

# AS PÍLULAS DE VENENO: CLAUSULAS EM ESTATUTOS SOCIAIS DE EMPRESAS PARA DIFICULTAR O TAKEOVER HOSTIL

*Marcelo Augusto Ambrozini*

Universidade de São Paulo (USP), Ribeirão Preto, SP, Brasil.  
E-mail: <marceloambrozini@yahoo.com>

*Tabajara Pimenta Junior*

Universidade de São Paulo (USP), Ribeirão Preto, SP, Brasil.  
E-mail: <taba.jr@usp.br>

*Luiz Eduardo Gaio*

Universidade de São Paulo (USP), Ribeirão Preto, SP, Brasil.  
E-mail: <luiz.gaio@ymail.com>

## RESUMO

As pílulas de veneno (*poison pills*) são cláusulas existentes nos estatutos sociais das empresas voltadas a dificultar a tomada do seu controle, especialmente nos casos de *takeover* hostil. Nas companhias de capital aberto no mercado brasileiro a presença deste tipo de dispositivo é bastante frequente. Este estudo, que faz uso do método descritivo, teve o objetivo de detectar e descrever cláusulas nos estatutos das companhias listadas no segmento do Novo Mercado da Bovespa em que conste a presença deste tipo de barreira à aquisição do controle. Os resultados do levantamento realizado podem contribuir para a reflexão entre os agentes do mercado de capitais brasileiro acerca de barreiras à pulverização do controle das companhias de capital aberto. Foi identificada a localização das pílulas em cada estatuto e apresentadas as suas principais particularidades: o percentual de disparo e o preço mínimo a ser oferecido pelas ações. A análise das *poison pills* brasileiras mostrou que, em geral, os percentuais de disparo são reduzidos e os prêmios a serem pagos pelos acionistas adquirentes são elevados. Além disso, a remoção dessas pílulas é dificultada por dois fatores: exigência de elevada presença de acionistas nas Assembleias Gerais Ordinárias em que a aquisição é votada; e a existência de cláusulas péticas nos estatutos, que praticamente impede a retirada ou alteração das normas relativas à pílula de veneno. A principal conclusão do estudo foi que as pílulas de veneno constantes nos estatutos sociais das companhias analisadas são bastante rigorosas, constituindo-se em barreiras rigorosas à dispersão do capital e aos fenômenos de *take over*.

**Palavras-Chave:** Pílulas de Veneno, Novo Mercado, Takeover Hostil. Separar as palavras com ponto final.

## 1 INTRODUÇÃO

A estrutura de capital e a configuração dos estatutos sociais das companhias que compõem determinado mercado de capitais, segundo Scalzilli et al (2011), podem sinalizar seu grau de

desenvolvimento. Em geral, nos mercados mais desenvolvidos, as companhias tem estrutura de capital com maior nível de dispersão de seus papéis entre os investidores, conforme apontam La Porta, Silanes e Schleifer (1998). Segundo, Silveira (2006), a dispersão maior também é fruto, ao

Scalzilli, Patella, Azevedo, Spinelli, & Tellechea (2011),

mesmo tempo em que promove, dos processos de reestruturação corporativas, conhecidos como processos de fusões e aquisições de empresas.

No Brasil, a partir de meados da década de 2000, houve uma evolução do mercado de capitais, com a consolidação dos níveis diferenciados de governança corporativa e significativas alterações nas estruturas de capitais das companhias abertas brasileiras no sentido da maior dispersão dos seus papéis, conforme relata Martes (2014). Nesse processo, houve uma preocupação significativa com a composição dos estatutos sociais das companhias quanto à preservação do seu controle. A evolução no sentido da dispersão acionária não é um processo rápido para um país cuja cultura corporativa é marcada pela concentração de poder e propriedade, conforme sugere Munhoz (2013). Um dos receios mais contundentes dos acionistas controladores, nas companhias que os possuem, é a possibilidade de uma oferta de aquisição inesperada, denominada no mercado de *take-over* hostil.

Ross, Westerfield e Jaffe (2002) definem *takeover* como o processo de transferência do controle de uma empresa de um grupo de investidores para outro. E este controle, em empresas de capital aberto, se dá por meio da compra da maioria das ações com direito a voto. O processo de *take-over* é chamado de hostil quando as ações representativas do controle estão no mercado, ou seja, quando a companhia tem capital pulverizado, conforme ensinam Vieira, Martins e Fávero (2009). As companhias que se tornem alvo de uma aquisição hostil não acionista majoritário ou grupo controlador, portanto.

Quando uma empresa decide abrir o seu capital, e não preserva a maior parte das ações ordinárias para os controladores da empresa, estes correm o risco de abrir mão do controle acionário da companhia, caso algum investidor ou grupo de investidores decida adquirir a maioria destas ações. No entanto, existe um mecanismo jurídico que dificulta esse processo de aquisição. São as chamadas pílulas de veneno ou *poison pills*.

As pílulas de veneno são cláusulas existentes nos estatutos sociais das empresas que, segundo Oioli (2010), dificultam a tomada do controle de uma companhia, chegando a exigir, em determinados casos, uma oferta pública de aquisição de ações (OPA) para a totalidade do capital da companhia (100% das ações em circulação) sempre que um investidor ou um grupo de investidores tiver interesse em adquirir uma determinada quantidade relevante de ações. Essa porcentagem de ações a partir do qual o adquirente tem que fazer a OPA

é chamado de percentual de disparo. Na definição de Danielson e Karpoff (2006), as *poison pills* são mecanismos de proteção que evitam a dispersão acionária das empresas de capital aberto. Elas acabam fazendo com que as aquisições sejam mais difíceis e onerosas.

