



Universidade Federal
do Rio de Janeiro
Escola Politécnica



GOVERNANÇA CORPORATIVA DE EMPRESAS SEM CONTROLADOR: O CASO DA LOJAS RENNER S.A.

Anderson Basilio de Souza e Marcelo Borriello Goulart

Rio de Janeiro
Novembro de 2012



Universidade Federal
do Rio de Janeiro
Escola Politécnica



GOVERNANÇA CORPORATIVA DE EMPRESAS SEM CONTROLADOR: O CASO DA LOJAS RENNER S.A.

Anderson Basilio de Souza e Marcelo Borriello Goulart

Projeto de Graduação a ser apresentado ao Curso de Engenharia de Produção da Escola Politécnica, Universidade Federal do Rio de Janeiro, como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Engenheira.

Orientador: Prof. Klítia Valeska Bicalho de Sá, D.Sc

Rio de Janeiro
Novembro de 2012

GOVERNANÇA CORPORATIVA DE EMPRESAS SEM CONTROLADOR: O CASO
DA LOJAS RENNER S.A.

Anderson Basilio de Souza e Marcelo Borriello Goulart

PROJETO DE GRADUAÇÃO SUBMETIDO AO CORPO DOCENTE DO CURSO DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO DA ESCOLA POLITÉCNICA DA UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO COMO PARTE DOS REQUISITOS NECESSÁRIOS PARA A OBTENÇÃO DO GRAU DE ENGENHEIRO DE PRODUÇÃO.

Prof. Klítia Valeska Bicalho de Sá, D.Sc.

Prof. Thereza Cristina Nogueira de Aquino, D.Sc.

Prof. Cesar das Neves, Ph.D.

RIO DE JANEIRO, RJ – BRASIL
NOVEMBRO DE 2012

De Souza, Anderson Basilio e Goulart, Marcelo Borriello.

Governança Corporativa de empresas sem controlador: o caso da Lojas Renner S.A./ Anderson Basilio de Souza e Marcelo Borriello Goulart – Rio de Janeiro: UFRJ/ Escola Politécnica, 2012.

X, 49 p.: il.; 29,7 cm

Orientador: Klitia Valeska Bicalho de Sá (D.Sc.)

Projeto de Graduação – UFRJ/ Escola Politécnica/ Curso de Engenharia de Produção, 2012.

Referências Bibliográficas: p. 46-49.

1. Governança Corporativa.
2. Controle Pulverizado.
3. O Caso Lojas Renner.

I. Bicalho de Sá, Klitia Valeska. II. Universidade Federal do Rio de Janeiro, Escola Politécnica, Curso de Engenharia de Produção. III. Governança Corporativa de empresas sem controlador: o caso da Lojas Renner S.A..

DEDICATÓRIA

Dedicamos este trabalho aos nossos pais:
Reijani Basilia de Souza e Moyses Jesus de
Souza, Carmen Lúcia Borriello Goulart, Alcides
João Amado Goulart, pelo apoio, sempre
incondicional.

AGRADECIMENTOS

Agradecemos primeiramente aos nossos pais, pelo amor e apoio incondicional durante toda a vida. Pela educação, carinho, confiança e exemplos dados que nos permitiram avaliar nossas escolhas e traçar nossos próprios caminhos.

Aos colegas de faculdade, pelo companheirismo demonstrado nesses cinco anos. Por todos os momentos de alegria, mas principalmente pelo comprometimento com as obrigações.

Um agradecimento especial à professora Klítia Valeska Bicalho de Sá, pelos conhecimentos passados e dedicação a este estudo, da sugestão do tema às orientações fundamentais para a análise em si.

A todos aqueles que, em algum momento, contribuíram para a efetivação deste trabalho através de conselhos, orientações, críticas, sugestões ou mesmo apenas nos ouvindo, nosso sincero muito obrigado!

Resumo do Projeto de Graduação apresentado à Escola Politécnica/ UFRJ como parte dos requisitos necessários para a obtenção do grau de Engenheiro de Produção.

GOVERNANÇA CORPORATIVA DE EMPRESAS SEM CONTROLADOR: O CASO DA
LOJAS RENNER S.A.

Anderson Basilio de Souza e Marcelo Borriello Goulart

Novembro/2012

Orientador: Klítia Valeska Bicalho de Sá (D.Sc.)

Curso: Engenharia de Produção

Este trabalho tem como objetivo investigar as principais mudanças recentes pelas quais passam as empresas no que se refere à qualidade de governança corporativa e o objetivo específico é estudar as particularidades de governança corporativa para as empresas com dispersão de controle utilizando para isto um estudo de caso da Lojas Renner, primeira empresa brasileira a possuir dispersão de controle acionário com uma dispersão acionária de quase 100%.

Palavras-chave: Governança corporativa, controle pulverizado, pílulas veneno, setor de varejo, Lojas Renner

Abstract of Undergraduate Project presented to POLI/ UFRJ as a partial fulfillment of the requirements for the degree of Engineer.

CORPORATE GOVERNANCE OF DISPERSED CONTROL COMPANIES: THE CASE OF
LOJAS RENNER S.A.

Anderson Basilio de Souza e Marcelo Borriello Goulart

November/2012

Advisor: Klítia Valeska Bicalho de Sá (D.Sc.)

Course: Industrial Engineering

This study aims to investigate the main recent changes by which companies have been passing in relation to the quality of corporate governance and the specific objective is to study the particularities of corporate governance for firms with dispersed control, using the case of study of Lojas Renner, first brazilian company to possess dispersed control with a free float of almost 100%.

Key words: Corporate governance, dispersed control, poison pills, retail sector, Lojas Renner.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	1
2. GOVERNANÇA CORPORATIVA	3
2.1 Evolução recente da governança corporativa no Brasil	4
2.1.1 Lei 10.303/01 (Modificação a Lei das Sociedades Anônimas, Lei Nº 6.385/76)	7
2.1.2 Segmentos especiais da BOVESPA	8
3. GOVERNANÇA CORPORATIVA E CONTROLE PULVERIZADO	13
3.1. Ambiente de empresas de controle pulverizado	13
3.2 Teoria de Agência e controle pulverizado	15
3.3 A tomada de controle hostil e as pílulas de veneno	17
3.4 A adoção de pílulas de veneno no Brasil	20
3.5 Plano de opções de compra de ações dos empregados	25
4. O CASO LOJAS RENNER SA	27
4.1 <i>Overview</i> da empresa e do setor de varejo de vestuário no Brasil	27
4.2 O setor de varejo no Brasil	29
4.3 Resultados financeiros da Lojas Renner SA	33
4.4 A Governança Corporativa da Lojas Renner SA	36
5. CONCLUSÃO	44
6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	46

Lista de Figuras

Figura 1 - Comparação dos Índices Relativos IBOVESPA e IGC.....	6
Figura 2 - Evolução das empresas listadas nos segmentos da Bolsa	12
Figura 3 - Número de lojas das empresas de varejo	28
Figura 4 - Receita Líquida e Margem Operacional das empresas do varejo	28
Figura 5 - Crescimento do varejo de vestuário no Brasil – histórico e expectativa	29
Figura 6 - Evolução de desemprego e renda mensal	30
Figura 7 - Distribuição das classes sociais no Brasil	31
Figura 8 - Sistema de crédito no Brasil (R\$ milhões)	32
Figura 9 - Sistema de crédito no Brasil (% PIB)	32
Figura 10 - Evolução da Taxa SELIC.....	33
Figura 11 - Evolução do Ticket Médio e inflação.....	34
Figura 12 - Evolução da Receita e Margem Operacional	35
Figura 13 - Evolução dos índices relativos.....	36
Figura 14 - Estrutura atual de governança corporativa da Lojas Renner.....	38
Figura 15 - Composição acionária da Renner	39

Lista de Tabelas

Tabela 1- Comparação entre segmentos de níveis de governança corporativa (1).....	10
Tabela 2 - Comparação entre segmentos de níveis de governança corporativa (2).....	11
Tabela 3 - Estatísticas das Aberturas de Capital na BM&FBOVESPA	12
Tabela 4 - Evolução dos principais indicadores macroeconômicos do Brasil	30
Tabela 5 - Evolução dos principais indicadores da companhia	34
Tabela 6 - Premiações dos executivos da empresa.....	40
Tabela 7 - Reconhecimentos e Premiações da Lojas Renner (2010 a 2012).....	41
Tabela 8 - Reconhecimentos e Premiações da Lojas Renner SA (2005 a 2009)	42

Lista de Abreviaturas

BDR – *Brazilian Depositary Receipt*

CAGR – *Compound Annual Growth Rate*

CMN – Conselho Monetário Nacional

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

EFPC – Entidades Fechadas de Previdência Complementar

ESOP – *Employee Stock Options Plans*

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

IBOV – Índice Bovespa

IGC – Índice de Governança Corporativa

IPO – *Initial Public Offers*

OPA – Oferta Pública de Aquisição

POCA – Plano de Opções de Compra de Ações

1. INTRODUÇÃO

Nos últimos 10 anos, observamos a maior relevância dada ao tema governança corporativa nos debates sobre empresas abertas brasileiras. Desde 2001, quando a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) criou os segmentos de listagem para empresas de governança corporativa diferenciada, muitas empresas têm se adequado as regras de boas práticas de governança corporativa para adesão voluntária a tais segmentos. Segundo o site da BM&FBOVESPA (integração das operações da Bolsa de Mercadorias & Futuros e a BOVESPA), em 2012 cerca de 30% das empresas da BOVESPA está presente na listagem do Novo Mercado, nível mais alto de governança corporativa das empresas.

Uma boa governança corporativa define regras ou orientações que direcionam as relações entre os diferentes atores impactados pelo desempenho de longo prazo das empresas. Como mencionado por Fortuna (2007), a governança engloba várias áreas de negócio, como a definição da estratégia, alocação eficiente de funções, uso de incentivos adequados, sistemas de controle, equilíbrio de conflitos de interesse, transparência e proteção dos afetados pelos resultados da empresa (*stakeholders*).

Estas regras ou boas práticas de governança fazem-se necessárias para resolver ou minimizar o problema de agência que existe entre principal e agente quando o bem-estar de uma parte depende das decisões tomadas por outra. Embora o agente deva tomar decisões em benefício do principal, muitas vezes ocorrem situações em que os interesses dos dois são conflitantes, dando margem a um comportamento oportunista por parte do agente.

Segundo a administradora de recursos Dynamo (2006), a estrutura de propriedade é de tal importância no regime de governança corporativa que acaba por definir a sua própria filosofia. O sistema de governança corporativa de mercado é caracterizado pela dispersão acionária, onde os acionistas agem prioritariamente como investidores de portfólio e delegam amplos poderes discricionários de gestão para os executivos. No sistema de governança de bloco de controle, a estrutura do capital é concentrada e o poder de controle da sociedade é exercido de forma permanente por um ou um pequeno grupo de acionistas. Assim, o problema de agência assume características diferentes dependendo da estrutura de propriedade das empresas: no modelo de controle pulverizado, o conflito é entre majoritários e minoritários, e no modelo de bloco de controle, este ocorre entre acionistas e os executivos das empresas.

