. CONCLUSÃO

A análise da amostra revelou que 56 companhias listadas no Novo Mercado da BOVESPA possuem “poison pill” em seus estatutos sociais classificadas do tipo “obrigatoriedade de realizar oferta pública” diferentemente da mais observada no mercado norte-americano (“*Share Purchase Right Plans*”). Revelou, ainda, que, entre estas, três companhias (BOVESPA HOLDING, BM&F e EMBRAER) possuem, adicionalmente, “poison pills” do tipo “limitação ao direito de voto”.

Verificou-se que o percentual do gatilho que dispara a OPA é variado conforme a firma, bem como o percentual do prêmio sobre o valor da ação no preço da OPA, não sendo identificados eventuais critérios para definir tais percentuais. Ademais, 50% das companhias com “poison pills” possuem dispositivos em seus estatutos que obriga a realização da OPA, nas condições previstas no estatuto, por qualquer acionista que vote a favor da alteração ou remoção da “poison pill”, o que traria dificuldades de remoção do dispositivo, caso seja verificado que os dispositivos não estão alinhados com os interesses da companhia, dos acionistas e dos administradores.

No que tange à estrutura de controle dessas firmas, verificou-se que 28 delas possuem controlador definido, o que não justificaria a adoção das cláusulas como forma de evitar uma eventual aquisição hostil de controle. A adoção dos dispositivos por essas companhias pode, de fato, ter por objeto a manutenção de um percentual mínimo de ações em circulação, como forma de manter a liquidez das ações da firma, ou ser justificada por uma intenção futura do acionista controlador em alienar um percentual da sua participação e, ainda assim, manter o controle da companhia com uma fração menor do capital da empresa.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AKYOL, All Cavit. **Thee Essay on Poison Pill Removal**. Alabama, 2007. Dissertação - Department of Economics, Finance and Legal Studies, University of Alabama.

ALCHIAN, Armen A. **Economic Force at Works**. Chicago: Ed. Liberty Fund Inc., 1977.

BEBCHUK, Lucian A. Why Firms Adopt Takeover Defenses. **University of Pensilvania Law Review**, [S.l.] v. 152, n.2, p. 713-753.

BESANCO, David, DRANOV, David e SHANLEY, Mark. **Economics of Strategy**. Chicago: Ed. Wiley, 2. ed., 1999.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. **Panorama da Economia e do Mercado de Capitais**. São Paulo, 2008. Disponível em < <http://www.bovespa.com.br/pdf/bovpanorama.pdf> >, acesso em maio de 2008.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. **Regulamento de listagem no Novo Mercado**. São Paulo, 2008. Disponível em < <http://www.bovespa.com.br/pdf/RegulamentoNMercado.pdf> >, acesso em maio de 2008.

BODIE, Zvi e MERTON, Robert. **Finanças**. São Paulo: PrenticeHall, 2001.

BRICKLEY, James A. et al. Outside Directors and the Adoption of Poison Pills. **Journal of Financial Economics**, v. 35, n. 3, p. 371-390, jun.1994.

CARVALHO, Antonio Gledson. **Efeitos da Migração para os Níveis de Governança da Bovespa**: Trabalho preparado para a BOVESPA. São Paulo, 2003. Disponível em < <http://www.bovespa.com.br/pdf/usp niveis.pdf> >, acesso em maio de 2008.

CAVALCANTI, Francisco; MISUMI, Jorge Yoshio. **Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: Ed. Campos, 2001.

COMMENT, Robert e SCHWERT, G. William. Poison or Placebo? Evidence on the Deterrents and Wealth Effects of Modern Antitakeover Measures. **Journal of Financial Economics**, v. 39, n. 35, p. 3-43. 1995.

D'AGOSTINI, Corrêa Daniel, **A Oferta Pública como Mecanismo de Proteção à Dispersão Acionária: A Realidade Brasileira**, São Paulo, 2007. Monografia – Faculdade de Direito, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo.

DeANGELO H. e RICE, E. M. Anti-takeover Charter Amendment and Stockholders Wealth. **Journal of Financial Economics**, [S.l.] v. 11, n. 1-4. p. 329-359. abr. 1983.

GLEGG, Charmaine A. **Essays on Takeover Defenses and Cancelattions**. Florida, 2006. Dissertação – Faculty of the College of Business, Florida Atlantic University.

GORGA, Érica. Changing the Paradigm of Stock Ownership: From Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence From Brazil and Consequences for Emerging Countries. *In: American Law & Economics Annual 18th Association Meeting*. Working Paper 76. mai. 2008. Disponível em < <http://law.bepress.com/alea/18th/art76/>>, acesso em junho de 2008.

GREGÓRIO, Danilo. Novas Posologias. **Revista Capital Aberto**, São Paulo, fevereiro de 2008. p. 21-24.

JENSEN, Michael C. Takeovers: Their Causes and Consequences. **Journal of Economics Perspectives**, [S.l.] v.2, n.1, p. 21-48. 1988.

KIRZNER, Israel M. **Perception, Opportunity and Profit. Studies in the Theory of Entrepreneurship**. Chicago: Ed. University of Chicago, 1979.

LOH, Charman. Poison Pill Securities: Shareholders Wealth and Insider Trading. **Financial Review**, [S.l.] v. 27, n. 2, p. 241-257, 1992.

MALATESTA, P.H.; WALKLING, R.A. Poison Pills Securities: Stockholder Wealth, Profitability, and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**. [S.l.] v. 20, n.0, p. 347-376, 1988.

SILVA, Edna Lúcia da. **Metodologia de Pesquisa e Elaboração da Dissertação**. 4. ed. rev. atual. – Florianópolis: UFSC, 2005.