Além da oferta pública para a totalidade das ações em circulação no mercado, há outros dispositivos nas *poison pills*, conforme esclarece IBGC (2009), como a obrigação de que os potenciais compradores paguem um prêmio na compra das ações em circulação no mercado, de acordo com um valor preestabelecido no estatuto da companhia. As *poison pills*, portanto, foram criadas com o objetivo de proteger o controle acionário de uma empresa, dificultando a compra de ações por investidores interessados em realizar um *takeover*.

No Brasil, esse mecanismo passou a ser adotado há alguns anos por várias companhias listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), segundo Monteiro (2008), inclusive as pertencentes ao segmento do Novo Mercado, dando aos controladores da empresa a segurança contra uma eventual aquisição hostil. As pílulas de veneno existem também em outros países, mas uma característica observada na realidade brasileira, é que os percentuais de disparo são muito baixos e os prêmios são excessivamente altos, o que pode dificultar as aquisições. O mais agravante ainda é o fato de que muitas empresas brasileiras prevêm em seus estatutos que as pílulas de veneno não podem ser retiradas do estatuto, ou seja, são cláusulas jurídicas eternas, pétreas.

É natural que os controladores de uma empresa que é alvo de um *takeover* tentem se utilizar de todos os mecanismos que têm à sua disposição para evitar a tomada do controle. No entanto, cabe discutir qual a real motivação por trás dessas táticas defensivas adotadas por eles. Se eles estiverem se valendo das pílulas de veneno com o objetivo de proteger os acionistas minoritários, ou a ampliação do valor da companhia, isso pode ser justificado. Porém, por trás dessas estratégias defensivas podem existir motivações pessoais menos nobres.

Diante do exposto, a pergunta que norteia este trabalho é: Quais são as empresas brasileiras de capital aberto listadas no Novo Mercado da Bovespa que possuem pílulas de veneno nos seus estatutos sociais e quais as limitações impostas por elas?

Na busca de responder a esta questão de pesquisa, o objetivo deste trabalho é fazer um levantamento de quais são as empresas brasileiras de capital aberto listadas no Novo Mercado da

Bovespa possuem pílulas de veneno em seus estatutos sociais, descrevendo as particularidades das cláusulas dos estatutos de cada empresa. Para este fim, são descritas as localizações das pílulas de veneno nos estatutos sociais; é feito o levantamento do percentual de disparo previsto pela empresa na *poison pill*; e são apresentados os preços mínimos que devem ser oferecidos na OPA para a aquisição do controle acionário.

## 2 REVISÃO DA LITERATURA

No estudo desenvolvido por **Vieira, Martins e Fávero** (2009) foi feita uma incursão sobre as pílulas de veneno, com o levantamento dos seus aspectos conceituais e as disposições jurídicas aplicadas a elas. Posteriormente, foram apresentadas as teorias que buscam explicar o comportamento dos gestores das empresas de cujo estatuto apresenta as *poison pills* em termos de alinhamento de interesses pessoais com os da companhia. Finalmente, os autores procederam a um levantamento das companhias abertas que possuíam as pílulas de veneno em junho de 2006 e apresentaram suas principais características.

Um aspecto importante com relação às pílulas de veneno é a possibilidade de o estatuto da companhia impedir a sua remoção, o que é conhecido como cláusula pétrea. A cláusula pétrea obriga que o acionista que votar pela retirada desse mecanismo deve lançar uma OPA para todos os demais acionistas pagando um prêmio sobre a cotação da ação, conforme previsto no estatuto da companhia. No entanto, a própria Comissão de Valores Mobiliários (CVM) não é favorável a esse mecanismo e prevê no seu parecer de orientação nº 36 (CVM, 2009) que não penalizará eventuais acionistas que votarem pela derrubada das cláusulas pétreas.

A Bolsa de Valores de São Paulo também está atenta em relação a essas particularidades das pílulas de veneno nos estatutos das companhias do Novo Mercado. A instituição está estudando uma revisão nas regras para adesão ao Novo Mercado. E um dos pontos discutidos é a proposta de substituição das pílulas de veneno atualmente previstos nos estatutos por uma cláusula uniforme, que obriga a OPA quando o investidor adquirir 30% das ações em circulação, seguindo uma prática já utilizada por alguns países da União Européia, segundo Nascimento (2011).

Nesse tocante, é emblemático o caso da American Banknote S.A., hoje denominada Valid S.A.,

uma companhia listada no Novo Mercado que atua no ramo de produção de cartões magnéticos e sistemas de identificação para bancos. Segundo informações divulgadas pela empresa, em assembleia realizada em segunda convocação no dia 12 de novembro de 2009 os acionistas da companhia, representando 26% do capital, votaram a favor do fim da cláusula pétrea e da pílula de veneno, enquanto os votos contrários atingiram apenas 1,5% e houve 26% de abstenções (ABNOTE, 2009). Apesar do voto da maioria dos presentes serem favoráveis à queda da pílula de veneno e da cláusula pétrea, a American Banknote declarou que a proposta não foi aprovada porque o artigo 10 do estatuto da companhia previa a necessidade do voto de acionistas que possuem pelo menos 30% das ações da empresa. A questão acabou sendo levada à CVM e à Câmara de Arbitragem do Novo Mercado.

A necessidade de quórum mínimo de acionistas presentes em assembleia para retirada das pílulas de veneno pode dificultar ainda mais retirada das *poison pills* e das cláusulas pétreas. No entanto, quando os controladores desejam efetuar essa retirada, o processo é facilitado. **Hahn et al (2010)** mostraram que a média de participação dos maiores acionistas das companhias do Novo Mercado da Bovespa é superior a um terço do capital votante. Como a maioria dos estatutos prevê quórum mínimo da base acionária de 30%, os acionistas detentores do controle acionário conseguem mais facilmente a remoção das pílulas de veneno.