No Brasil o modelo que prevalece é o do bloco de controle. Existe, no entanto, desde 2005 algumas poucas empresas com controle pulverizado, incluindo as Lojas Renner (LREN3), a Brasil Food SA (BRF3), a empresa B2W (B2W3) que controle os sites de Americanas, Submarino e Shoptime, Embraer SA (EMBR3), IdéiasNet (IDNT3), BR Malls (BRML3), a corretora Brasil Brokers (BBRK3), a incorporadora PDG Realty (PDGR3), a de óleo e gás HRT Participações (HRTP3), a imobiliária Gafisa (GFSA3), a companhia de vestuário Hering (HGTX3), a de tecnologia Totvs (TOTS3), a de aluguel de carros Localiza (RENT3), a de análises clínicas DASA (DASA3), a de educação Anhanguera (AEDU3), a construtora MRV (MRVE3) e outras.

O objetivo geral deste trabalho é investigar as principais mudanças recentes relacionadas ao tema governança corporativa de empresas brasileiras e o objetivo específico é estudar aspectos da governança corporativa de empresas com dispersão de controle como as Lojas Renner SA, primeira empresa brasileira a possuir dispersão de controle acionário com uma dispersão acionária de quase 100%.

O presente trabalho está dividido em cinco capítulos sendo os capítulos um e cinco os de introdução e conclusão. Nos capítulos dois é feita uma revisão bibliográfica sobre o tema governança corporativa. No capítulo três aprofunda-se na temática chave das empresas de capital pulverizado – as tomadas hostis e os mecanismos para evitá-las conhecidos como pílulas veneno ou *poison pills*. No capítulo quatro, aborda-se o caso da Lojas Renner avaliando sua qualidade de governança corporativa bem como seus resultados financeiros.

2. GOVERNANÇA CORPORATIVA

De acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), principal fomentador das práticas e discussões sobre o tema de governança corporativa no país, o conceito de Governança Corporativa é o que segue:

Governança corporativa é o sistema que assegura aos sócios-proprietários o governo estratégico da empresa e a efetiva monitoração da diretoria executiva. A relação entre propriedade e gestão se dá através do conselho de administração, a auditoria independente e o conselho fiscal, instrumentos fundamentais para o exercício do controle. A boa governança corporativa garante equidade aos sócios, transparência e responsabilidade pelos resultados (*accountability*). (*website* do IBGC, 2012)

Para Silva e Leal (2007) a Governança Corporativa pode ser descrita como:

Os mecanismos ou os princípios que governam o processo decisório dentro de uma empresa. Governança corporativa é um conjunto de regras que visam minimizar os problemas de agência. O problema de agência aparece quando o bem-estar de uma parte depende das decisões tomadas por outra. Embora o agente deva tomar decisões em benefício do principal, muitas vezes ocorrem situações em que os interesses dos dois são conflitantes, dando margem a um comportamento oportunista por parte do agente. (SILVA E LEAL, 2007, p22).

De acordo com o IBGC (2009), os pilares de uma boa governança corporativa numa empresa são os seguintes:

- ✓ **Transparência:** Uma boa comunicação possibilita uma melhor relação tanto internamente, como da empresa com terceiros. O relacionamento da empresa com as partes interessadas (investidores, financiadores, clientes, fornecedores, funcionários, governos e comunidade) tem influência direta na sua imagem e reputação. Neste sentido, a empresa não deve ter uma “obrigação de informar”, mas sim um genuíno “desejo de informar”. Isso se aplica não só as informações econômico-financeiras, mas também a quaisquer outros fatores, inclusive intangíveis, que norteiem a ação empresarial e a criação de valor.
- ✓ **Equidade:** caracteriza-se pelo tratamento justo e igualitário de todos os grupos, quer sejam acionistas majoritários, minoritários ou as demais partes interessadas, como colaboradores, clientes, fornecedores, *etc.* Atitudes discriminatórias não são aceitáveis. Segundo Álvares *et al.*(2008), os direitos dos acionistas deve ser formalizado, de modo a esclarecer e especificar direitos políticos e patrimoniais, bem como direitos entre os sócios e entre estes e a sociedade, ditando a dinâmica dessas relações, seus direitos e seus limites.

- ✓ **Prestação de contas (*accountability*):** Uma vez que estão lidando com recursos de terceiros, os agentes de governança corporativa devem prestar contas de sua atuação e responder integralmente por todos os atos praticados durante o exercício de seus mandatos. Esta prestação de contas não se restringe ao conselho de administração e aos proprietários, recaindo também sobre os administradores, especialmente o presidente e a diretoria executiva.
- ✓ **Responsabilidade Corporativa:** Responsabilidade dos conselheiros e executivos devem se pautar pela perenidade das organizações, preocupando-se, portanto, com a sustentabilidade e visão de longo prazo. Desta forma, torna-se necessária a preocupação com questões de ordem social e ambiental na definição dos negócios e operações da empresa. A responsabilidade corporativa é, portanto, uma visão ampliada da estratégia empresarial, contemplado os impactos da empresa na comunidade em que atua.

2.1 Evolução recente da governança corporativa no Brasil

Por volta dos anos 1990 o tema de governança corporativa adquiriu destaque nos EUA, onde os acionistas buscavam formas de se proteger dos abusos da diretoria administrativa das empresas por não participarem e não acompanharem a gestão diária da empresa, das auditorias das contas contábeis e outros. Problemas nesse sentido podem ser destacados nos casos onde houve acusação de fraude contábil, em empresas como Enron, Worldcom e Xerox.

O tema começou a ser debatido com maior destaque no Brasil a partir dos anos 2000. De acordo com Silveira (2002), o Brasil antes disso ainda não possuía um mercado de capitais evoluído o suficiente que tornasse preocupante o assunto de governança corporativa para as empresas, embora o assunto já fosse tratado desde 1990.

Dentre as mudanças institucionais/governamentais e econômicas no cenário brasileiro que tem levado ao crescimento do mercado de capitais brasileiro, e, conseqüentemente, maior interesse pelo tema de governança, citados por estudo feito pelo BNDES (2004), incluem:

- A redução gradual da taxa de juros aumentou a atratividade dos investimentos em empresas na Bolsa pois: (1) a menor taxa de juros afeta negativamente a atratividade de investimentos em renda fixa, o que leva investidores a buscar alternativas de investimentos e (2) a menor taxa de juros proporciona maior facilidade de obtenção de crédito para as empresas listadas na Bolsa.

- A atualização da Lei das SAs (10.303/01), que trouxe maior proteção para investidores minoritários, convergência das normas contábeis a padrões internacionais e maior segurança e transparência da gestão das empresas.
- As novas regras de definição dos limites de aplicação dos recursos de Fundo de Pensão, que dão mais liberdade para as entidades fechadas de previdência complementar (EFPC) aplicar seus recursos. Entre as novas regras, podemos citar:
 - Permissão às entidades para adquirir cotas de fundos de investimento multimercado, dentro da carteira de renda variável, com limite de aplicação de até 3% dos recursos garantidores do plano de benefícios;
 - Foi incluído o princípio da transparência como requisito da gestão financeira dos recursos garantidores dos planos de benefícios operados pelas EFPC;
 - Introdução de nova regra para o desenquadramento passivo, de modo a evitar a venda precipitada de ativos pertencentes às carteiras de aplicações em razão de valorização;
 - O CMN (Conselho Monetário Nacional) fez também alguns ajustes nos limites permitidos para aplicação em títulos ou valores mobiliários de emissão ou coobrigação de uma mesma pessoa jurídica, fixando-se em 20% no caso de instituições financeiras e 10% no caso de pessoa jurídica não financeira.
- Surgimento dos segmentos especiais da BOVESPA, (Novo Mercado, Nível 2, Nível 1 e Bovespa Mais), assunto este que será tratada melhor no próximo tópico.

Outro fator que ajudou na melhor regulamentação e fiscalização do mercado no Brasil foi o surgimento da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), entidade autárquica em regime especial vinculada ao Ministério da Fazenda, com princípio básico defender os interesses do investidor, especialmente o acionista minoritário, e o mercado de valores mobiliários em geral.

De Lima *et al.* (2007) ressaltam que recentemente as empresas brasileiras tem procurado efetivar formas de gestão que deem preferência por melhores práticas de transparência, responsabilidade e comprometimento com os *stakeholders* na busca de melhor relação com investidores. Para os referidos autores o mercado passou a exigir cada vez mais que as empresas adotem boas práticas de Governança Corporativa buscando reduzir a assimetria informacional entre mercado e empresa, criando, a expectativa de que as companhias sejam mais transparentes e estejam mais voltadas ao comprometimento com os *stakeholders*.

De acordo com BOOZ&co e IBCG (2009), movimentos profundos nas empresas nacionais vêm acompanhando a recente evolução da economia: crescimento muito grande

do número de Ofertas Iniciais Públicas de Ações (ou IPOs da sigla em inglês), emissões de ações, de investimentos estrangeiros e operações de fusões/aquisições. Estes movimentos aumentam a importância de uma empresa ter uma boa Governança que favoreça a empresa obter melhor proveito deste momento favorável da economia e do mercado de capitais no Brasil.

Assim, a motivação das empresas para adoção de boas práticas de governança corporativa é a de que uma melhoria da qualidade e transparência das informações prestadas pela companhia e a ampliação dos direitos societários reduzam as incertezas no processo de avaliação e de investimento e, conseqüentemente, aumente a atratividade da empresa para receber investimentos. A redução do risco geraria uma apreciação do preço das ações da empresa, o que, por sua vez, incentiva novas aberturas de capital e novas emissões, fortalecendo o mercado acionário como alternativa de financiamento às empresas (MONTEIRO, 2008, pg. 36).

Um indicativo de que os investidores tendem a valorizar mais as empresas com melhor governança corporativa é a maior evolução do índice relativo de ações com Governança Corporativa (IGC) quando comparado com o Índice do IBOVESPA (IBOV), o mais importante indicador do desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro mostrado na figura 1. Nota-se que desde 2001, o IGC valorizou-se cerca de 630% comparado a uma valorização de 305% do IBOV.