MOSSAWI, Rabih. **On the use of Corporate Takeover Defenses**. Dallas, 2005. Dissertação – Department of Philosophy in Management Science, The University of Texas at Dallas.

MÜSNICK, Francisco. Direitos Preservados. **Revista Capital Aberto**, São Paulo, fevereiro de 2008. p. 27.

PASQUARELI, Maria Luisa Rigo. **Normas para Trabalhos Acadêmicos [ABNT-NBR-14724]**. 2. ed. Osasco: Edifiel, 2004.

RUDGE, Pedro. As Poison Pills Podem ser Entendidas como um Bom Princípio de Governança?. **Revista Capital Aberto**, São Paulo, fevereiro de 2008. p. 26.

RYNGAERT, Michael. The Effect of Poison Pill Securities on Shareholder Wealth. **Journal of Financial Economics**, [S.l.] n. 20, n.0, p. 377-417, 1988.

SARNO, P. M. **A Criação da CVM e a Regulação do Mercado de Capitais no Brasil – 1976/1986**. Rio de Janeiro, 2006. Tese – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro.

SCHOTEN, Ralph M. **The Impact of the Changes in Takeover Market on Managerial Entrenchment**. Florida, 2004. Dissertação – Graduate School of Philosophy, University of Florida.

SPERCEL, Thiago. **Aquisições Hostis: Até quando resistir?** Boletim Pinheiro Neto Advogados, v. 11, São Paulo, setembro, outubro e novembro de 2006.

VIEIRA, Jorge, MARTINS, Eliseu e FÁVERO, Luiz Paulo. **As “Poison Pills” Influenciam a Performance Operacional das Companhias Abertas no Brasil?** XXXI Encontro da ANPAD. Rio de Janeiro, 2007.

Glossário

Acionista Controlador – pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que (i) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia, e (ii) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia;

Controle Definido – quando a companhia aberta possui acionista controlador detentor de mais de 50% das ações com direito a voto;

Controle Difuso – quando a companhia possui acionista controlador detentor de menos de 50% das ações com direito a voto;

Controle Disperso – quando a empresa não possui Acionista Controlador;

Dispersão Acionária ou Free Float - todas as ações do capital da companhia aberta menos as de propriedade do acionista controlador, de diretores, de conselheiros de administração e as em tesouraria;

Gatilho – percentual de ações que obriga o adquirente que o atingiu a realizar uma oferta pública de aquisição de ações aos demais acionistas, nos termos definidos no estatuto social;

Governança Corporativa – conjunto de práticas que visam fornecer maiores direitos e maior transparência aos acionistas minoritários;

Poison Pill ou Pílula de Veneno – mecanismo que objetiva evitar uma aquisição hostil de controle ou evitar a redução da dispersão acionária;

Prêmio – valor pago a mais sobre o preço calculado do valor da ação;

Direito de Retirada – Direito conferido ao acionista dissidente de determinadas deliberações tomadas em assembléia geral de retirar-se da companhia mediante reembolso do valor de suas ações.

Lista de Apêndices

APÊNDICE A – Relação de Firmas listadas no Novo Mercado com “Poison Pills” e suas Características.....	61
APÊNDICE B – Companhias Listadas do Novo Mercado.....	64
APÊNDICE C – Firmas que obtiveram registro de Companhias Aberta em 2007.....	67
APÊNDICE D – Dispersão Acionária das Companhias listadas no Novo Mercado.....	69
APÊNDICE E – Dispersão Acionária das Ações ON das Companhias Abertas Brasileiras.....	72

APÊNDICE A

Relação de Firms listadas no Novo Mercado com “Poison Pills” e suas Características

Razão Social	Gatilho (% de participação que obriga a OPA)	Prêmio sobre o valor da ação no preço da OPA (%)	Limitação do direito de voto (%)	Estrutura de Controle	Acionista que votar a favor da exclusão da poison pill deve realizar a OPA	Classificação Setorial
AGRA EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS S.A.	20%	30%	Não	Difuso	sim	Construção Civil
AMERICAN BANKNOTE S.A.	20%	30%	Não	Difuso	sim	Serviços Diversos
AMIL PARTICIPACOES S.A.	15%	25%	Não	Definido	não	Serv.Méd.Hospit., Análises e Diagnósticos
B2W - COMPANHIA GLOBAL DO VAREJO	20%	0%	Não	Definido	não	Produtos Diversos (Comércio)
BEMATECH IND E COM EQUIP. ELETRONIC S.A.	25%	30%	Não	Difuso	não	Computadores e Equipamentos
BOLSA DE MERCADORIAS & FUTUROS - BM&F	15%	0%	7,5%	Disperso	não	Serviços Financeiros Diversos
BOVESPA HOLDING S.A.	20%	25%	7%	Disperso	não	Serviços Financeiros Diversos
BRASIL BROKERS PARTICIPACOES S.A.	20%	20%	Não	Definido	não	Intermediação Imobiliária
BRASIL ECODIESEL IND COM BIO.OL.VEG.S.A.	30%	30%	Não	Definido	sim	Exploração e/ou Refino
BRASILAGRO - CIA BRAS DE PROP AGRICOLAS	20%	50%	Não	Difuso	sim	Exploração de Imóveis
CIA BRAS DESENV IMOBILIARIO TURISTICO	35%	20%	Não	Disperso	não	Exploração de Imóveis
CIA HERING	20%	30%	Não	Difuso	não	Vestuário
COMPANY S.A.	20%	30%	Não	Definido	não	Construção Civil
CONSTRUTORA TENDA S.A.	20%	30%	Não	Difuso	não	Construção Civil
CREMER S.A.	20%	0%	Não	Disperso	não	Medicamentos e Outros Produtos
CYRELA COMMERCIAL PROPERT S.A. EMPR PART	15%	25%	Não	Difuso	sim	Exploração de Imóveis
DATASUL S.A.	15%	30%	Não	Difuso	sim	Programas e Serviços
DIAGNOSTICOS DA AMERICA S.A.	15%	0%	Não	Disperso	não	Serviços Médico-Hospitalares, Análises e Diagnósticos
EMBRAER-EMPRESA BRAS DE AERONAUTICA S.A.	35%	50%	5%	Disperso	não	Material Aeronáutico

EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A.	20%	25%	Não	Definido	não	Construção Civil
EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPACOES S.A.	15%	25%	Não	Definido	sim	Construção Civil
FERTILIZANTES HERINGER S.A.	20%	30%	Não	Definido	sim	Fertilizantes e Defensivos
GENERAL SHOPPING BRASIL S.A.	15%	50%	Não	Definido	sim	Exploração de Imóveis
GVT (HOLDING) S.A.	15%	0%	Não	Difuso	não	Telefonia Fixa
HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A.	20%	30%	Não	Definido	sim	Construção Civil
IDEIASNET S.A.	25%	0%	Não	Disperso	não	Programas e Serviços
INDUSTRIAS ROMI S.A.	15%	50%	Não	Difuso	não	Máquinas e Equipamentos Industriais
INPAR S.A.	20%	30%	Não	Definido	sim	Construção Civil
JBS S.A.	20%	35%	Não	Definido	não	Carnes e Derivados
JHSF PARTICIPACOES S.A.	15%	50%	Não	Definido	não	Construção Civil
KLABIN SEGALL S.A.	15%	30%	Não	Difuso	sim	Construção Civil
LOG-IN LOGISTICA INTERMODAL S.A.	35%	0%	Não	Difuso	sim	Transporte Hidroviário
LOJAS RENNER S.A.	20%	20%	Não	Disperso	não	Tecidos, Vestuário e Calçados
LPS BRASIL - CONSULTORIA DE IMOVEIS S.A.	20%	20%	Não	Difuso	sim	Intermediação Imobiliária
LUPATECH S.A.	20%	20%	Não	Difuso	não	Motores, Compressores e Outros
M.DIAS BRANCO S.A. IND COM DE ALIMENTOS	10%	20%	Não	Definido	não	Alimentos Diversos
MARISA S.A.	15%	20%	Não	Definido	não	Tecidos, Vestuário e Calçados
MEDIAL SAUDE S.A.	20%	25%	Não	Difuso	não	Serviços Médico-Hospitalares, Análises e Diagnósticos
MINERVA S.A.	20%	35%	Não	Definido	não	Carnes e Derivados
NATURA COSMETICOS S.A.	15%	50%	Não	Definido	não	Prod. De Uso Pessoal
OBRASCON HUARTE LAIN BRASIL S.A.	20%	0%	Não	Definido	não	Exploração de Rodovias
ODONTOPREV S.A.	15%	50%	Não	Difuso	sim	Serviços Médico-Hospitalares, Análises e Diagnósticos
PERDIGAO S.A.	20%	35%	Não	Difuso	sim	Carnes e Derivados
POSITIVO INFORMATICA S.A.	10%	0%	Não	Definido	sim	Computadores e Equipamentos
PROFARMA DISTRIB PROD FARMACEUTICOS S.A.	20%	30%	Não	Definido	sim	Medicamentos

REDECARD S.A.	26%	50%	Não	Definido	não	Serviços Financeiros Diversos
RODOBENS NEGOCIOS IMOBILIARIOS S.A.	15%	30%	Não	Difuso	sim	Construção Civil
SAO CARLOS EMPREEND E PARTICIPACOES S.A.	25%	0%	Não	Difuso	não	Exploração de Imóveis
SAO MARTINHO S.A.	10%	0%	Não	Definido	não	Alimentos Diversos
SATPEL INDUSTRIAL S.A.	15%	50%	Não	Definido	não	Madeira
SLC AGRICOLA S.A.	20%	30%	Não	Definido	não	Alimentos Diversos
SPRINGS GLOBAL PARTICIPACOES S.A.	20%	25%	Não	Definido	não	Fios e Tecidos
TECNISA S.A.	20%	25%	Não	Definido	sim	Construção Civil
TOTVS S.A.	20%	25%	Não	Difuso	sim	Programas e Serviços
TPI - TRIUNFO PARTICIP. E INVEST. S.A.	20%	30%	Não	Definido	sim	Exploração de Rodovias
TRISUL S.A.	15%	50%	Não	Definido	sim	Construção Civil