A extinção das pílulas de veneno e das cláusulas pétreas encontra resistência em várias frentes. Reunidas na Associação Brasileira de Companhias Abertas (Abrasca), as empresas listadas no Novo Mercado da Bovespa, estabeleceram resistência frente às propostas feitas pela Bovespa para as mudanças que estão sendo estudadas nos níveis de governança corporativa. Segundo Pavini (2009), uma das principais propostas é a adoção de uma pílula padronizada, que determine a necessidade de uma oferta pública de ações somente quando o adquirente alcançar uma fatia de 30% do capital da empresa. Para barrar essa mudança, a Abrasca conseguiu reunir um terço das companhias do Novo Mercado, percentual que permite aos participantes rejeitarem eventuais alterações nas regras dos níveis de governança.

Depois de uma década de existência, existem movimentos para que algumas regras do novo mercado sejam modificadas, como mencionam Rossoni e Silva (2010). A adoção de um percentual de disparo de 30%, por exemplo, pode ter impacto

Hahn, Nossa, Teixeira, & Nossa, (2010)

diferente em algumas companhias. Um exemplo é o da empresa Lojas Renner S.A., que já tem o capital pulverizado na bolsa, e para quem este percentual padrão pode ser alto. O estatuto das Lojas Renner (RENNER, 2012) prevê um percentual de disparo de 20%. Em outra empresa, as Indústrias Romi S.A., cujo controlador detém 45% do capital, o limite é ainda menor. A *poison pill* da Romi exige uma OPA a partir da aquisição de 15% das ações da empresa (ROMI, 2015). A lógica é que quanto maior a dispersão do capital, mais maleável a empresa será quanto à pílula padrão. E quanto menor a dispersão, menos favoráveis tenderão a ser os controladores em relação a um percentual muito alto de uma pílula homogênea para todas as empresas.

A Associação dos Investidores no Mercado de Capitais – AMEC argumenta que as regras para saída do Novo Mercado também deveriam ser discutidas, para facilitar a saída das companhias que não concordarem com as novas regras relacionadas às pílulas de veneno e às cláusulas pétreas (AMEC, 2012). Atualmente, as empresas que decidirem deixar o Novo Mercado são obrigadas a fazer uma oferta pública de aquisição de ações para os demais acionistas, fato que pode ser financeiramente inviável.

No entanto, nem sempre as pílulas de veneno são maléficas. Em dezembro de 2009, a empresa Amil Participações S.A., uma companhia do setor de serviços de saúde, manifestou o interesse em adquirir o controle da Medial Saúde S.A., que atua na comercialização de planos médico-hospitalares (AMIL, 2009). Conforme ficou evidente em Medial (2009), o estatuto da Medial tem a pílula de veneno, que prevê um percentual de disparo de 20% e o preço a ser oferecido em uma OPA deve ser o maior valor apurado entre (i) o laudo de avaliação da empresa acrescido de um prêmio de 25%, (ii) 125% do preço de emissão das ações em aumento de capital mediante distribuição pública ocorrido nos 24 meses anteriores à data em que se tornar obrigatória a realização da OPA; e (iii) 125% da cotação unitária média das ações da Companhia, durante os 90 dias anteriores à realização da OPA. O laudo de avaliação interno da Medial determinou um preço por ação entre R\$ 12,52 e R\$ 13,30. A cotação média das ações na bolsa apontava R\$ 11,38 por ação. A Amil, interessada na aquisição do controle da Medial, ofereceu R\$ 17,21 por ação, bem acima dos 25% de prêmio sobre o laudo de avaliação da empresa ou da cotação média da ação na bolsa. No dia 2 de dezembro de 2009, a Amil pagou R\$ 612,5 milhões por 51% das ações da Medial.

### 3 MÉTODO

Com base no que ensina Vergara (2000), esta pesquisa é classificada, quanto à sua finalidade, como descritiva e exploratória. Ela é descritiva porque se propõe a apresentar características de determinada população e estabelecer relações entre determinadas variáveis. No caso, a pesquisa mostra características das *poison pills* constantes nos estatutos sociais das companhias listadas no Novo Mercado da Bovespa. Ela é exploratória porque é voltada para uma área de estudos onde o conhecimento acumulado ainda carece de contribuições que permitam maior nível de sistematização ou mesmo formulação de hipóteses. No caso, a pesquisa explora o fenômeno das *poisons pills* no mercado de capitais brasileiro, fenômeno este bastante recente no contexto histórico e ainda carente de maiores discussões no âmbito acadêmico.

As etapas desta pesquisa compreenderam um levantamento dos estatutos sociais das empresas listadas no Novo Mercado, seguido de uma leitura para identificação de quais estatutos contêm as pílulas de veneno. Após essa etapa, foi feita uma leitura mais detalhada nos estatutos das 51 companhias que apresentaram as *poison pills* dentre suas cláusulas, com o objetivo de identificar as características de cada uma. Posteriormente, foram extraídas e descritas as particularidades das pílulas, como a sua localização no estatuto social, o percentual de disparo previsto pela empresa e o preço mínimo a ser oferecido pelos acionistas adquirentes na OPA para a aquisição do controle acionário.

A população alvo desta pesquisa compreende todas as empresas brasileiras de capital aberto listadas no Novo Mercado da Bovespa.

### 4 RESULTADOS

O Quadro 1, apresentado a seguir, apresenta as informações que sintetizam o levantamento feito, mostrando (i) o nome da empresa, (ii) a localização da pílula de veneno no estatuto social da companhia, (iii) o percentual exigido para a oferta pública de ações, chamado de gatilho ou percentual de disparo e (iv) o preço mínimo a ser pago pelos acionistas adquirentes no momento da oferta pública de ações.