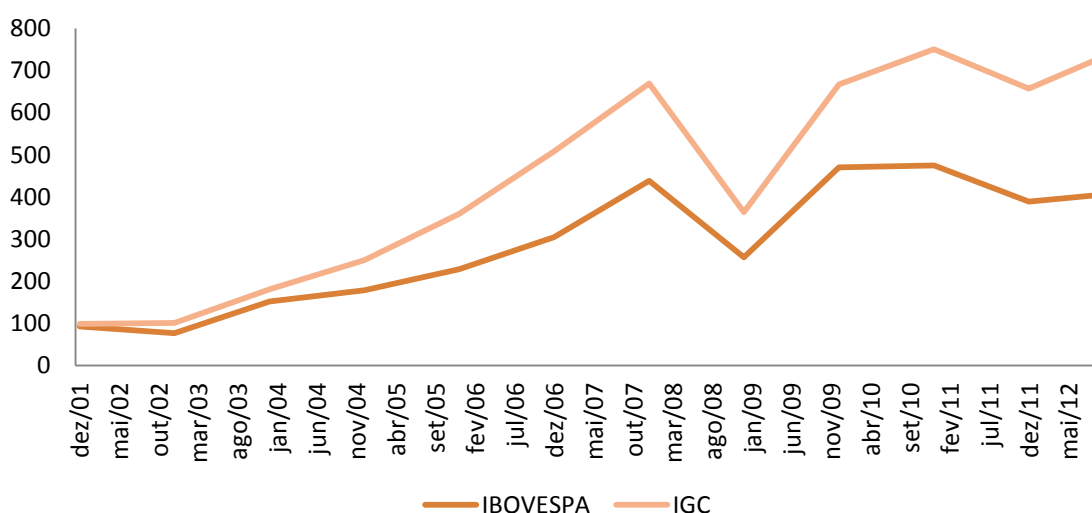


Figura 1 - Comparação dos Índices Relativos IBOVESPA e IGC
Fonte: BOVESPA (2012)

Leal e Carvalhal (2004) definiram um índice de governança com base em 24 variáveis para avaliar a governança corporativa das empresas brasileiras em 1998, 2000 e 2002. Estas variáveis englobavam a transparência, composição e funcionamento do

conselho administrativo, ética e conflitos de interesse e os direitos dos acionistas. Nesse estudo os autores concluíram que um ponto no índice de governança corporativa é traduzido em um aumento de 3,1% no valor de mercado das empresas, o que sugere haver de fato uma correlação entre os dois.

Para Bicalho de Sá (2009), a literatura brasileira sobre governança corporativa ainda não é bastante abrangente. A maioria dos estudos tem procurado estabelecer ligações entre as práticas de governança e valor de mercado ou desempenho de negócios, selecionando questões que compõem um índice de governança corporativa que podem ser respondidas a partir de informações públicas das empresas, mas esta abordagem é dificultada pela incapacidade de isolar este efeito. Segundo a autora, maior número de estudos de caso sobre governança corporativa de empresas brasileiras é necessário.

2.1.1 Lei 10.303/01 (Modificação a Lei das Sociedades Anônimas, Lei Nº 6.385/76)

Em 2001 foi aprovada a lei 10.301 que fez atualizações a Lei das Sociedades Anônimas (Lei 6385 de 1976) que entrou em vigor em 2002. Esta lei ampliou o direito dos acionistas minoritários sendo grande sua importância para a evolução recente da Governança Corporativa no Brasil.

Dentre as evoluções da lei incluem o retorno da obrigação para o comprador das ações dos controladores, fazer uma oferta pública aos acionistas minoritários detentores de ações ordinárias por 80% do valor pago pelas ações dos controladores cabendo aos acionistas aceitarem ou não a proposta (mecanismo conhecido como *tag along*), regras para fechamento de capital, arbitragem e direito de retirada, por exemplo.

O direito de *tag along* havia sido retirado da legislação brasileira em 1997 dado a interpretação de que as vantagens das ações de controle para minoritárias seriam relativamente pequenas. No entanto, com a retirada do *tag along* o mercado observou o pagamento de prêmios exagerados para os controladores e redução da proteção dos minoritários. A retomada do direito de *tag along* (artigo 254-A da nova lei) representou uma maior segurança para os minoritários detentores de ações ordinárias garantindo-os o direito de receber no mínimo 80% do valor pago pelas ações de controle.

Segundo uma das cartas trimestrais sobre o ambiente de mercado de capitais da administradora de recursos Dynamo (2001) além do *tag along* de 80% para ações ordinárias, outros pontos de melhoria da nova lei das S/A incluem:

1) Os artigos 4 e 4A, prevendo que em caso de fechamento de capital é assegurado um preço justo aos demais acionistas que poderá ser discutido via assembleia especial de acionistas minoritários objetivando uma avaliação. Permite-se que a própria empresa seja compradora das ações em operações de fechamento de capital e que o resgate compulsório exista caso permaneça 5% ou menos de ações em circulação após uma oferta pública de fechamento. Proíbe-se o resgate em qualquer outra situação que não seja aprovada em assembleia especial da classe de ações a ser resgatada.

2) A adoção de arbitragem para solução de conflitos prevista no artigo 109 que permite que estatutos prevejam este modelo para resolução de conflitos societários como forma de garantia a um direito para acionistas minoritários.

3) O artigo 141 (conselheiros dos minoritários) que assegura aos detentores de ações preferenciais ou ordinárias minoritárias a eleger um membro para o conselho de administração fora do processo de voto múltiplo;

4) O artigo 137 (direito de retirada) que reflete o direito de recesso para acionistas dissidentes quando não há liquidez e dispersão;

5) Artigos 133 e 135 (informações para assembleia) que aperfeiçoaram o processo de divulgação de informações exigindo que os pareceres dos conselheiros fiscais e documentos referentes às assembleias especiais sejam ser liberados antes das reuniões, aprimoramento a transparência de informações;

6) Artigos 15 da Lei 6404/76 e 8 da Lei 10303/01 que limita em 50% a quantidade de ações preferenciais emitidas.

2.1.2 Segmentos especiais da BOVESPA

Em 2001 foram criados pela BM&FBOVESPA os segmentos especiais de listagem do mercado de ações (Novo Mercado, Nível 2, Nível 1 e Bovespa Mais), visando desenvolver o mercado de capitais brasileiro através da melhora da governança corporativa das empresas listadas em bolsa que decidirem voluntariamente incluir-se em algum dos segmentos mencionados.

As regras de governança corporativa dos referidos segmentos vão além da Lei das Sociedades Anônimas, e são optativas para as empresas que desejarem incluir-se neles. Para todos os níveis diferenciados deve haver assinatura do Contrato de Adoção de práticas diferenciadas por parte, de um lado, da BM&FBOVESPA e, de outro, da companhia (seu

acionista controlador e os respectivos administradores). De acordo com o site da BM&FBOVESPA, as principais regras e características de cada segmento especial são:

- **Nível 1** - Exige que as empresas adotem práticas que favoreçam a transparência e o acesso às informações pelos investidores. Para isso, devem divulgar informações adicionais às exigidas em lei, como relatórios financeiros mais completos, informações sobre negociação feita por diretores, executivos e acionistas controladores e sobre operações com partes relacionadas. Companhias listadas nesse segmento devem também manter uma dispersão acionária (*free float*) mínima de 25%.
- **Nível 2** - Exige que as companhias aceitem e cumpram todas as obrigações previstas no regulamento do Novo Mercado, com algumas exceções. As empresas listadas no Nível 2 têm o direito de manter ações preferenciais (PN). No caso de venda de controle da empresa, é assegurado aos detentores de ações preferenciais o direito de *tag along*, no mínimo, de 80% do preço pago pelas ações ordinárias do acionista controlador.
- **Novo Mercado** - Trata-se do mais elevado padrão de Governança Corporativa. Por se tratar de uma mudança relevante nas estruturas de capital das companhias, é mais comum que as empresas que decidem abrir o seu capital, já tomem a decisão de integrar o segmento especial de listagem do Novo Mercado durante este processo. Entre algumas regras do Novo Mercado relacionadas à estrutura de governança e aos direitos dos acionistas, destaca-se:
 - O capital deve ser composto exclusivamente por ações ordinárias (ON) com direito a voto;
 - No caso de venda do controle todos os acionistas têm direito a vender suas ações pelo mesmo preço (*tag along* de 100%);
 - Em caso de deslistagem ou cancelamento do contrato do Novo Mercado com a BM&FBOVESPA, a empresa deverá fazer oferta pública para recomprar as ações de todos os acionistas no mínimo pelo valor econômico;

Além dos segmentos mencionados a BM&FBovespa criou em 2005 o segmento Bovespa Mais que visa permitir o acesso gradual das empresas ao Mercado, em especial empresas de menor porte. As regras do Bovespa Mais são semelhantes ao do Novo Mercado mas não há exigência de um mínimo de ações em circulação no momento da listagem. No entanto, as empresas deverão, ao longo de sete anos a partir da listagem, atingir o mínimo de 25% de ações em circulação ou o patamar mínimo de dez negociações/mês e presença em 25% dos pregões.

Nas Tabelas 1 e 2, apresenta-se uma comparação das regras dos diferentes segmentos de governança corporativa onde o segmento tradicional refere-se a uma Sociedade Anônima não listada em segmentos especiais de governança corporativa.

Tabela 1- Comparação entre segmentos de níveis de governança corporativa (1)

	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	BOVESPA MAIS	TRADICIONAL
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)	Somente ações ON podem ser negociadas e emitidas, mas é permitida a existência de PN	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (<i>free float</i>)	No mínimo 25% de <i>free float</i>			25% de <i>free float</i> até o 7º ano de listagem, ou condições mínimas de liquidez	Não há regra
Distribuições públicas de ações	Esforços de dispersão acionária			Não há regra	
Vedação a disposições estatutárias (a partir de 10/05/2011)	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"		Não há regra		
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos		Mínimo de 3 membros (conforme legislação)		
Vedação à acumulação de cargos (a partir de 10/05/2011)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)			Não há regra	
Obrigações do Conselho de Administração (a partir de 10/05/2011)	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia		Não há regra		

Fonte: BOVESPA (2012)

Tabela 2 - Comparação entre segmentos de níveis de governança corporativa (2)

	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	BOVESPA MAIS	TRADICIONAL
Demonstrações Financeiras	Traduzidas para o inglês		Conforme legislação		
Reunião pública anual e calendário de eventos corporativos	Obrigatório			Facultativo	
Divulgação adicional de informações (a partir de 10/05/2011)	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta			Não há regra	
Concessão de <i>Tag Along</i>	100% para ações ON	100% para ações ON e PN 100% para ações ON e 80% para PN (até 09/05/2011)	80% para ações ON (conforme legislação)	100% para ações ON	80% para ações ON (conforme legislação)
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento		Conforme legislação	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento	Conforme legislação
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório		Facultativo	Obrigatório	Facultativo

Fonte: BOVESPA (2012)

A Figura 2 mostra a crescente evolução do percentual de empresas presentes nos níveis mais diferenciados de listagem da BOVESPA, tanto pela migração das empresas listadas no segmento tradicional da BM&FBOVESPA para o Novo Mercado como aberturas de capital de empresas nesse segmento desde 2005.