Fonte: CVM e BOVESPA

APÊNDICE B

Companhias Listadas do Novo Mercado

Denominação Social	
1	ABYARA PLANEJAMENTO IMOBILIARIO S.A.
2	AÇUCAR GUARANI S.A.
3	AGRA EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS S.A.
4	AMERICAN BANKNOTE S.A.
5	AMIL PARTICIPACOES S.A.
6	B2W - COMPANHIA GLOBAL DO VAREJO
7	BCO BRASIL S.A.
8	BCO NOSSA CAIXA S.A.
9	BEMATECH S.A.
10	BOLSA DE MERCADORIAS E FUTUROS-BMF S.A.
11	BOVESPA HOLDING S.A.
12	BR MALLS PARTICIPACOES S.A.
13	BRSCAN RESIDENTIAL PROPERTIES S.A.
14	BRASIL BROKERS PARTICIPACOES S.A.
15	BRASIL ECODIESEL IND COM BIO.OL. VEG.S.A.
16	BRASILAGRO - CIA BRAS DE PROP AGRICOLAS
17	CAMARGO CORREA DESENV. IMOBILIARIO S.A.
18	CIA CONCESSOES RODOVIARIAS
19	CIA HERING
20	CIA PROVIDENCIA INDUSTRIA E COMERCIO
21	CIA SANEAMENTO BASICO EST SAO PAULO
22	CIA SANEAMENTO DE MINAS GERAIS-COPASA MG
23	COMPANY S.A.
24	CONSTRUTORA TENDA S.A.
25	COSAN S.A. INDUSTRIA E COMERCIO
26	CPFL ENERGIA S.A.
27	CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS S.A.
28	CREMER S.A.
29	CSU CARDSYSTEM S.A.
30	CYRELA BRAZIL REALTY S.A.EMPREEND E PART
31	CYRELA COMMERCIAL PROPERT S.A. EMPR PART
32	DATASUL S.A.
33	DIAGNOSTICOS DA AMERICA S.A.
34	DROGASIL S.A.
35	EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A.
36	EMBRAER-EMPRESA BRAS DE AERONAUTICA S.A.
37	EQUATORIAL ENERGIA S.A.
38	ETERNIT S.A.
39	EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A.
40	EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPACOES S.A.
41	FERTILIZANTES HERINGER S.A.

42	GAFISA S.A.
43	GENERAL SHOPPING BRASIL S.A.
44	GRENDENE S.A.
45	GVT (HOLDING) S.A.
46	HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A.
47	HYPERMARCAS S.A.
48	IDEIASNET S.A.
49	IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S.A
50	INDUSTRIAS ROMI S.A.
51	INPAR S.A.
52	INVEST TUR BRASIL - DESENV.IMOB.TUR.S.A.
53	IOCHPE MAXION S.A.
54	JBS S.A.
55	JHSF PARTICIPACOES S.A.
56	KLABIN SEGALL S.A.
57	LE LIS BLANC DEUX COM CONFEC ROUPAS S.A.
58	LIGHT S.A.
59	LOCALIZA RENT A CAR S.A.
60	LOG-IN LOGISTICA INTERMODAL S.A.
61	LOJAS RENNER S.A.
62	LPS BRASIL - CONSULTORIA DE IMOVEIS S.A.
63	LUPATECH S.A.
64	M.DIAS BRANCO S.A. IND COM DE ALIMENTOS
65	MAGNESITA REFRAIARIOS S.A.
66	MARFRIG FRIGORIFICOS E COM DE ALIM S.A.
67	MARISA S.A.
68	MEDIAL SAUDE S.A.
69	METALFRIO SOLUTIONS S.A.
70	MINERVA S.A.
71	MMX MINERACAO E METALICOS S.A.
72	MPX ENERGIA S.A.
73	MRV ENGENHARIA E PARTICIPACOES S.A.
74	NATURA COSMETICOS S.A.
75	OBRASCON HUARTE LAIN BRASIL S.A.
76	ODONTOPREV S.A.
77	PDG REALTY S.A. EMPREEND E PARTICIPACOES
78	PERDIGAO S.A.
79	PORTO SEGURO S.A.
80	PORTOBELLO S.A.
81	POSITIVO INFORMATICA S.A.
82	PROFARMA DISTRIB PROD FARMACEUTICOS S.A.
83	REDECARD S.A.
84	RENAR MACAS S.A.
85	RODOBENS NEGOCIOS IMOBILIARIOS S.A.
86	ROSSI RESIDENCIAL S.A.
87	SÃO CARLOS EMPREEND E PARTICIPACOES S.A.
88	SÃO MARTINHO S.A.
89	SATIPEL INDUSTRIAL S.A.
90	SLC AGRICOLA S.A.

91	SPRINGS GLOBAL PARTICIPACOES S.A.
92	TECNISA S.A.
93	TEGMA GESTAO LOGISTICA S.A.
94	TEMPO PARTICIPACOES S.A.
95	TOTVS S.A.
96	TPI - TRIUNFO PARTICIP. E INVEST. S.A.
97	TRACTEBEL ENERGIA S.A.
98	TRISUL S.A.
99	WEG S.A.