Quadro 1 – Pílulas de veneno das companhias brasileiras do Novo Mercado

| Empresa / Estatuto / Gatilho                                                                        | Preço Mínimo a ser pago na OPA para aquisição da Companhia                                                                                                           |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Amil Participações<br>Estatuto: Cap. VI / Art. 30<br>Gatilho: oferta sobre 15% das ações            | Maior valor dentre: 125% da cotação mais alta em 12 meses; 125% do preço mais alto pago pelo adquirente; Valor econômico.                                            |
| Agra Empreendimentos<br>Estatuto: Cap. V / Art. 39<br>Gatilho: oferta sobre 20% das ações           | Maior valor dentre: 130% da cotação mais alta em 12 meses; 130% do preço mais alto pago pelo adquirente; Valor econômico.                                            |
| American Banknote<br>Estatuto: Cap. VII / Art. 40<br>Gatilho: oferta sobre 20% das ações            | 100% do Valor econômico das ações.                                                                                                                                   |
| B2W<br>Estatuto: Cap. VI / Art. 35<br>Gatilho: oferta sobre 20% das ações                           | Maior valor dentre: Valor contábil; Valor por múltiplos; Valor de mercado; Valor econômico.                                                                          |
| Bematech<br>Estatuto: Cap. III / Art. 7<br>Gatilho: oferta sobre 25% das ações                      | Maior valor dentre: 130% da cotação mais alta em 90 dias; 130% do preço de emissão mais alto nos últimos 12 meses; Valor econômico.                                  |
| BM&FBovespa<br>Estatuto: Cap. VIII / Art. 58<br>Gatilho: oferta sobre 15% das ações                 | 100% do Valor Econômico das ações.                                                                                                                                   |
| Brasil Agro<br>Estatuto: Cap. VII / Art. 42<br>Gatilho: oferta sobre 20% das ações                  | Maior valor dentre: 150% da cotação mais alta em 90 dias; 150% do preço de emissão mais alto em 12 meses; Valor econômico.                                           |
| Brasil Brokers Participações<br>Estatuto: Cap. VII / Art. 26<br>Gatilho: oferta sobre 20% das ações | Maior valor dentre: 120% da cotação mais alta em 12 meses; 120% do preço mais alto pago pelo adquirente.                                                             |
| Brasil Ecodiesel<br>Estatuto: Cap. VII / Art. 36<br>Gatilho: oferta sobre 30% das ações             | Maior valor dentre: 130% da cotação mais alta em 90 dias; 130% do preço de emissão mais alto já realizada; Valor econômico.                                          |
| Brasil Foods – BRF<br>Estatuto: Cap. VII / Art. 34<br>Gatilho: oferta sobre 20% das ações           | Maior valor dentre: 135% da cotação mais alta em 30 dias; 135% do preço de emissão mais alto em 24 meses; Valor econômico.                                           |
| Cia. Hering<br>Estatuto: Cap. VII / Art. 35<br>Gatilho: oferta sobre 20% das ações                  | Maior valor dentre: 130% da cotação mais alta em 90 dias; 130% do preço de emissão mais alto em 12 meses; Valor econômico.                                           |
| Cyrela Commercial Properties<br>Estatuto: Cap. IX / Art. 47<br>Gatilho: oferta sobre 15% das ações  | Maior valor dentre: 125% da cotação mais alta em 12 meses; 125% do preço mais alto pago pelo adquirente; Valor econômico.                                            |
| Diagnósticos da América<br>Estatuto: Cap. V / Art. 31<br>Gatilho: oferta sobre 15% das ações        | Maior valor dentre: 100% da cotação média em 90 dias; 100% do preço de emissão mais alto em 12 meses; 100% do preço mais alto pago pelo adquirente; Valor econômico. |
| Embraer<br>Estatuto: Cap. VII / Art. 54<br>Gatilho: oferta sobre 35% das ações                      | Preço OPA = Valor Econômico da Ação + Prêmio, onde o prêmio corresponde a 50% do Valor econômico da Ação.                                                            |