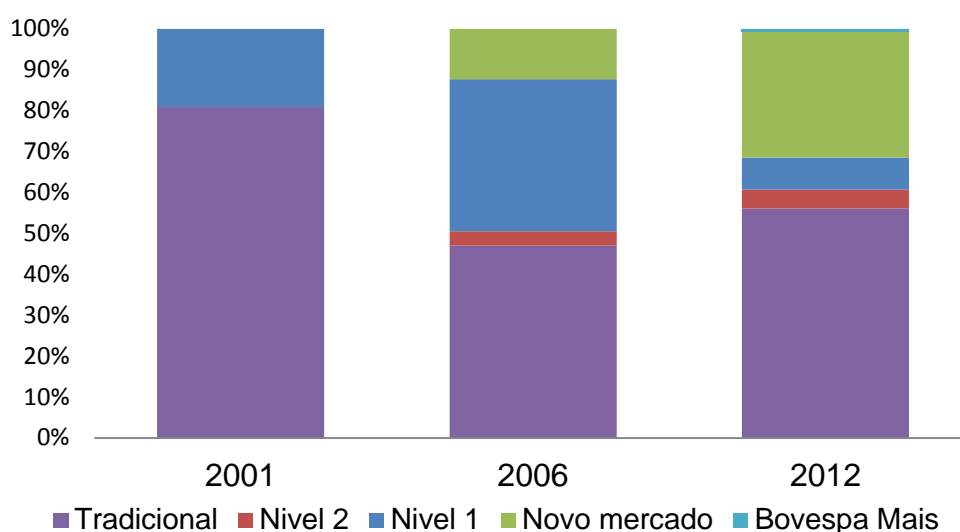


Figura 2 - Evolução das empresas listadas nos segmentos da Bolsa
Fonte: BOVESPA (2012)

Na Tabela 3 mostra-se a evolução do número de empresas que fizeram oferta pública inicial de ações (IPOs) no Brasil desde 2004, e os segmentos de listagem das empresas, mostrando clara preferência para o segmento do Novo Mercado. Somente uma das 141 empresas que abriram capital não aderiu a algum segmento especial da Bovespa, a empresa BTG Pactual que levantou R\$ 3,2 bilhões em 2012. Interessante observar que o Banco que aconselhou a maioria das empresas a se listar no Novo Mercado não o fez. O alto volume captado em 2008 deve-se a captação da OGX Petróleo que levantou R\$ 6,7 bilhões.

Tabela 3 - Estatísticas das Aberturas de Capital na BM&FBOVESPA

Ano	No Empresas	Volume levantado (R\$ milhões)	Trad.	Bov Mais	Novo Mercado	Nível 1	Nível 2	BDR
2004	7	4.486			5		2	
2005	9	5.448			7		2	
2006	26	15.373			20		4	2
2007	64	55.654			43	8	7	6
2008	4	7.495		1	3			
2009	6	23.831			5		1	
2010	11	11.072			10		1	
2011	11	7.060			10		1	
2012	3	3.877	1		2			
Total	141	134.296	1	1	105	8	18	8

Fonte: BOVESPA (2012)

3. GOVERNANCA CORPORATIVA E CONTROLE PULVERIZADO

Como já abordado neste trabalho existe uma relação estreita entre a estrutura de propriedade (concentrada ou dispersa) e a governança corporativa nas empresas, uma vez que o conflito de agência nas empresas assume formas diferentes se empresa possui controle definido ou pulverizado e a boa governança corporativa visa minimizar os conflitos de agência gerando maior valor para empresa. De acordo com Temporin (2009) a maior parte dos estudos acerca do tema governança corporativa no Brasil foi desenvolvida sobre o sistema de controle concentrado, já que, o fenômeno da dispersão acionária e os consequentes conflitos de interesses entre executivos e acionistas encontram-se ainda incipientes no mercado brasileiro.

A seguir abordaremos os aspectos relevantes para o entendimento da governança corporativa de uma empresa sem controle (ou controle pulverizado): surgimento do controle pulverizado no Brasil, conflito de agências, Plano de Opções de Compra de Ações (POPA) e formas de prevenção de tomada de controle hostis (pílulas de veneno ou *poison pills*).

3.1. Ambiente de empresas de controle pulverizado

De acordo com Vieira *et al.* (2007), a definição de capital pulverizado está vinculada a quantidade de ações em circulação no mercado, ou no termo correspondente em inglês, *free float* (ações de uma empresa que possuem liquidez transacionada na bolsa de valores). Como previsto no artigo 4o-A, § 2o da Lei 6.404/76, com alteração promovida pela Lei 10.303/01, “Consideram-se ações em circulação no mercado 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”.

Empresas de mercado ou sem controle ou com capital acionário pulverizado predominam no mercado americano e em outros mercados desenvolvidos. No Brasil o modelo de empresa sem controle surgiu em 2005 com a venda das ações da Lojas Renner da J.C Penny para o mercado. Embora hoje já existam mais de 20 empresas no Brasil com controle pulverizado, a presença de grandes acionistas controladores sempre foi e continua ser o modelo de estrutura de propriedade que predomina nas empresas brasileiras. De acordo com Dami *et al.* (2004), dentre as razões que afetam o grau de dispersão acionária de empresas de um país incluem:

- **Regulamentação do Mercado** - um mercado regulamentado estimula a redução da concentração acionária das empresas devido à redução de incertezas no campo jurídico e redução de conflito de interesses administradores e controladores.
- **Tamanho da Firma** - de acordo com Okimura (2003, p.34), o tamanho da firma influencia a concentração de propriedade de forma inversa. Isso porque quanto maior o valor absoluto da empresa, menor a probabilidade e a possibilidade de uma parcela maior da propriedade ser detida por um acionista controlador.
- **Instabilidade do Mercado** - o conflito de interesses entre administradores e proprietários seria menor ou maior dependendo da estabilidade dos mercados. Um mercado mais instável (associado com mudanças de preços, tecnologia e *market share*) provoca o aumento da concentração da propriedade.
- **Estrutura de Capital** - o aumento da relação patrimônio líquido sobre ativo total, ou de outra forma, o aumento do capital próprio investido na empresa seja acompanhado pela redução da concentração da propriedade das empresas, devido principalmente ao objetivo de compartilhar os riscos dos acionistas controladores.
- **Tipo de Acionista Controlador** - A literatura diz que o acionista controlador pode ser classificado em cinco principais tipos: indivíduo/família controlador, investidor institucional, instituição financeira, o governo e grupos investidores. Dependendo do tipo de controlador, a forma como este atua na empresa pode ser bastante diferente. Por exemplo, segundo Okimura (2003), as instituições financeiras tendem a preferir a liquidez de suas carteiras, tomando uma parcela menor no controle e monitoramento da administração. O governo, por sua vez, desempenha como controlador um papel muitas vezes político com objetivos pouco claros e indefinidos.

Pelo exposto o surgimento de empresas de mercado no Brasil desde 2005 tende a estar relacionado a redução da instabilidade no mercado brasileiro, da maior regulamentação do mercado de capitais, e da maior proteção legal e institucional dos acionistas minoritários.

A maior evolução dos fatores mencionado tende a criar um ambiente mais propício para empresas com estrutura de propriedade dispersa, como o caso da Lojas Renner SA, empresa que, desde 2005, possui controle pulverizado com praticamente 100% de *free float* e cujo histórico de resultados financeiros e características de governança serão abordados neste trabalho.

3.2 Teoria de Agência e controle pulverizado

A teoria da agência está presente em diferentes campos, com surgimento no campo da Economia, e já foi e ainda hoje é bastante estudada. Ela estuda o relacionamento de agência ou contratual aonde uma das partes (o principal) contrata outra (o agente) para executar algum serviço e dá poder de tomada de decisão e autoridade para o agente. Assim, havendo motivações divergentes entre as partes, poderá ocorrer conflito entre as partes.

No contexto de estrutura de propriedade das empresas e poder de decisão das partes envolvidas, o conflito de agência manifesta-se de forma distinta em cada um dos modelos: no modelo de controle pulverizado, o conflito tende a existir entre majoritários e minoritários, e no modelo de controle centralizado, entre acionistas e a administração da empresa.

De acordo com La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1998), a existência de acionistas controladores em uma empresa seria uma tentativa de se minimizar os conflitos de agência em países com baixa proteção legal e institucional dos investidores. O ponto principal é que em ambientes de baixa proteção legal a única forma de equilibrar os interesses entre as partes seria a presença de um acionista controlador, o que serviria como uma sinalização ao mercado de comprometimento de que os acionistas controladores não desviariam os ativos da empresa. O modelo de bloco de controle apresenta a vantagem do monitoramento permanente exercido pelo acionista controlador, dado que, além de possuir um acesso direto ao fluxo de informação, este possui um incentivo ao monitoramento constante da gestão da empresa dado que possui boa parte de sua riqueza atrelada a maximização do valor desta.

Contudo, em mercados de capitais mais limitados e regime de proteção legal mais fraco, existe uma facilidade de expropriação de valor dos acionistas minoritários pelos controladores através de diversas formas de benefícios privados de controle, onde o controlador atua colocando em segundo plano os interesses dos minoritários e o melhor interesse para a empresa (DYNAMO, 2006).

De acordo com Dami *et al.* (2004), os acionistas controladores podem expropriar a riqueza dos acionistas minoritários principalmente através de:

- Pagamentos de salários excessivos para si

- Auto-nomeação em cargos executivos privilegiados e posições no conselho para si ou familiares e parentes (nepotismo)
- Pagar ou receber preços de transferências altos para empresas das quais são proprietários
- Transferência de ações com deságio ou o ato de *insider trading*
- Utilizar ativos da empresa como garantia de transações pessoais ou tomar emprestados fundos da empresa com vantagens comerciais
- Propensão à prática de sub-investimento, pois se os investimentos não forem recuperados, os custos serão divididos em partes iguais com todos os acionistas
- Alocação de recursos em projetos pessoais

De acordo com Dynamo (2006) os dois modelos de estrutura de propriedade tem vantagens e desvantagens. O modelo de concentração acionária, modelo predominante no Brasil e nos países da América Latina, está geralmente associado a fatores de baixa proteção legal aos minoritários e existe um possível conflito de agência entre os minoritários e o controlador da empresa. Já o modelo de dispersão acionária, verificado principalmente nos Estados Unidos e Inglaterra, se relaciona a um mercado de capitais mais desenvolvido, com maior liquidez e proteção aos acionistas, onde o possível conflito de agência reside entre os acionistas e a administração da empresa, os executivos.

Ainda segundo a Dynamo (2006) concentração da propriedade tem custos óbvios incluindo um gerenciamento de risco inferior e menor disponibilidade de acesso a capitais. Uma empresa com dispersão acionária não possui um controlador ou um bloco de controlador, e por isso, na teoria, é uma sociedade mais democrática dado que o poder de decisão não está na mão de um só controlador ou bloco de controle. Por outro lado, em uma companhia com capital pulverizado, considerando cada acionista individualmente, nenhum destes possui os devidos incentivos para exercer um efetivo nível de monitoramento sobre as decisões da administração da companhia, como existe por parte do majoritário numa empresa de controle definido. Isto porque, na medida em que os demais acionistas também se beneficiam das externalidades positivas associadas à fiscalização das atividades da companhia, nenhum dos acionistas dispersos é capaz individualmente de se apropriar de todos os ganhos gerados pelo bom monitoramento da administração. Como, os benefícios resultantes da boa fiscalização dos executivos da empresa seriam distribuídos não de acordo com seus esforços de monitoramento, mas em virtude de suas participações acionárias, os minoritários não possuiriam um estímulo para monitoramento da gestão da empresa. O principal problema ou risco nestes casos é que o executivo, que efetua a gestão da empresa e possui muito mais informação do negócio da empresa que os acionistas e

Conselheiros de Administração, podem manipular o Conselho de Administração se este não for forte.