Fonte: BOVESPA

APÊNDICE C -

Firmas que obtiveram registro de Companhias Aberta em 2007

	Denominação Social	Data de Registro na CVM	Novo Mercado
1	AÇUCAR GUARANI S/A	20/7/2007	sim
2	AGRA EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS S/A	19/4/2007	sim
3	AMIL PARTICIPAÇÕES S/A	24/10/2007	sim
4	ATMOSFERA GESTÃO E HIGIENIZAÇÃO DE TÊXTEIS SA	3/4/2007	não
5	B2W - COMPANHIA GLOBAL DO VAREJO	26/7/2007	sim
6	BANCO ABC BRASIL S/A	23/7/2007	não
7	BANCO BONSUCESSO S.A.	9/7/2007	não
8	BANCO CRUZEIRO DO SUL SA	13/6/2007	não
9	BANCO DAYCOVAL S.A.	27/6/2007	não
10	BANCO INDUSTRIAL E COMERCIAL S/A	17/9/2007	não
11	BANCO INDUSVAL SA	10/7/2007	sim
12	BANCO PANAMERICANO SA	12/11/2007	não
13	BANCO PINE S/A	27/3/2007	não
14	BANCO SANTANDER S.A.	2/3/2007	não
15	BANCO SOFISA SA	26/4/2007	não
16	BEMATECH IND COM EQUIP ELETRONICOS SA	17/4/2007	sim
17	BOLSA DE MERCADORIAS & FUTUROS - BM&F S/A	28/11/2007	sim
18	BOVESPA HOLDING SA	23/10/2007	sim
19	BRASIL BROKERS PARTICIPAÇÕES SA	26/10/2007	sim
20	BRC SECURITIZADORA SA	20/4/2007	não
21	CAMARGO CORREA DESENVOLVIMENTO IMOBILIARIO SA	29/1/2007	sim
22	CENTENNIAL ASSET PARTICIPAÇÕES LOGÍSTICA SA	11/12/2007	não
23	CIA BRASILEIRA DE DESENVOLV IMOB TURISTICO	12/7/2007	sim
24	CIA ESTADUAL DE DISTRIBUIÇÃO DE ENERGIA ELETRICA	17/4/2007	não
25	CIA TELECOMUNICAÇÕES DO BRASIL CENTRAL	27/7/2007	não
26	COMPANHIA FERROVIARIA DO NORDESTE-CFN	11/1/2007	não
27	COMPANHIA PROVIDENCIA IND E COMERCIO	25/7/2007	sim
28	CONCESSIONARIA DE RODOVIAS DO OESTE DE SP-VIA OESTE SA	27/7/2007	não
29	CONSTRUTORA TENDA S/A	11/10/2007	sim
30	CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS S/A	16/4/2007	sim
31	CYRELA COMMERCIAL PROPERTIES SA EMP PART	1/8/2007	sim
32	EMPRESA DE INVESTIMENTOS EM ENERGIAS RENOVAVEIS	8/3/2007	não
33	ESTACIO PARTICIPAÇÕES SA	26/7/2007	não
34	EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S/A	2/3/2007	sim
35	EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPAÇÕES S/A	15/6/2007	sim
36	FERTILIZANTES HERINGER SA	10/4/2007	sim
37	GENERAL SHOPPING BRASIL SA	26/7/2007	sim
38	GOLDFARB INCORPORAÇÕES E CONSTRUÇÕES S/A	12/6/2007	não
39	HELBOR EMPREENDIMENTOS S/A	9/7/2007	sim
40	IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S/A	2/2/2007	sim
41	IMOWEL SECURITIZADORA	2/7/2007	não
42	INPAR S/A	23/5/2007	sim

43	ISA CAPITAL DO BRASIL SA	4/1/2007	não
44	J.MACEDO S/A	16/10/2007	não
45	JBS SA	27/3/2007	sim
46	JHSF PARTICIPAÇÕES SA	4/4/2007	sim
47	LAHOTELS S.A.	29/11/2007	não
48	LOG-IN LOGISTICA INTERMODAL SA	4/6/2007	sim
49	MAGNESITA REFRACTORIOS S.A.	2/7/2007	sim
50	MARFRIG FRIGORIFICOS E COM. ALIMENTOS SA	18/6/2007	não
51	MARISA SA	13/6/2007	sim
52	MATONE SECURITIZADORA S/A	17/8/2007	não
53	METALFRIO SOLUTIONS S/A	10/4/2007	não
54	MINERVA S/A	18/7/2007	sim
55	MOENA PARTICIPAÇÕES S/A	24/12/2007	não
56	MONTICIANO PARTICIPAÇÕES S/A	24/12/2007	não
57	MOURA DUBEUX ENGENHARIA S/A	23/8/2007	não
58	MPX ENERGIA SA	7/12/2007	sim
59	MRV ENGENHARIA E PARTICIPAÇÕES S/A	13/7/2007	sim
60	MULTIPLAN EMP. IMOBILIARIOS S/A	25/7/2007	não
61	NOVA AMERICA SA-AGROENERGIA	16/7/2007	não
62	NOVA SECURITIZAÇÃO S/A	11/9/2007	não
63	OPPORTUNITY SECURITIZADORA DE CREDITOS IMOBILIARIOS SA	30/3/2007	não
64	PARANA BANCO S.A.	11/6/2007	não
65	PDG REALTY SA EMPREENDIMENTOS E PARTS	23/1/2007	sim
66	PPE FIOS ESMALTADOS SA	10/9/2007	não
67	REAL LEASING S.A. ARRENDAMENTO MERCANTIL	19/3/2007	não
68	REDECARD S/A	11/7/2007	sim
69	RODOBENS NEGOCIOS IMOBILIARIOS SA	18/1/2007	sim
70	SAGI PARTICIPAÇÕES SA	2/7/2007	não
71	SANTOS BRASIL TECON S.A.	16/5/2007	não
72	SÃO MARTINHO SA	7/2/2007	sim
73	SATPEL INDUSTRIAL S/A	10/9/2007	sim
74	SETIBA PARTICIPAÇÕES S/A	2/7/2007	não
75	SLC AGRICOLA SA	12/6/2007	sim
76	SPRINGS GLOBAL PARTICIPAÇÕES S/A	25/7/2007	sim
77	SUL AMERICA S/A	3/10/2007	não
78	TAIPE TRANCOSO EMPREENDIMENTOS S/A	7/2/2007	não
79	TECNISA S/A	9/1/2007	sim
80	TEGMA GESTÃO LOGÍSTICA SA	28/6/2007	sim
81	TFA SECURITIZADORA S/A	19/1/2007	não
82	TRISUL S/A	10/10/2007	sim
83	VISION SECURITIZADORA	29/8/2007	não
84	VIX LOGÍSTICA S/A	27/11/2007	não