|                                                                                                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Ezetec<br>Estatuto: Cap. VI / Art. 38<br>Gatilho: oferta sobre 15% das ações                       | Maior valor dentre: 125% da cotação mais alta em 12 meses; 125% do preço mais alto pago pelo adquirente; Valor econômico.                                                                                                                                                                                       |
| Fertilizantes Heringer<br>Estatuto: Cap. VII / Art. 38<br>Gatilho: oferta sobre 20% das ações      | Maior valor dentre: 130% da cotação média em 90 dias; 130% do preço de emissão mais alto em 12 meses; Valor econômico.                                                                                                                                                                                          |
| General Shopping Brasil<br>Estatuto: Cap. VIII / Art. 40<br>Gatilho: oferta sobre 15% das ações    | Maior valor dentre: 150% da cotação média em 90 dias; 150% do preço de emissão mais alto em 12 meses; Valor econômico.                                                                                                                                                                                          |
| Helbor Empreendimentos<br>Estatuto: Cap. VIII / Art. 39<br>Gatilho: oferta sobre 20% das ações     | Maior valor dentre: 130% da cotação média em 90 dias; 130% do preço de emissão mais alto em 12 meses; Valor econômico.                                                                                                                                                                                          |
| Ideiasnet<br>Estatuto: Cap. VIII / Art. 29<br>Gatilho: oferta sobre 25% das ações                  | Preço que tenha sido ajustado entre o alienante e o adquirente. Na alienação por uma série de atos, considera-se a média ponderada dos preços realizados, corrigidos até a data do último negócio.                                                                                                              |
| Indústrias Romi<br>Estatuto: Cap. VII / Art. 41<br>Gatilho: oferta sobre 15% das ações             | Maior valor dentre: 100% da cotação média em 90 dias; 100% do preço de emissão mais alto em 12 meses; 100% do preço mais alto pago pelo adquirente; Valor econômico.                                                                                                                                            |
| Inpar<br>Estatuto: Cap. VII / Art. 35<br>Gatilho: oferta sobre 20% das ações                       | Maior valor dentre: 130% da cotação média em 90 dias; 130% do preço de emissão mais alto em 12 meses; Valor econômico.                                                                                                                                                                                          |
| Invest Tur Brasil<br>Estatuto: Cap. VII / Art. 37<br>Gatilho: oferta sobre 35% das ações           | Maior valor dentre: 120% da cotação média em 90 dias; 120% do preço de emissão mais alto em 12 meses; Valor econômico.                                                                                                                                                                                          |
| Iochpe Maxion<br>Estatuto: Cap. VIII / Art. 45<br>Gatilho: oferta sobre 15% das ações              | 1,5 vezes o maior valor dentre: a cotação mais alta em 36 meses; o preço de emissão mais alto em 12 meses; o preço mais alto pago por um adquirente em 36 meses; 9 vezes o EBTIDA Consolidado Médio Ajustado dividido pelo total de ações; 1,5 vezes a Receita Líquida Média Anual dos dois últimos exercícios. |
| JBS<br>Estatuto: Cap. VII / Art. 44<br>Gatilho: oferta sobre 20% das ações                         | Maior valor dentre: 135% da cotação média em 90 dias; 135% do preço de emissão mais alto em 24 meses; 135% do preço mais alto pago por um adquirente; 135% do valor econômico.                                                                                                                                  |
| JHSF Participações<br>Estatuto: Cap. VII / Art. 30<br>Gatilho: oferta sobre 15% das ações          | Maior valor dentre: 150% da cotação média em 90 dias; 150% do preço de emissão mais alto em 12 meses; 150% do preço mais alto pago por um adquirente; 150% do valor econômico.                                                                                                                                  |
| Localiza Rent a Car<br>Estatuto: Cap. X / Art. 27<br>Gatilho: oferta sobre 10% das ações           | 100% do Valor econômico das ações.                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| Log-In Logística Intermodal<br>Estatuto: Cap. VII / Art. 32<br>Gatilho: oferta sobre 35% das ações | 100% do Valor econômico das ações.                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| Lojas Renner<br>Estatuto: Cap. VII / Art. 40<br>Gatilho: oferta sobre 20% das ações                | Maior valor dentre: 120% da cotação média em 90 dias; 120% do preço de emissão mais alto em 24 meses; Valor econômico.                                                                                                                                                                                          |

|                                                                                                         |                                                                                                                                                                                                              |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| LPS Brasil<br>Estatuto: Cap. VII / Art. 32<br>Gatilho: oferta sobre 20% das ações                       | Maior valor dentre: 120% da cotação mais alta em 12 meses; 120% do preço mais alto pago pelo adquirente; Valor econômico.                                                                                    |
| Lupatech<br>Estatuto: Cap. XII / Art. 40<br>Gatilho: oferta sobre 20% das ações                         | Maior valor dentre: 120% da cotação média em 90 dias; 120% do preço de emissão mais alto em 24 meses; Valor econômico.                                                                                       |
| Lojas Marisa<br>Estatuto: Cap. V / Art. 29<br>Gatilho: oferta sobre 15% das ações                       | Maior valor dentre: 120% da cotação mais alta em 120 dias; 120% do preço de emissão mais alto em 24 meses; 120% do preço mais alto pago por um adquirente em 12 meses; Valor econômico; Valor por múltiplos. |
| M. Dias Branco<br>Estatuto: Cap. VII / Art. 25<br>Gatilho: oferta sobre 10% das ações                   | Maior valor dentre: 120% da cotação média em 90 dias; 120% do preço de emissão mais alto em 24 meses; Valor econômico.                                                                                       |
| Medial Saúde<br>Estatuto: Cap. V / Art. 27<br>Gatilho: oferta sobre 20% das ações                       | Maior valor dentre: 125% da cotação média em 90 dias; 125% do preço de emissão mais alto em 24 meses; 125% do Valor econômico.                                                                               |
| Minerva<br>Estatuto: Cap. VII / Art. 38<br>Gatilho: oferta sobre 20% das ações                          | Maior valor dentre: 135% da cotação média em 90 dias; 135% do preço de emissão mais alto em 24 meses; 135% do preço mais alto pago por um adquirente; 135% do Valor econômico.                               |
| Natura Cosméticos<br>Estatuto: Cap. V / Art. 30<br>Gatilho: oferta sobre 25% das ações                  | Maior valor dentre: cotação mais alta em 12 meses; 12 x EBTIDA consolidado médio ajustado dividido pelo total de ações emitidas; preço mais alto pago por um adquirente.                                     |
| Obrascon Huarte Lain Brasil - OHL<br>Estatuto: Cap. VI / Art. 24<br>Gatilho: oferta sobre 20% das ações | Maior valor dentre: Valor contábil; Valor por múltiplos; Valor de Mercado; Valor econômico.                                                                                                                  |
| Odontoprev<br>Estatuto: Cap. V / Art. 29<br>Gatilho: oferta sobre 15% das ações                         | 150% do maior valor dentre: cotação média da ação em 12 meses; preço de emissão mais alto em 12 meses; preço mais alto pago por um adquirente; Valor econômico; 12 x EBTIDA dos últimos 12 meses.            |
| Portobello<br>Estatuto: Cap. VIII / Art. 40<br>Gatilho: oferta sobre 30% das ações                      | 120% do maior valor dentre: cotação média da ação em 90 dias; preço de emissão mais alto em 12 meses; preço mais alto pago por um adquirente; Valor econômico; Valor Patrimonial Contábil.                   |
| Positivo Informática<br>Estatuto: Cap. VII / Art. 23<br>Gatilho: oferta sobre 10% das ações             | Maior valor dentre: cotação mais alta da ação em 24 meses; Valor Econômico; Valor Patrimonial Contábil.                                                                                                      |
| Profarma Produtos Farmacêuticos<br>Estatuto: Cap. VII / Art. 38<br>Gatilho: oferta sobre 20% das ações  | Maior valor dentre: 130% da cotação média da ação em 90 dias; 130% do preço de emissão mais alto em 12 meses; Valor econômico.                                                                               |
| Redecard<br>Estatuto: Cap. VII / Art. 31<br>Gatilho: oferta sobre 26% das ações                         | 150% do maior valor dentre: cotação média da ação em 90 dias; preço mais alto pago por um adquirente; Valor econômico.                                                                                       |
| Rodobens Negócios Imobiliários<br>Estatuto: Cap. VIII / Art. 40<br>Gatilho: oferta sobre 15% das ações  | Maior valor dentre: 130% da cotação média da ação em 90 dias; 130% do preço de emissão mais alto em 12 meses; Valor econômico.                                                                               |
| São Carlos Participações<br>Estatuto: Cap. VII / Art. 35<br>Gatilho: oferta sobre 25% das ações         | Maior valor dentre: Valor contábil; Valor por múltiplos; Valor de mercado; Valor econômico.                                                                                                                  |