Ou seja, em países como Estados Unidos e Inglaterra, onde existe uma grande quantidade de empresas com capital pulverizado com um mercado de capitais bem desenvolvido, o conflito de agência se concentra predominantemente nos conflitos entre acionistas e administradores da companhia, resultante da separação entre controle e gestão (TEMPORIN, 2009).

Por outro lado ainda de acordo com Dynamo (2006), em empresas de controle pulverizado o desempenho dos executivos passa a ser acompanhado por um número maior de agentes. Se a companhia estiver sendo mal gerida e desvalorizada, isto a torna mais atraente para potenciais compradores que podem chegar a qualquer momento via mercado, através das tomadas de controle (*takeovers*). Assim, onde há um mercado de controle corporativo atuante, os maus executivos estarão menos protegidos ou menos entrincheirados, como se costuma dizer na literatura. Neste modelo de controle disperso, os preços de mercado funcionam como avaliadores permanentes dos executivos e, conseqüentemente, como agentes disciplinadores da administração e promotor de maior eficiência alocativa, colocando em sintonia interesses de executivos e acionistas atentos aos sinais emitidos pelo mercado de capitais.

Concluindo qualquer modelo de estrutura de propriedade apresenta riscos associados a conflito do tipo agente-principal, o importante é tentar compreendê-los para minimizá-los tendo o cuidado para não importar modelos de outros países sem a adequada adaptação para o ambiente brasileiro.

3.3 A tomada de controle hostil e as pílulas de veneno

Nos anos 80, no mercado de capitais dos Estados Unidos houve uma explosão do que foi considerada tomada de controle hostil (*hostile takeover*), onde o controle das empresas era adquirido através do mercado. Na experiência societária americana, a tomada de controle hostil é a forma de tomada de controle em que o ofertante desconsidera a rejeição de sua oferta pelo conselho de administração da empresa alvo e continua na sua tentativa de tomada de controle, ou, ainda, o ofertante faz uma oferta sem informar anteriormente o conselho de administração da empresa alvo.

Em uma tomada de controle, caso haja acionista controlador majoritário ou de um bloco controle, deve ser empreendida uma negociação bilateral com esses acionistas, que

caracteriza assim uma tomada de controle amigável. Se a companhia for de capital pulverizado, poderá ocorrer a Oferta Pública de Aquisição (OPA) de controle de companhia aberta voluntária, sendo esta amigável quando houver concordância da administração, e o hostil quando não. Assim, a tomada de controle hostil ocorre necessariamente em empresas de capital pulverizado.

Com a onda de tomadas de controle hostis nos Estados Unidos, as empresas de capital pulverizado começaram a adotar medidas defensivas contra este tipo de tomada de controle. Para evitar as aquisições hostis surgiram nos Estados Unidos mecanismos para evita-las que ficaram conhecidos como pílulas de veneno (*poison pills*) ou planos de direito de acionistas (*shareholder rights plans*).

Quando idealizado, o mecanismo previa a emissão de bônus de subscrição associadas às ações ordinárias que garantiriam aos acionistas (exceto o ofertante), caso algum comprador acumule ações em um determinado percentual (o gatilho), o direito de adquirir ações a um preço substancialmente inferior ao seu valor de mercado. Como consequência, tal comprador sofre uma diluição econômica que torna a aquisição inviável, a menos que o conselho de administração concorde com os termos da oferta de compra. Portanto, as *poison pills* tiveram a intenção de fazer o comprador negociar sempre com o Conselho de Administração da empresa antes de se dirigir aos acionistas, visando melhorar o preço e as condições ofertadas (SPERCEL, 2006).

As *pílulas de veneno ou poison pills* foram se alterando ao longo do tempo nos EUA. De acordo com Temporin (2009), existem quatro tipos:

- **Planos de ações preferenciais** - acionistas preferenciais têm o direito de resgatar suas ações no caso de operações envolvendo a venda do controle ou outro percentual determinado
- **Planos de direitos destacados (*flip-over plan*)** - é fixado um preço para a ação bem acima do mercado
- **Planos de segundo bloco de ações (*back-end plans*)** - são similares aos planos de direitos destacados, divergindo apenas na fixação de um preço mínimo
- **Planos de voto (*voting plan*)** - dão aos titulares de ações preferenciais vantagens políticas especiais no caso de venda substancial de ações com direito a voto

Independente do tipo da *poison pill*, o efeito que ela tenta trazer consigo é, em última instância, a diluição da participação do comprador e a criação de obstáculos para a obtenção do controle. Em geral, existem argumentos a favor e contra esses mecanismos de

defesa de tomada de controle hostil. Os que são a favor afirmam que são medidas defensivas, que, além de evitar ofertas coercitivas pelo comprador, promovem o tratamento mais democrático e igualitário entre os acionistas, e impedem que haja uma mudança súbita da orientação estratégica da empresa. Contudo, existem alguns argumentos contrários à adoção destas medidas nos estatutos da empresa, identificando problemas de manutenção de uma administração ineficiente, redução da eficiência econômica, desestímulo a boas ofertas, redução do preço das ações, entre outras (SANTOS, 2008).

De acordo com o Vieira *et al.* (2007), existe uma teoria da miopia de curto prazo, o que causa uma ineficiência das tomadas de controle. Segundo esta teoria, os participantes de mercado se preocupam tão somente com performances de curto prazo, estando propensos a subavaliarem firmas com projetos de longo prazo. Por essa realidade, firmas com projetos de longo prazo seriam potenciais candidatas a operações de *takeover*, e por essa razão as *poison pills* representariam um mecanismo de proteção importante para manutenção da orientação e estratégia da empresa. Contudo, o autor afirma que nenhuma evidência empírica suporta essa teoria.

Rudge (2008) afirma que a inserção das *poison pills* nos estatutos das empresas brasileiras pode ser vista como uma garantia de dispersão acionária mínima no mercado, tornando as ações da empresa mais líquidas, e, conseqüentemente, maiores benefícios para os acionistas. Além disso, esse mecanismo evita uma aquisição hostil do controle da empresa a preços baixos a que os acionistas teriam que se sujeitar se não houvesse o dispositivo estatutário. Por outro lado o mesmo autor afirma que as *poison pills* podem se transformar em uma barreira ao crescimento das companhias, além do fato desses dispositivos trazerem consigo uma insegurança jurídica ainda não testada, e é necessário estudar mais a fundo se as *poison pills* não afrontam as disposições contidas na Lei das S/A. O autor conclui afirmando que o aumento do patamar que dispara o gatilho para a Oferta Pública de Aquisições (OPA), a existência de prazo para sua duração e a necessidade de sua aprovação em Assembleia Geral seriam boas iniciativas para alinhar tais dispositivos às melhores práticas de governança corporativa.

O mercado norte-americano há tempos não vê com bons olhos a adoção das *poison pills*, sobretudo em virtude das práticas de boa governança corporativa. De acordo com Temporin (2007), alega-se que tais medidas procuram proteger os órgãos da administração da companhia, mantendo em muitos casos uma administração ineficiente e engessada, agindo assim contra o interesse dos acionistas. De acordo com o autor, muitos defendem que a melhor alternativa contra os *takeovers* seria a manutenção de um valor alto para as ações, focando no desempenho da companhia como forma de impedi-los.

De acordo com Dynamo (2006), existem diversos estudos que mostram que empresas que tentam se proteger da ameaça de um *takeover* adotando dispositivos contra tomada de controle acabaram apresentando uma deterioração em inúmeros indicadores de desempenho, como menor crescimento de receita e de lucros, redução da produtividade total dos fatores e do retorno sobre o capital, queda no ritmo de inovações corporativas e outros indicadores. Dado que se tornou mais custosa à tomada hostil de controle com a inserção da *poison pills*, diminui-se o risco da gestão ser trocada através de uma tomada de controle nova na empresa, o que a deixa menos incentivado a mostrar bons resultados, sobretudo se sua riqueza não estiver atrelada a maximização do valor desta. Assim, a presença de ameaça de *takeovers* ajuda a disciplinar os executivos da empresa, dado que impõe uma vigilância constante sobre o gerenciamento da empresa pelo mercado.

A IBGC (2009), em seu parecer sobre este mecanismo de proteção à tomada de controle hostil, afirma que mecanismos que obriguem o adquirente de uma posição minoritária a realizar uma oferta pública de aquisição de ações (OPA) a todos os demais sócios da companhia aberta, principalmente quando o Estatuto Social impuser critérios definitivos de preço para essa oferta, devem ser vistos com reserva:

Esses mecanismos podem fazer sentido nas companhias de capital diluído, desde que não retirem dos sócios a decisão final sobre a necessidade da realização da OPA. Podem ser aceitáveis, desde que se prestem à finalidade clara de otimização e preservação de valor para todos os sócios. Ainda assim, devem ser utilizados com parcimônia e critério e precisam ser revistos periodicamente. Ao constituí-los, é importante que se reflita sobre as consequências da norma. Além disto, esses dispositivos devem contar com previsão estatutária de quórum que assegure a representatividade dos sócios e que não inviabilize a mudança. Não são recomendadas cláusulas de difícil remoção ou que representem formas de perpetuar os administradores, tais como parâmetros definitivos ou irrealis de preço e acionamento mediante aquisição de participação acionária não relevante ou que não configure tomada de controle. (IBGC, 2009)

3.4 A adoção de pílulas de veneno no Brasil

No Brasil, a adoção desta cláusula estatutária cresceu bastante desde 2003, principalmente com o crescimento de Ofertas Públicas Iniciais de Ações (IPO) pelas empresas brasileiras, ocorrida principalmente entre os anos de 2004 a 2007. Até o ano de 2003, apenas oito companhias abertas brasileiras possuíam esse mecanismo de defesa contra tomada de controle hostil. Em 2007, esse número passou para 56 (MONTEIRO, 2008). Contudo, é importante verificar que este mecanismo vem sendo adotado de uma forma um pouco diferente da idealizada nos Estados Unidos.

Nos Estados Unidos, o conceito de *poison pills* foi idealizado para obrigar potenciais adquirentes a negociar com o conselho de administração antes de se dirigirem aos acionistas, com o intuito de melhorar o preço e as condições ofertadas (principalmente em casos onde as ações da companhia estão sendo negociadas no mercado a um valor inferior ao seu valor econômico intrínseco). De acordo com Spercel (2006), um dos atributos fundamentais do *shareholder rights plan (poison pills)* é que ele pode ser adotado e removido pelo conselho de administração sem a necessidade de aprovação prévia pelos acionistas, o que representaria uma maior agilidade e segurança na medida em que são dispensados os procedimentos para a realização de uma assembleia de acionistas. Os administradores, na teoria, possuem muito mais informação sobre o negócio e agem no exclusivo interesse da companhia, enquanto acionistas poderiam ter interesses imediatistas e buscar valor no curto prazo, e por isso tem melhores condições de avaliar a proposta de aquisição de controle.

Diferentemente do que ocorre nos Estados Unidos, as *poison pills* brasileiras só podem ser inseridas nos estatutos sociais das companhias mediante aprovação da assembleia geral, nos termos do Artigo 122 da Lei das S/A, não podendo o Conselho de Administração removê-las. Em função disso, a *poison pills* brasileira não funciona como instrumento de barganha para forçar o ofertante a negociar com o executivo (como idealizado nos Estados Unidos), mas representa um prêmio pré-definido que o ofertante deve pagar aos acionistas em qualquer aquisição de participação relevante, o que pode em muitos casos simplesmente impedir a transferência de controle (SPERCEL, 2006).