Fonte: CVM

APÊNDICE D -

Dispersão Acionária das Companhias listadas no Novo Mercado

	Companhia	Free Float (%)
1	Abyara	37,9
2	Açúcar Guarani	29,5
3	Agra Incorp	40,9
4	American Banknote	67,2
5	Amil	28,4
6	B2W	43,7
7	Banco do Brasil	21,7
8	Banco Nossa Caixa	28,7
9	Bematech	46,9
10	BM&F	100
11	Bovespa Holding	98,6
12	BR Malls Par	38,9
13	Brascan Res	35
14	Brasil Brokers	44,8
15	Brasil Ecodiesesl	46,4
16	BrasilAgro	50,4
17	Camargo Correa	34,5
18	Cia Conc. Rod	28,6
19	Cia Hering	50,7
20	Cia Providencia	35,9
21	Cia Saneamento SP	49,7
22	Copasa	44,4
23	Company	42,1
24	Const Tenda	49,5
25	Cosan	32,7
26	CPFL Energia	16,2
27	CR2	30,6
28	Cremer	78,9
29	CSU CardSystem	30,9
30	Cyrela Realty	48,8
31	Cyrela Commercial	27,7
32	Datasul	31,8
33	Diag da América	93,5
34	Drogasil	42,8
35	EDP	34,9
36	Embraer	18,3
37	Equatorial	44,4
38	Eternit	75,6
39	Even	24,2
40	EZ Tec	33
41	Fertilizantes Heringer	42,1
42	Gafisa	83,9
43	Generalshop	40,6

44	Grendene	25,1
45	GVT	69
46	Helbor	26,9
47	Hypermarcas	1,2
48	Ideiasnet	67,8
49	Iguatemi	31,2
50	Industria Romi	54,7
51	Inpar S/A	42,5
52	Invest Tur	64,5
53	lochp-Maxion	31,3
54	JBS S.A.	36,4
55	JHSF Part	12,1
56	Klabinsegall	45,6
57	Le Lis Blanc	35,5
58	Light S/A	7,5
59	Localiza	49,1
60	Log-In	39,4
61	Lojas Renner	88,8
62	LPS	49,9
63	Lupatech	60,2
64	M. Dias Branco	20,8
65	Magnesita SA	1,1
66	Marfrig	29,4
67	Marisa	0
68	Marisol	46,6
69	Medial Saude	50,2
70	Metalfrio	42,5
71	Minerva	26,9
72	MMX Mineração	33,3
73	MPX Energia	22,8
74	MRV	36,9
75	Natura	25,5
76	Obrascon	40
77	Odontoprev	64,2
78	PDG Realt	45,7
79	Perdigao S/A	49,6
80	Porto Seguro	32,6
81	Portobello	23,4
82	Positivo Inf	29,3
83	Profarma	46
84	Redecard	29,6
85	Renar	18,9
86	Rodobensimob	47,3
87	Rossi Resid	61,9
88	Sao Carlos	39,5
89	São Martinho	35,5
90	Satipel	29
91	SLC Agricola	33,9
92	Springs	14,2

93	Tecnisa	41
94	Tegma	32,7
95	Tempo Part	48,8
96	Totvs	66,9
97	Tractebel	21,3
98	Trisul	44,2
99	WEG	31,7
Média de Dispersão =		40,68

Fonte: Sistema Econômica

APÊNDICE E -

Dispersão Acionária das Ações ON das Companhias Abertas Brasileiras

Companhia	Espécie de Ação	Free Float (%)
521 Particip	ON	0
A P Participacoes	ON	0
Abc Brasil	ON	40,7
Aco Altona	ON	16,4
Acos Vill	ON	12,6
AES Elpa	ON	1,7
Aes Sul	ON	0
AES Tiete	ON	37
Aetatis Sec	ON	0
Afluyente	ON	1,4
AGConcessoes	ON	0
AGF Brasil	ON	3,7
Agrenco	ON	32,6
Albarus	ON	15,8
Alfa Consorc	ON	15,8
Alfa Financ	ON	19,5
Alfa Holding	ON	19,7
Alfa Invest	ON	16,4
Aliperti	ON	19,7
ALL Amer Lat	ON	6,2
Alpargatas	ON	29,3
Altere Sec	ON	0
Am Inox Br	ON	12,5
Amazonia	ON	3,1
Amazonia Celular	ON	20,8
Ambev	ON	31
Amil	ON	30,2
Ampla Energ	ON	0,4
Ampla Invest	ON	0,4
Anhanguera	ON	35,1
Antarct Nordeste	ON	42,4
Antarctica Paulista	ON	11,5
Antarctica PB	ON	57,4
Aracruz	ON	27
Arcelor BR	ON	32,7
Arteb	ON	0
Arthur Lange	ON	6,4
Azevedo	ON	40,7
B2W Global	ON	41,9
Bahema	ON	24
Ban Armazens	ON	40,9
Banco Bec	ON	10,8
Bandeirante Energ	ON	0
Banese	ON	10,1

Banespa	ON	1,8
Banestes	ON	1,8
Banex S/A	ON	9
Banorte	ON	26
Banpara	ON	0
Banrisul	ON	43
Bardella	ON	33,9
Battistella	ON	22,4
Baumer	ON	15,3
Bemge	ON	0,1
Bergamo	ON	5,5
Besc	ON	4,1
Bic Caloi	ON	16,8
Bic Monark	ON	16,5
Bicbanco	ON	32,6
Biommm	ON	51,8
Blue Tree	ON	0,8
Bombril	ON	17,5
Bompreco Bah	ON	0
Botucatu Tex	ON	16,4
Br Brokers	ON	70,9
BR Ferrovias	ON	0
BR Properties	ON	13,5
Bradesco	ON	64
Bradespar	ON	58,7
Braskem	ON	37,4
Brasmotor	ON	6,3
Brazilian FR	ON	0
BRB Banco	ON	3,2
Buettner	ON	2,5
Bunge Alimentos	ON	0
Bunge Brasil	ON	9,6
Cacique	ON	15,9
Caemi	ON	0
Caf Brasilia	ON	52,8
Cambuci	ON	42,5
Caraiba Met	ON	1,9
Casan	ON	0
CBC Cartucho	ON	8,6
CBCC Contact Center	ON	0
CC Des Imob	ON	31
CCR Rodovias	ON	32,6
CEB	ON	30,9
Cedro	ON	24,1
CEEE-D	ON	1,5
CEEE-GT	ON	1,5
CEG	ON	0,3
Celesc	ON	17,9
Celg	ON	0