|                                     |                                                                                                                                                                 |
|-------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| São Martinho                        |                                                                                                                                                                 |
| Estatuto: Cap. VII / Art. 37        | Maior valor dentre: Valor contábil; Valor por múltiplos; Valor de mercado; Valor econômico.                                                                     |
| Gatilho: oferta sobre 10% das ações |                                                                                                                                                                 |
| SLC Agrícola                        |                                                                                                                                                                 |
| Estatuto: Cap. VII / Art. 41        | 130% do maior valor dentre: cotação média da ação; preço de emissão mais alto em 24 meses; preço mais alto pago por um adquirente; Valor econômico.             |
| Gatilho: oferta sobre 20% das ações |                                                                                                                                                                 |
| Springs Global Participações        |                                                                                                                                                                 |
| Estatuto: Cap. IX / Art. 37         | Maior valor dentre: 125% da cotação média da ação em 90 dias; 125% do preço de emissão mais alto em 12 meses; Valor econômico.                                  |
| Gatilho: oferta sobre 20% das ações |                                                                                                                                                                 |
| Tecnisa                             |                                                                                                                                                                 |
| Estatuto: Cap. V / Art. 35          | Maior valor dentre: 125% da cotação mais alta da ação em 90 dias; 125% do preço mais alto pago por um adquirente; Valor econômico.                              |
| Gatilho: oferta sobre 20% das ações |                                                                                                                                                                 |
| Tempo Participações                 |                                                                                                                                                                 |
| Estatuto: Cap. VIII / Art. 38       | Média ponderada da soma do resultado da multiplicação do volume de negociações pelo preço de compra por ação nos últimos 90 dias.                               |
| Gatilho: oferta sobre 20% das ações |                                                                                                                                                                 |
| Totvs                               |                                                                                                                                                                 |
| Estatuto: Cap. VII / Art. 41        | Maior valor dentre: 125% da cotação mais alta da ação em 12 meses; 125% do preço mais alto pago por um adquirente; Valor econômico.                             |
| Gatilho: oferta sobre 20% das ações |                                                                                                                                                                 |
| TPI – Triunfo Participações         |                                                                                                                                                                 |
| Estatuto: Cap. VI / Art. 25         | Maior valor dentre: 130% da cotação média da ação em 90 dias; 130% do preço de emissão mais alto em 12 meses; Valor econômico.                                  |
| Gatilho: oferta sobre 20% das ações |                                                                                                                                                                 |
| Trisul                              |                                                                                                                                                                 |
| Estatuto: Cap. VIII / Art. 42       | 150% do maior valor dentre: cotação média da ação; preço de emissão mais alto em 12 meses; preço mais alto pago por um adquirente em 12 meses; Valor econômico. |
| Gatilho: oferta sobre 15% das ações |                                                                                                                                                                 |

Das 104 empresas listadas no segmento do Novo Mercado da Bovespa, 51 delas possuem a pílula de veneno, conforme detalhamento acima. Os percentuais de disparo variam de 10 a 35% do total das ações da companhia. Esse percentual indica a porcentagem a partir do qual o acionista interessado em adquirir o controle da empresa, deve efetivar uma oferta pública de ações para todos os demais acionistas. Um percentual de disparo muito baixo, obriga o acionista ou grupo de acionistas interessados na compra da empresa fazer uma OPA a partir de uma aquisição de um número menor de ações. Logo, quanto menor o percentual de disparo, mais rapidamente a empresa fica ciente de uma possível aquisição hostil. Isso revela um apego maior ao controle da companhia por parte dos atuais donos.

Das 51 empresas da amostra, quatro possuem um percentual de disparo de 10%, a saber: Positivo Informática S.A., Localiza Rent a Car, M. Dias Branco S.A. Indústria e Comércio de Alimentos e Usina São Martinho S.A. As empresas que possuem um percentual de disparo de 15% totalizam 13. Um percentual de 20% está previsto

no estatuto de 24 empresas, sendo o percentual adotado pela maioria das empresas da amostra. Já um percentual de 25% foi escolhido por quatro empresas: Bematech S.A., Ideiasnet S.A., Natura Cosméticos S.A., São Carlos Empreendimentos e Participações S.A.