Além disso, as *poison pills* brasileiras não possuem tantas modalidades como observada nos Estados Unidos: elas consistem em cláusulas estatutárias que obrigam acionistas que adquirirem certa quantidade de ações em circulação a realizar OPA, visando à aquisição das ações dos demais acionistas por um determinado preço, acrescido de elevado prêmio (TEMPORIN, 2009). Os gatilhos adotados pelas companhias brasileiras são diversos, variando entre 10% e 35%, sendo em média 19,3% (MONTEIRO, 2008). Nesse assunto, Gorga (2008) explica:

As ditas “*poison pills*” brasileiras são diferentes do que se convencionou chamar de “poison pill” nos Estados Unidos. As americanas são usualmente chamadas de “shareholder rights plans”, ou seja, planos que atribuem aos acionistas direitos de aquisição de ações da companhia por preço significativamente inferior ao de mercado. Tais direitos poderão ser exercidos somente se alguém adquirir determinado montante do capital da companhia (digamos 10% a 15%). Como o adquirente é automaticamente excluído do plano de direitos de acionistas o efeito é que suas ações serão diluídas significativamente, impedindo-se, então, a tomada de controle (GORGA, 2008).

O prêmio exigido sobre o valor da ação na realização da OPA é um ponto importante tratando do assunto das *poison pills* brasileiras e pode se mostrar excessivamente alto e causar ao fracasso de operações de fusão ou aquisição. Conforme definido no estatuto da empresa, as companhias brasileiras adotam percentuais variados, podendo chegar a até 50% do valor da ação, valor excessivamente alto ao se comparar com níveis nos Estados Unidos (MONTEIRO, 2008, p. 49).

Além disso, de acordo com Temporin (2009), as *poison pills* em algumas empresas brasileiras assumiram caráter de cláusula pética. Ocorre que, em certos estatutos, há disposições acessórias a essas cláusulas, as quais impõem um ônus aos acionistas que votarem pela supressão ou alteração de tais cláusulas, obrigando-os, para tanto, a realizar uma Oferta Pública de Aquisição (OPA) das demais ações da companhia. De acordo com a autora, essas disposições acessórias seriam importantes para impedir que benefícios gerados pelas *poison pills* fossem eliminados mediante reforma estatutária. Contudo, de acordo com o autor, este dispositivo dessa forma vai de encontro a diversos princípios e normas da Lei das S/A, tais como o princípio da soberania da assembleia geral de acionistas, previsto nos artigos 121 e 129, e o direito de voto dos acionistas, previsto no artigo 115, em cujo comando consta que o acionista deve exercer seu direito de voto no interesse da companhia.

Pelo exposto, tratar as *poison pills* como boa prática de governança corporativa é um tema controverso, dado que, como já mencionado, existe o risco atrelado ao excesso de poder concedido ao executivo da empresa. Danielson e Karpoff (2006), ao estudarem a teoria do entrincheiramento da administração, os autores apresentam algumas evidências acerca do comportamento do fenômeno *medindo* o desempenho operacional das firmas com e sem este mecanismo, por meio de métricas construídas a partir da margem operacional, ou *Earnings Before Interest and Tax* (EBIT), e aplicando regressões sobre outras variáveis, refutam a hipótese do entrincheiramento da administração.

O estudo de Vieira *et al.* (2007) testou as hipóteses de entrincheiramento da administração e de interesse do acionista em empresas brasileiras com *poison pills*, tendo refutado as duas hipóteses na amostra utilizada. No entanto, os autores afirmam que o ambiente econômico incipiente, o ambiente institucional ainda não consolidado e, sobretudo, a postura passiva dos acionistas minoritários no Brasil, podem estimular os administradores das firmas com esse mecanismo a adotar uma postura mais conservadora, não se utilizando da discricionariedade que a pílula lhes proporciona para se engajar em projetos mais arriscados.

Além disso, Gorga (2008) afirma que, nesse cenário de incipiente desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil, as *poison pills* foram muito adotadas e foram até mesmo um motivo que os bancos de investimento e escritórios de advocacia se utilizaram para convencer os controladores das empresas de capital fechado a ir ao Novo Mercado. A autora sustenta a hipótese de 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.

É interessante verificar ainda que existem casos no Brasil onde as *poison pills* foram adotados sem que estejam alinhados a estrutura de propriedade. Um exemplo disso é a presença injustificada de *poison pills* em estatutos de algumas empresas com estrutura de propriedade de controle definido, onde não há risco uma tomada de controle hostil. Nesses casos, este mecanismo pode ser visto apenas como um empecilho para fechamento de negociações (fusões e aquisições), dado que o preço e custos para o comprador aumentam muito para aquisição do controle da empresa.

Em relação aos motivos pelos quais as companhias abertas brasileiras passaram a adotar as *poison pills* mesmo em estruturas de capital concentrado, Alexandre Silveira (2008) denomina tal particularidade como o “mito da necessidade de *poison pill*” e explica:

Apenas dois fatores parecem justificar a inclusão de tal artifício: a manutenção da mentalidade de “empresas de dono” ao invés de companhias públicas após o lançamento das ações ao mercado (de forma a fazer com que os controladores pudessem escolher ao seu critério os futuros acionistas de suas companhias) e/ou a perspectiva de diminuição de suas participações acionárias no futuro, mantendo-se como controladores com menos de 50% das ações. Em ambos os casos, não constituem justificativas alinhadas às boas práticas de governança (SILVEIRA, 2008, p. 6)

De acordo com Gorga (2008), não existe uma justificativa muito clara atribuída à adoção deste mecanismo de proteção a tomada de controle hostil em empresas de controle definido. Contudo, a autora afirma que 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.

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 assembleia 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. (GORGA, 2008, p.10)

Em 23 de junho de 2009, a CVM se manifestou em relação ao assunto de cláusula pétreia. De acordo com a Orientação nº 36, a CVM entende que a existência de cláusulas no estatuto que não podem ser suprimidas ou modificadas é incompatível com o previsto na legislação. De acordo com a lei societária, deve-se preservar o princípio da soberania da assembleia geral, que tem poderes para decidir sobre todos os negócios da companhia e, inclusive, para dispor de certos direitos dos acionistas, desde que observados os comandos legais.

Além disso, a CVM identificou os custos e benefícios que as *poison pills* oferecem ao mercado. Sob esse aspecto, chegou à conclusão que neste mecanismo, em sua modalidade “pétreia”, são desnecessárias para o alcance dos benefícios genericamente esperados das *poison pills* convencionais, tais como a proteção contra ofertas hostis pela aquisição do controle e o aumento do poder de barganha dos acionistas na negociação do controle acionário. Tais cláusulas “pétreas” podem, por outro lado, aumentar significativamente os custos relativos ao impedimento de realização de negociações eficientes.

O parecer define, por fim, que a CVM não aplicará penalidades, em processos administrativos sancionadores, aos acionistas que votarem pela supressão ou alteração da cláusula de *poison pill* “pétreia”, ainda que não cumpram com a obrigação de realizar oferta pública.

O IBGC (2009), também deu seu parecer em relação ao tema:

A reversibilidade constitui uma prerrogativa fundamental e que não pode ser subtraída aos acionistas reunidos em Assembleia Geral, que constitui o órgão soberano da companhia. O IBGC entende que, sob hipótese alguma, se justifica a inserção da cláusula pétreia, porque esta retira dos acionistas a capacidade de revoga-la ainda que no melhor interesse da companhia, como, por exemplo, para promover a reestruturação quando a maioria entender que esta se torna necessária (IBGC, 2009)

Verifica-se, portanto, que, em relação à importação das *poison pills* pelas companhias abertas brasileiras, houve distorções quanto à abrangência de seus tipos, levando inclusive ao surgimento das *poison pills* “pétreas”, cujo conceito destoa e ultrapassa daquele inicialmente proposto nos Estados Unidos. De maneira a acompanhar a evolução no mercado de capitais, este mecanismo de proteção tem sido objeto de discussão de órgãos como o IBGC e a CVM, que vêm emitindo pareceres com o escopo de advertir e

orientar as companhias em relação ao uso sem propósito delas, sendo contrária à adoção dessa disposição acessória a cláusula das pílulas veneno.

3.5 Plano de opções de compra de ações dos empregados

Ainda sobre as particularidades da governança corporativa para empresas de controle pulverizado, além das *poison pills* um mecanismo importante é o chamado Plano de Opções de Compra de Ações (POCA), ou em inglês, *Employee Stock Options Plans* (ESOP), que objetiva aumentar o alinhamento de interesses entre acionistas e administração. Este plano surgiu nos Estados Unidos na década de 50 e ganhou grande visibilidade após os anos 80, quando se tornou uma prática quase absoluta entre as empresas de grande porte.

Neste Plano o funcionário que tiver a permissão de fazê-lo pode exercer a compra de uma determinada quantidade de opções de ações caso lhe pareça atraente. O mecanismo funciona exatamente como uma opção de ações comercializada em bolsa: caso o valor da ação seja superior ao preço de exercício, o funcionário exerce seu direito de compra da ação por um preço abaixo do valor de mercado. Em caso contrário, onde valor da ação é menor que o preço de exercício, o funcionário não exerce a opção. Dessa forma, uma remuneração adicional que a empresa pode oferecer é através das próprias ações da companhia emitidas a favor dos empregados, onde a remuneração é atrelada a valorização da empresa (e conseqüentemente da ação) desde a compra da opção.

De acordo com estudo feito por Lopes (2010), o autor levanta a hipótese do POCA, gerar valor nas empresas brasileiras, e diz que:

A principal hipótese é que, como o ESOP atrela a remuneração do executivo ao desempenho da ação, este tipo de remuneração faz com que os gestores tenham incentivos a buscar melhores resultados financeiros, maximizando assim a sua remuneração e, conseqüentemente, alinhando seu interesse ao do acionista e minimizando o conflito de agência. De tal modo, espera-se que o efeito da presença do ESOP gere riqueza ao acionista por meio do aumento do retorno da ação. (LOPES, 2010, p. 14)

De acordo com o estudo feito por Lopez (2010), levando em conta os resultados da pesquisa, algumas constatações importantes puderam ser feitas sobre o assunto:

- O ESOP gera riqueza ao acionista quando este é feito de forma bem estruturada, podendo não apresentar o resultado esperado quando é tratado como uma remuneração não ligada ao desempenho;

- Em termos de valorização do preço das ações, este valor é ampliado quando as empresas apresentam práticas melhores de governança corporativa e quando as empresas apresentam este tipo de remuneração há mais de 3 anos;

Nos Estados Unidos o uso de POCAs é antigo o suficiente para mostrar seu lado positivo e negativo. O lado positivo refere-se ao alinhamentos de interesses dos executivos com o valor da empresa já mencionados e o lado negativo estaria relacionado ao risco de tais programas estimularem os executivo a manipular dados e notícias divulgadas ao mercado buscando desvalorizar o valor da ação na época de distribuição das opções e valorizar a ação quando do exercício das opções de compra de ações. Em reportagem da Capital Aberto, Leonardo Lameira (2008) trata do assunto alertando que como a opção de compra teria seu preço atrelado à volatilidade da ação alvo, existem possíveis ganhos com aumento da volatilidade que os adquirentes dessas opções podem se apropriar visando ganhos no curto prazo. Nesse caso o objetivo dos POCAs de atrelar o desempenho dos executivos à maximização do valor da empresa de longo prazo não seria atendido. De acordo com Lameira (2008), os planos de opções, podem incorporar atributos para reduzir a influência da volatilidade: outorgas periódicas; *vestings* mais longos que os praticados pelo mercado, assim como sua divisão em diferentes datas; uso de opções indexadas; preço das ações como média de um período mais longo. No entanto, no Brasil, diferentemente dos EUA, provavelmente por conta da recência e ainda pouca agressividade da adoção de POCA por empresas brasileiras não temos observado problemas volatilidade de ações provocadas por executivos detentores de programas de outorga de opção de ações. Um exemplo disso é o caso da AMBEV que tem sido bem sucedida em evitar o risco da volatilidade do preço de sua ação associado a POCAs.