Celm	ON	5,2
Celpa	ON	4,4
Celpe	ON	3,8
Celul Irani	ON	11,6
Cemar	ON	1,2
Cemat	ON	3,1
Cemepe	ON	3,7
Cemig	ON	59,3
Cent Amapa	ON	0
Cent Corumba	ON	0
Cent Logist	ON	0
Cent Min-Rio	ON	0
Cesp	ON	36,3
Ceterp	ON	27,3
Ceval Part	ON	30,7
Chapeco	ON	5
Chiarelli	ON	25,6
Cim Itau	ON	3,6
Cimaf	ON	5,1
Cimob Partic	ON	30,2
Cims	ON	0
CMA Part	ON	2,8
Cobrasma	ON	37
Coelba	ON	1,4
Coelce	ON	22,6
Comgas	ON	7,7
Confab	ON	48,1
Contax	ON	61,3
Copel	ON	41,7
Copesul	ON	19,2
Correa Ribeiro	ON	58
Cosern	ON	2,7
Cosipa	ON	5,4
Coteminas	ON	37,1
CPFL Geracao	ON	0
CPFL Piratininga	ON	0
CRT Celular	ON	30,6
Cruzeiro Sul	ON	19,1
Cyre Com-ccp	ON	37,8
D F Vasconc	ON	3,8
Daycoval	ON	20,6
DHB	ON	16,9
Dijon	ON	19,1
Dimed	ON	57,9
Dinamica Ene	ON	0
Dixie Toga	ON	12,1
Doc Imbituba	ON	33,3
Docas	ON	3,3
Dohler	ON	22

Douat Textil	ON	4,6
DTCOM Direct	ON	13,4
Dufrybras	ON	49
Duratex	ON	49
Ecisa	ON	5,3
Economico	ON	52,4
Eldorado	ON	10,1
Elekeiroz	ON	7,1
Elektro	ON	0,3
Eletrobras	ON	22,3
Eletropaulo	ON	45,7
Eleva	ON	0
Elevad Atlas	ON	0,6
Eluma	ON	1,2
EMAE	ON	19,1
Encorpar	ON	37,2
Energias BR	ON	38,5
Energisa	ON	10,7
Enersul	ON	0
Ericsson	ON	1,5
Escelsa	ON	0
Est Piaui	ON	10,7
Estacio	ON	25,5
Estrela	ON	68,4
Eucatex	ON	46,7
Even	ON	24,2
Excelsior	ON	17,5
Eztec	ON	23
F Cataguazes	ON	0
F Guimaraes	ON	19,1
Fab C Renaux	ON	48,4
Fer C Atlant	ON	0
Fer Demellot	ON	31
Fer Heringer	ON	38,1
Ferbasa	ON	49,9
Fibam	ON	19,6
Finansinos	ON	36,5
Fluminense Refriger	ON	8,2
Forjas Taurus	ON	70,8
Fosfertil	ON	14,7
FrancesBras	ON	4,8
Fras-Le	ON	11,4
Frigobras	ON	50,8
Gazola	ON	24,2
Geodex	ON	1,2
Ger Paranap	ON	3,9
Gerdau	ON	54,4
Gerdau Met	ON	78,1
Globex	ON	14,7

Goiaspar	ON	-
Gol	ON	21,1
GPC Part	ON	66
Gradiente	ON	15,8
Granoleo	ON	7,1
Grazziotin	ON	35,5
Grucai	ON	0
Guarani	ON	28,3
Guararapes	ON	20,1
Habitasul	ON	45,9
Haga S/A	ON	42,6
Hercules	ON	18,3
Hoteis Othon	ON	54,8
Ienergia	ON	12,4
Iguacu Cafe	ON	23,7
Ind Cataguas	ON	29,7
Inepar	ON	46,5
Inepar Tel	ON	13,3
Ipiranga Dis	ON	23,5
Ipiranga Pet	ON	44,8
Ipiranga Ref	ON	38
Itaitinga	ON	0
Itaubanco	ON	43,3
Itausa	ON	70,3
Itautec	ON	6
Iven	ON	3,3
J B Duarte	ON	68,7
Joao Fortes	ON	38,1
Josapar	ON	37,7
Karsten	ON	36,6
Kepler Weber	ON	34,9
Klab Riocell	ON	-
Kroton	ON	39,8
Kuala	ON	54,4
La Fonte Par	ON	16
La Fonte Tel	ON	20,6
Lark Maqs	ON	0,7
Leco	ON	13
LF Tel	ON	0
LightPar	ON	5,1
Livr Globo	ON	0
Lix da Cunha	ON	53,7
Lopes Brasil	ON	44,7
M G Poliest	ON	11,6
M. Diasbranco	ON	32,1
Makro	ON	0,4
Manasa	ON	12,6
Mangels Indl	ON	20,7
Mannesmann	ON	25,7