Percentuais de disparo mais altos, por sua vez, denotam menos apego ao controle acionário e uma necessidade mais tardia de oferta pública de ações por parte dos adquirentes interessados nas ações da companhia. Apenas seis empresas da amostra possuem um percentual de disparo maior que 25% do total das ações. A empresa Redecard S.A. prevê um percentual de disparo de 26%. As empresas Brasil Ecodiesel e Portobello S.A. prevêem um percentual de disparo de 30% e três empresas da amostra estabelecem um percentual de 35%. São elas: Log-In Logística Intermodal S.A., Embraer e Invest Tur Brasil.

A partir das análises efetuadas nas cláusulas dos estatutos sociais das empresas da amostra, foram listados os aspectos das pílulas de veneno das empresas brasileiras que dificultam a aquisição do controle acionário. Em geral, os percentuais



tuais de disparo são muito baixos. 41 empresas, do total de 51 da amostra, adotam uma obrigatoriedade de compra para o total das ações em circulação sempre que o acionista adquirente obtenha 25% ou menos das ações.

Outro aspecto observado nas *poison pills* das companhias brasileiras são os prêmios elevados. Em geral, eles variam de 120% do valor das

ações até 150%. No entanto, muitas empresas estabelecem que o preço a ser ofertado na OPA deve ser obtido em laudo de avaliação da empresa, o que pode dar margem a uma super, ou sub-avaliação no preço da ação. O Quadro 2, apresentado a seguir, resume as características das pílulas de veneno brasileiras.

Quadro 2 – Características das pílulas de veneno das companhias brasileiras

| Quais os mecanismos de proteção utilizados no Brasil? | Como funciona o mecanismo?                                                                                                    | Como é praticado no Brasil?                               | Qual o objetivo do mecanismo?                                            |
|-------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------|
| Percentuais de disparo                                | Há uma porcentagem das ações em circulação a partir do qual os investidores obrigados a fazer uma oferta para 100% das ações. | Adotam-se percentuais reduzidos.                          | Alertar os controladores da empresa sobre uma eventual aquisição hostil. |
| Prêmios                                               | Há um valor, acima do valor de mercado (ágio), oferecido aos atuais acionistas.                                               | Pratica-se a exigência de prêmios elevados.               | Dificultar a aquisição do controle da companhia.                         |
| Emenda de supermaioria                                | Há a exigência da presença da maioria dos acionistas votantes nas assembleias gerais que aprovam a oferta.                    | Exigem-se percentuais elevados de acionistas votantes.    | Dificultar eventuais alterações nas cláusulas das pílulas de veneno.     |
| Cláusula pétrea                                       | A cláusula pétrea impede a retirada ou alteração das normas relativas à pílula de veneno.                                     | Metade das empresas do Novo Mercado adota este mecanismo. | Impedir que as pílulas de veneno sejam retiradas dos estatutos.          |

Como pode ser observado no quadro, as pílulas de veneno brasileiras são potencializadas por percentuais de disparo muito baixo, com o objetivo de alertar os controladores mais rapidamente de um eventual *takeover* e prêmios muito elevados, para desencorajar financeiramente eventuais acionistas adquirentes. Além disso, possíveis remoções das *poison pills* são dificultadas pelas cláusulas pétreas e pela necessidade de um quorum mínimo de acionistas presentes na assembleia muito alto.

## 5 CONCLUSÕES E CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo, que é descritivo, teve o objetivo de fazer um levantamento de quais são as empresas brasileiras de capital aberto listadas no Novo

Mercado da Bovespa que possuem pílulas de veneno em seus estatutos sociais, descrevendo as particularidades das cláusulas dos estatutos de cada empresa. Para este fim, foram descritas as localizações das pílulas de veneno nos estatutos sociais, foi feito o levantamento do percentual de disparo previsto pela empresa na *poison pill*; e foram apresentados os preços mínimos que devem ser oferecidos na OPA para a aquisição do controle acionário. Foram identificadas *poison pills* em 51 dessas empresas.

A análise das características das *poison pills* brasileiras mostrou que, em geral, os percentuais de disparo são reduzidos e os prêmios a serem pagos pelos acionistas adquirentes são elevados. Além disso, a remoção dessas pílulas é dificultada por dois fatores. O primeiro é necessidade de um número mínimo de presentes nas Assembleias Gerais Ordinárias em que se coloca em votação a retirada das pílulas de veneno dos estatutos.

E, segundo, praticamente metade das empresas analisadas possui uma cláusula pétrea no estatuto, que praticamente impede a retirada ou alteração das normas relativas à pílula de veneno. A principal conclusão do estudo é que estas particularidades, observadas na realidade das empresas de capital aberto brasileiras, potencializam o poder das pílulas de veneno, criando barreiras rigorosas à dispersão do capital e aos fenômenos de **take over**.

Como sugestão para trabalhos futuros, propõe-se a ampliação dessa análise para todas as empresas brasileiras de capital aberto e uma investigação sobre as causas da significativa diferenciação das pílulas de veneno, como instrumento de defesa, nos estatutos das empresas. Outro aspecto que pode ser investigado diz respeito à quantidade de negócios, ou volume financeiro, das ações das empresas que possuem pílulas de veneno no seu estatuto ser maior ou menor do que a das ações das empresas que não as possuem.