4. O CASO LOJAS RENNER SA

Neste capítulo faremos um estudo sobre a Lojas Renner visando avaliar a sua governança corporativa. A escolha da empresa foi motivada por esta ser a segunda maior cadeia de lojas de departamento vestuário no Brasil e por ter sido a primeira empresa a adotar o modelo de controle pulverizado no Brasil.

Como enunciado por vários autores incluindo Bicalho (2009) não é possível avaliar a qualidade da governança corporativa da empresa dissociada da análise da qualidade do seu negócio e da evolução dos resultados financeiros da empresa assuntos que serão abordados a seguir.

4.1 Overview da empresa e do setor de varejo de vestuário no Brasil

A companhia Lojas Renner é a segunda maior cadeia de lojas de departamento vestuário no Brasil e tem como missão “Ser a maior e melhor loja de departamentos das Américas para o segmento médio/alto dos consumidores com diferentes estilos, sempre com moda, qualidade, preços competitivos e excelência no serviço prestado, encantando e inovando”.

A companhia possui atualmente mais de 160 lojas, das quais aproximadamente 90% situadas em shoppings. A empresa vende 15 marcas próprias, uma marca de cosméticos, e outras marcas privadas (*private labels*) e comprou recentemente, a Camicado, marca líder no setor de decoração no Brasil.

Os clientes alvo da empresa são mulheres entre as idades de 18 e 39 que estão nas classes A/B/C na divisão social de classes. Os estilos de vestuário da Companhia são diversificados sendo segmentadas em casual, jovem, neo-tradicionais e contemporânea. Isto é o diferencial forte da Renner em relação à maior parte das outras varejistas no mercado brasileiro e por essa razão a empresa usa como *slogan* de *marketing*: “Você tem seu estilo. A Renner tem todos”. A diversidade de conceitos e estilo de vida nos vestuários tende a aumentar o tamanho do mercado potencial da empresa comparativamente às outras varejistas.

O mercado de varejo de vestuário no Brasil é altamente fragmentado, e os cinco maiores varejistas correspondem por apenas 16% do mercado total. A grande maioria das lojas de varejo no Brasil possui menos de 20 empregados, demonstrando a escala relativamente pequena que a maioria dos participantes do mercado possui e a falta de

concorrentes com alcance nacional. A Renner é uma das únicas varejistas de vestuário que oferece seus produtos com escala e alcance nacional. A empresa se diferencia também em relação às outras empresas de varejo de vestuário por oferecer ao cliente produtos financeiros, estratégia que vem dando certo como forma de atração e fidelização de clientes.

Um estudo feito pela Barclays (2012) cita as seguintes empresas abertas em bolsa do setor de varejo de vestuários e sapatos: B2W, Guarapes, Hering, Lojas Americanas, Magazine Luiza, Marisa, Renner, Restoque e Technos. Nas Figuras 3 e 4 é mostrado o posicionamento da Lojas Renner em relação as suas principais concorrentes, nos quesitos número de lojas, receita líquida e margem operacional referentes ao ano de 2011.

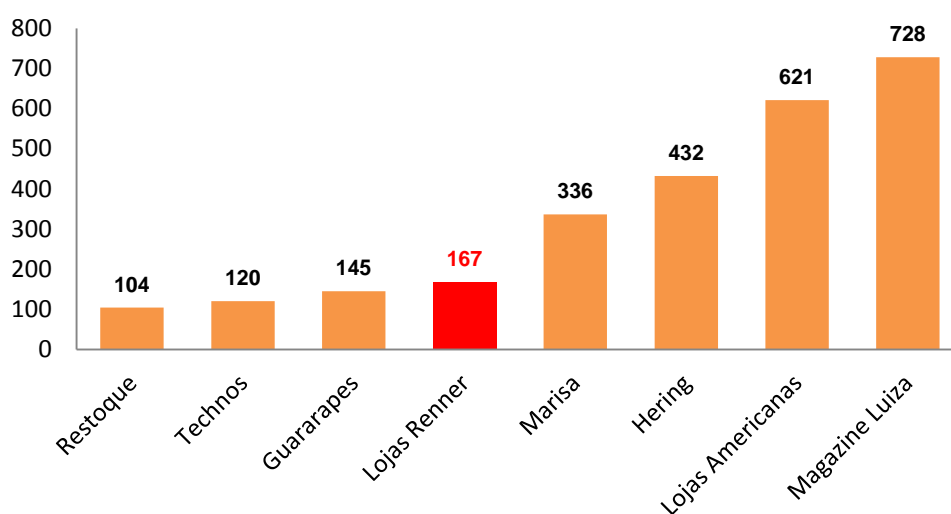


Figura 3 - Número de lojas das empresas de varejo
Fonte: Relatórios anuais das empresas (2011)

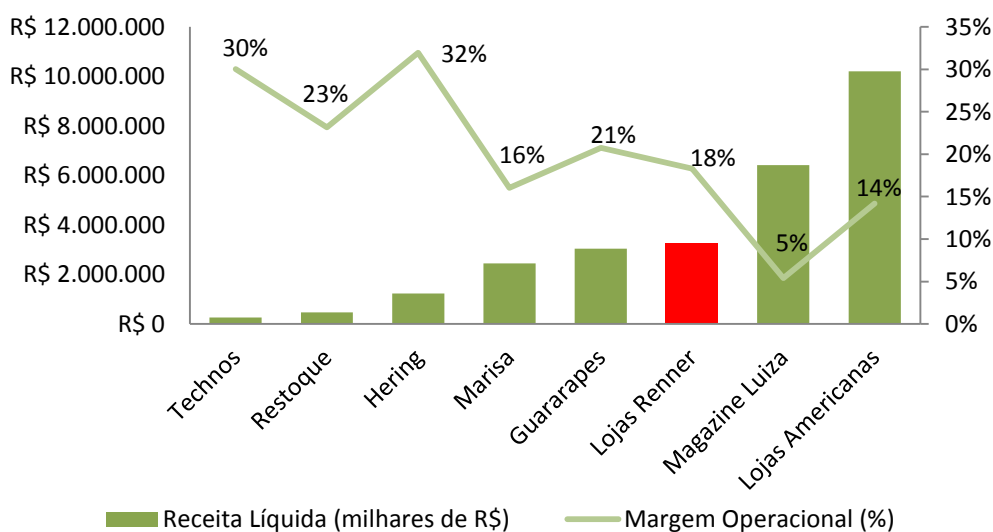


Figura 4 - Receita Líquida e Margem Operacional das empresas do varejo
Fonte: CVM (2011)

4.2 O setor de varejo no Brasil

O setor de varejo no Brasil cresceu bastante desde 2005, impulsionado por favoráveis indicadores macroeconômicos. De acordo com estudo feito pela Barclays (2012), a taxa anual média de crescimento (ou, em inglês, CAGR - *Compound Annual Growth Rate*) previsto desde 2006 até 2015 é de 10,2% ao ano, projetando assim a manutenção do alto crescimento do setor como mostrado na Figura 5.

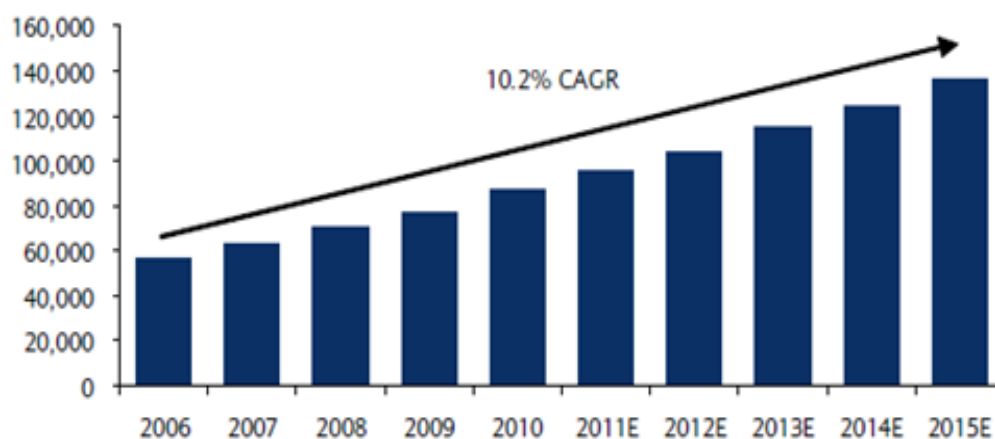


Figura 5 - Crescimento do varejo de vestuário no Brasil – histórico e expectativa
Fonte: IBGE e Barclays (2012)

De acordo com o IBGE PAC (2009), o faturamento do setor de varejo totalizou 652 bilhões de reais em 2009, e as categorias mais relevantes foram as de hipermercados e supermercados (25%), lojas de departamento, eletrônicos e móveis para casa (11,5%) e vestuário e calçados (10%). Dentre essas categorias, a Lojas Renner estaria inclusa na categoria de vestuário e calçados.

Barclays (2012) cita três fatores decisivos para o crescimento do setor de varejo no Brasil:

- O aumento da renda mensal e redução do desemprego
- A maior facilidade de acesso a crédito do povo brasileiro
- A redução do percentual da população da classe D e E na composição de classes sociais do país.

Além desses fatores, a Deloitte (2009) aponta a valorização cambial e o aumento do nível de confiança do consumidor como fatores importantes para o crescimento do setor de varejo no Brasil. Na Tabela 4, apresenta-se um resumo da evolução principais indicadores macroeconômicos no Brasil.