Marambaia	ON	0,9
Marcopolo	ON	46,9
MCOM Wireles	ON	0
Melhor SP	ON	16,7
Melpaper	ON	0,4
Mendes Jr	ON	6,9
Merc Financ	ON	12,2
Merc Brasil	ON	33,2
Merc Invest	ON	17,6
Met Duque	ON	23,7
Metisa	ON	34,3
Metodo Engenharia	ON	0
Micheletto	ON	12,8
Millennium	ON	9,2
Minasmaquinas	ON	34,1
Minupar	ON	43,3
Mont Aranha	ON	25,9
Multiplan	ON	27
Mundial	ON	52,6
Nacional	ON	55,3
Nadir Figuei	ON	42,8
Neenergia	ON	0
Net	ON	55
Nord Brasil	ON	5,8
Nordon Met	ON	1,5
Nutriplant	ON	-
Oderich	ON	10,3
Ogx Petroleo	ON	14,5
OHL Brasil	ON	35
P.Acucar-CBD	ON	49,8
Panamericano	ON	13,1
Panatlantica	ON	6
Par Al Bahia	ON	72,9
Parana	ON	23,9
Parapanema	ON	17
Paul F Luz	ON	0
Persico	ON	0
Pet Manguinh	ON	15,7
Petrobras	ON	67,8
Petroflex	ON	18,9
Petropar	ON	16,6
Petroq Uniao	ON	17,7
Petroquisa	ON	0
Pettenati	ON	29,8
Pine	ON	30
Pirelli	ON	14,9
Pirelli Pneus	ON	12,7
Plascar Part	ON	43,5
Polar	ON	4

Polialden	ON	36,3
Polipropileno	ON	1,9
Polipropileno Parti	ON	12,6
Politeno	ON	3,8
Polpar	ON	0
Pq Hopi Hari	ON	0,2
Pronor	ON	15,1
Rail Sul	ON	0
Randon Part	ON	40,8
Rasip Agro	ON	6,4
Real	ON	14,6
Real Cons Part	ON	14,4
Real Holdings	ON	25,1
Realpar Part	ON	16,8
Recrusul	ON	59,7
Rede Energia	ON	2,1
Renner Part	ON	17,1
Rexam BCSCA	ON	11,1
Rimet	ON	34,6
Rio Gde Ener	ON	0
Riosulense	ON	14,7
Ripasa	ON	0
S Gobain Canal	ON	17,3
S Gobain Vidro	ON	21
Sabesp	ON	49,7
Sadia S/A	ON	55,4
Sam Industr	ON	43,4
Sanepar	ON	12,8
Sansuy	ON	39,4
Santander Br	ON	2
Santanense	ON	12
Santista Alimentos	ON	11,2
Santistextil	ON	7,7
Santos Brasil	ON	0
Santos BRP	ON	23,7
Saraiva Livr	ON	50,6
Sauipe	ON	0
Savirg	ON	36,9
Schlosser	ON	27,8
Schulz	ON	15
Seara Alim	ON	28,9
Seb	ON	24,3
Seg Al Bahia	ON	39,5
Seg Min Bras	ON	10,7
Semp	ON	8,1
Sergen	ON	12,1
Shoptime	ON	0
Sid Nacional	ON	45,9
Sid Tubarao	ON	27,2

Sofisa	ON	31,7
Sole Comex	ON	1,4
Sondotecnica	ON	13,7
Souto Vidig	ON	14,1
Souza Cruz	ON	24,7
Spel Empreendim	ON	0
SPTuris	ON	13,2
Submarino	ON	80
Sudameris	ON	0
Sul Amer Nac	ON	3
Sul America	ON	8,6
Sulacap	ON	16,4
Sultepa	ON	47,5
Suzano Hold	ON	2,1
Suzano Papel	ON	27,7
Suzano Petr	ON	17,5
TAM S/A	ON	47,3
Tec Blumenau	ON	74
Tecel S Jose	ON	41,5
Technos Rel	ON	11,4
Tecnosolo	ON	32,1
Tectoy	ON	57,1
Teka	ON	32,9
Tekno	ON	14
Tele Centroeste Cel	ON	0
Tele Leste Celular	ON	46,5
Tele Nordeste Celul	ON	71,4
Tele Nort CI	ON	54,2
Tele Sudeste Celula	ON	9,1
Telebahia	ON	18,4
Telebahia Celular	ON	10,9
Telebras	ON	47,2
Telebras (old)	ON	74,9
Telebrasilgia	ON	12,4
Telefonica Data Hld	ON	6
Telegoias Celular	ON	7,8
Telemar	ON	36,2
Telemar N L	ON	17,8
Telemig	ON	20,5
Telemig CI	ON	16,7
Telemig Part	ON	69,6
Telesc	ON	32,7
Telesp	ON	12
Telesp Cel	ON	28,6
Telesp Part	ON	76,7
Telest	ON	17
Telet	ON	0
Tenda	ON	52,3
Terna Part	ON	30,4

Tex Renaux	ON	24,7
Tim Nordeste	ON	0
Tim Part S/A	ON	30,3
Tim Sul	ON	0
Trafo	ON	17,3
Tran Paulist	ON	21
Trevisa	ON	61,6
Triunfo Part	ON	39,5
Trorion	ON	6,8
Tupy	ON	3,2
Ultrapar	ON	49,8
Unibanco	ON	41,8
Unibanco Hld	ON	67,9
Unipar	ON	58,4
Uol	ON	20,8
Usiminas	ON	61,7
Usin C Pinto	ON	41
V C P	ON	44,5
Vale R Doce	ON	60
Varig Serv	ON	39,5
Varig Transp	ON	36,2
Vasp	ON	0,2
VBC Energia	ON	8,7
Vicunha Text	ON	12,7
Vigor	ON	10
Vivax	ON	33,2
Vivo	ON	36,9
Vulcabras	ON	10,3
Wembley	ON	4,1
Wetzel S/A	ON	37,8
Whirlpool	ON	5,4
White Martins	ON	23,4
Wiest	ON	52,7
Wilson Sons	ON	41,7
Wlm Ind Com	ON	18,3
Yara Brasil	ON	1,7

Média de dispersão acionária =	22,28
---------------------------------------	--------------

Fonte: Sistema Econômica