## REFERÊNCIAS

- ABNote (2009). *Ata da AGE – Assembleia Geral Extraordinária de 12/11/2009*. Recuperado em 17 de abril, 2015, de [http://ri.valid.com.br/valid/web/conteudo\\_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=46070&id=0&submenu=0&img=0&ano=2009](http://ri.valid.com.br/valid/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=46070&id=0&submenu=0&img=0&ano=2009)
- AMEC. (2012). *Novas regras para saída do novo mercado*. Comunicado ao Mercado No. 2. Recuperado em 17 de abril, 2015, de <http://www.amecbrasil.org.br/comunicado-ao-mercado-2>.
- Amil. (2009). *Comunicado ao Mercado em 24/12/2009*. Recuperado em 17 de abril, 2015, de <http://www.cvm.gov.br>.
- CVM (2009). *Disposições estatutárias que impõem ônus a acionistas que votarem favoravelmente à supressão de cláusula de proteção à dispersão acionária*. Parecer de Orientação n. 36. Recuperado em 17 de abril, 2015 de <http://www.cvm.gov.br>.
- Danielson, M. G. & Karpoff, J. M. (2006). Do pills poison operating performance? *Journal of Corporate Finance*, 12, 536-559.
- Hahn, A. V., Nossa, S. N., Teixeira, A. J. C., & Nossa, V. (2010). Um estudo sobre a relação entre a concentração acionária e o nível de payout das empresas brasileiras negociadas na Bovespa. *Contabilidade Vista & Revista*, 21(3).
- IBGC. (2009). *Mecanismos de defesa à tomada de controle*. Série Carta Diretriz no. 2. Recuperado em 17 de abril, 2015, de [http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/Carta\\_2.pdf](http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/Carta_2.pdf)
- La Porta, R., Silanes, F. L. & Shleifer, A. (1999) Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 54(2).
- Martes, C. R. (2014) *Sobre o controle minoritário nas companhias listadas no novo mercado*. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo – USP, São Paulo, SP, Brasil.
- Medial (2010). *Edital de realização de oferta pública de aquisição de ações ordinárias de emissão da Medial Saúde S.A.* Recuperado em 17 de abril, 2015, de <http://www.cvm.gov.br>.
- Monteiro, M. A. P. (2008). *Um estudo sobre a utilização de poison pills no Brasil*. Dissertação de Mestrado, Universidade Cândido Mendes, Rio de Janeiro, RJ, Brasil.
- Munhoz, E. S. (2013). *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva.
- Nascimento, J. P. B. (2011). *Medidas defensivas à tomada de controle de companhias*. São Paulo: Quartier Latin.
- Oioli, E. F. (2010). *Oferta pública de aquisição do controle de companhias abertas*. São Paulo: Quartier Latin.
- Pavini, A. (2009). Abrasca reúne empresas para barrar mudanças. *Valor Econômico*. 10(2404), Caderno D5.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. F. (2002). *Administração Financeira*. 2ª ed. São Paulo: Atlas.
- Romi. (2015). *Estatuto social da companhia Romi S.A.* Recuperado em 17 de abril, 2015, de [http://romi.infoinvest.com.br/ptb/2034/Estatutos%20Sociais%20ROMI%20%20AGE%2017\\_03\\_2015-na.pdf](http://romi.infoinvest.com.br/ptb/2034/Estatutos%20Sociais%20ROMI%20%20AGE%2017_03_2015-na.pdf)
- Renner. (2012). *Estatuto social da companhia Lojas Renner S.A.* Recuperado em 17 de abril, 2015, de [http://www.mzweb.com.br/renner/web/arquivos/Estatuto%20Social\\_20042012.pdf](http://www.mzweb.com.br/renner/web/arquivos/Estatuto%20Social_20042012.pdf)
- Rossoni, L. & Silva, C. L. M. (2010). Institucionalismo organizacional e práticas de governança corporativa. *Revista de Administração Contemporânea*, edição especial, n. 7.
- Scalzilli, J. P., Patella, L. A., Azevedo, L. A. N. M., Spinelli, L. F., & Tellechea, R. (2011). Perspectivas para a disciplina da companhia aberta: principais desafios do direito societário brasileiro. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, 158, 211-241.
- Silveira, A. M. (2006). *Governança corporativa e estrutura de propriedade*. São Paulo: Saint Paul.

Torres, F., & Valenti, G. (2009). Assembleia sobre pílula da ABNote pode gerar debate. *Valor Econômico*, 10(2405), Caderno D9.

Vergara, S. C. (2000). *Projetos e relatórios de pesquisa em administração*. 3ª ed. São Paulo: Atlas.

Vieira, J., Martins, E. & Fávero, L. P. L. (2009). Poison pills: um estudo exploratório. *Revista de Contabilidade e Finanças*, 20(5), 6-24.

## *The poison pills: clauses in articles of association of companies to hamper the takeover hostile*

### **ABSTRACT**

The poison pills are clauses in bylaws (articles of association) of companies geared to interfere with the decision of your control, especially in cases of hostile takeover. The most of companies in the Brazilian market has this type of device. This study aimed to detect and describe clauses in the statutes of the companies listed on the Bovespa's Novo Mercado segment in which it appears the presence of this type of barrier to control acquisition. We identified the location of pills in each status and presented their main characteristics: the percentage shooting and the minimum price to be offered for the shares. The results of the conducted survey can contribute to the reflection between players in the Brazilian capital market about barriers to spray the control of public companies. The analysis of Brazilian poison pills showed that, in general, the percentage of firing are reduced and premiums to be paid by acquirers shareholders are high. Furthermore, the removal of these pills is hampered by two factors: demand for high presence of shareholders in Annual Owner Meetings in which the acquisition is doomed; and the existence of immutable clauses in the statutes, which practically prevents the withdrawal or amendment of the rules on poison pill. The main conclusion was that the constant poison pills in the bylaws of the analyzed companies are very strict, thus becoming stringent barriers to dispersal of capital and the takeover phenomena.

**Keywords:** Poison Pills, New Market, Takeover.

Separar as palavras com ponto final.

### **Endereço para contato:**

Tabajara Pimenta Junior  
Universidade de São Paulo (USP)  
Av. Bandeirantes, 3900  
CEP 14040-905 – Ribeirão Preto, SP, Brasil.

Recebido em 21/08/2014

Aprovado em 12/09/2015

Sistema de Avaliação: Double Blind Review

Editor-chefe: Claudionor Guedes Laimer