Tabela 4 - Evolução dos principais indicadores macroeconômicos do Brasil

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Inflação (%)	5,70%	3,10%	4,50%	5,90%	4,30%	5,90%	6,50%
Juros (SELIC) (%)	18,00%	13,70%	11,20%	13,70%	8,70%	10,70%	10,90%
PIB real (%)	2,90%	4,00%	6,10%	5,20%	-0,30%	7,50%	2,70%
PIB per capita (%)	2,50%	6,00%	8,00%	7,40%	-1,00%	6,90%	10,20%
Taxa de desemprego (%)	9,80%	9,60%	9,30%	7,90%	8,10%	7,00%	6,00%

Fonte: IBGE, BCB

➤ Desemprego e Renda Mensal

A taxa de desemprego brasileira está atualmente em um dos mais baixos níveis históricos do país, abaixo da casa dos 6%, como mostrado na Figura 6. Como consequência, os níveis de renda mensal subiram bastante desde 2005: o nível de renda mensal em 2011, de acordo com os dados do IBGE, é de R\$1.607,00, o que representa um aumento desde 2005 de cerca de 60%, comparado com uma inflação no período de 35,90%.

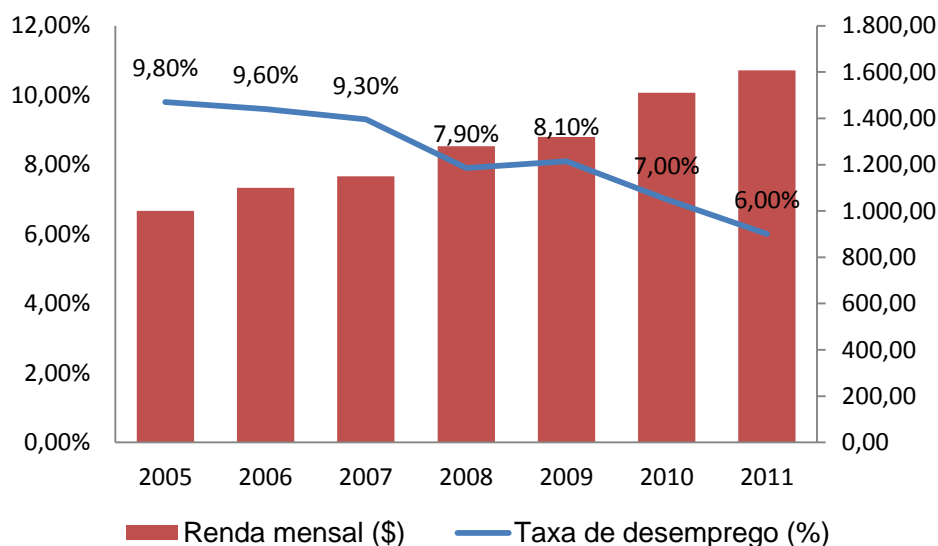


Figura 6 - Evolução de desemprego e renda mensal

Fonte: IBGE

Um baixo desemprego no país resulta em uma renda mensal maior, que fomenta assim o consumo, o que foi muito importante para o crescimento das vendas no varejo. É importante lembrar que existem ramos dentro do varejo que são mais ou menos sensíveis a um aumento de renda da população, e a categoria de vestuário é considerada bastante

sensível ao aumento da renda, dado principalmente o baixo valor agregado de seus produtos.

➤ Aumento das classes de consumo

A distribuição de classes sociais no Brasil mudou bastante nos últimos 10 anos. Como mostrado na Figura 7, percebe-se o aumento da população integrante das classes A/B e C, com um crescimento expressivo da classe C, que cresceu de 38% para 55% desde 2001.

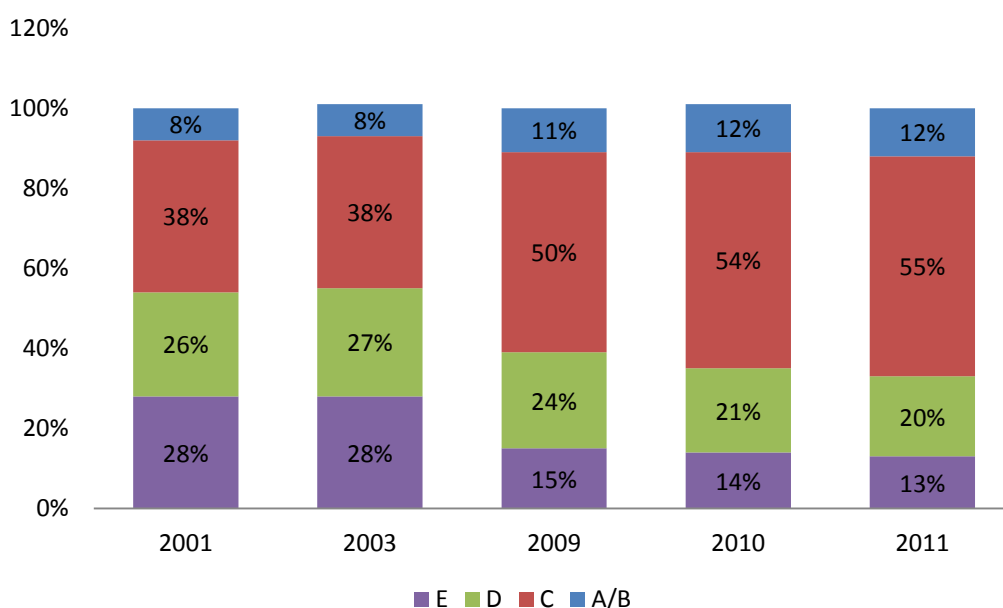


Figura 7 - Distribuição das classes sociais no Brasil
Fonte: IBGE

Além disso, podemos perceber que a classe D e E que somavam em 2001 um total de 54%, em 2011 somavam 33%, uma redução de 21%. Esse efeito de desconcentração de renda da população brasileira foi importantíssimo para o aumento do consumo do país, e consequentemente para o setor de varejo.

➤ Acesso a crédito e consumo

A evolução da concessão de crédito no Brasil tem contribuído para o crescimento do consumo no país. De acordo com dados do Banco Central do Brasil (BCB), o sistema de crédito comprometia em 2011 quase R\$ 1,2 trilhão, e tem crescido a uma taxa anual média de 25%, desde 2004. Atualmente o sistema de crédito brasileiro representa cerca de 48% do PIB, em comparação com 25% em 2004. As Figuras 8 e 9 mostram a evolução do sistema de crédito no Brasil desde 2003.

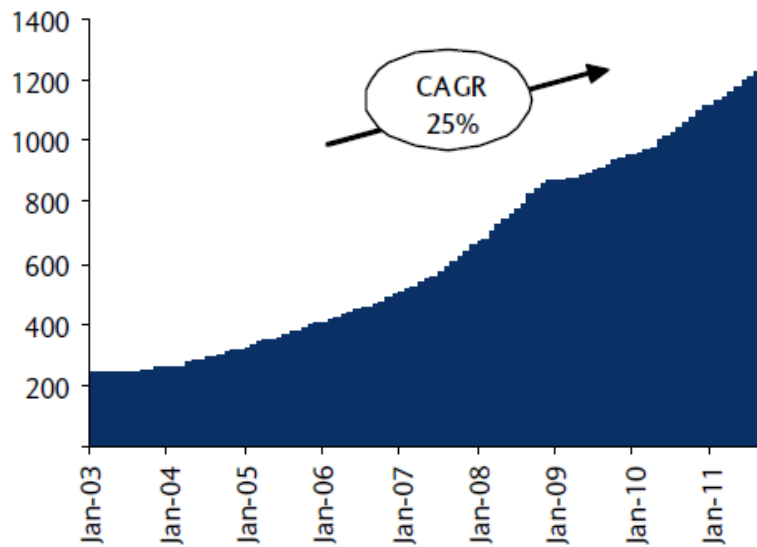


Figura 8 - Sistema de crédito no Brasil (R\$ milhões)
 Fonte: BCB e Barclays (2012)

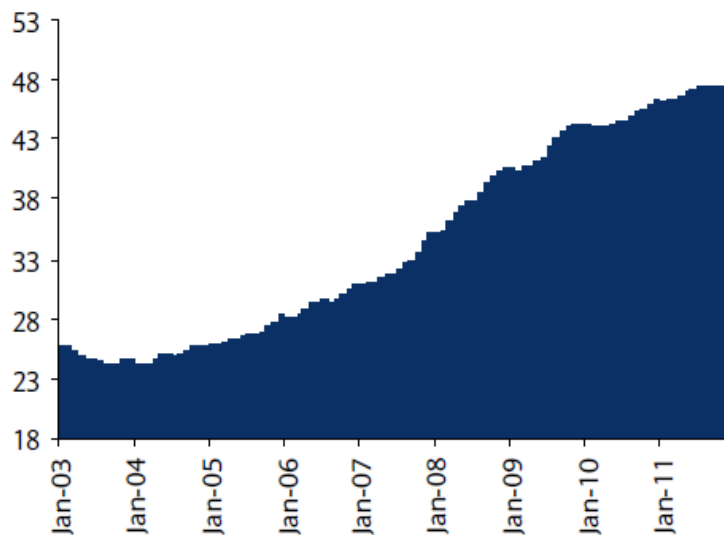


Figura 9 - Sistema de crédito no Brasil (% PIB)
 Fonte: BCB e Barclays (2012)

O aumento do sistema de crédito no país representou um aumento do uso de cartões de crédito e débito como formas de pagamento da população, aumentando a capacidade de consumo. Dentre alguns motivos que facilitaram o crescimento do sistema de crédito do país está a redução da taxa de juros básica da economia, a SELIC, como mostrado na Figura 10.

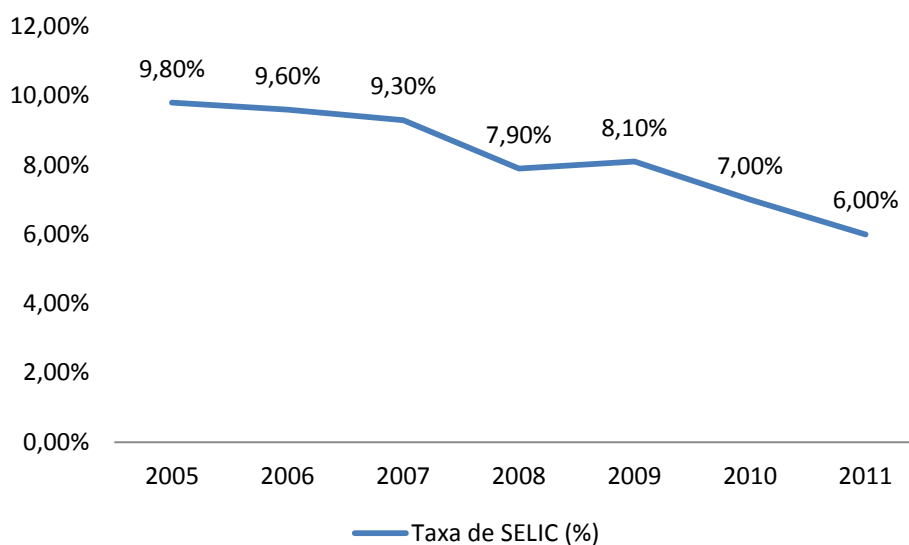


Figura 10 - Evolução da Taxa SELIC
Fonte: BCB

4.3 Resultados financeiros da Lojas Renner SA

Como já mencionado na revisão bibliográfica neste trabalho, por oferecer maior confiança ao investidor, a adoção de boas práticas de governança corporativa tendem a ter impacto sobre a valorização das ações da empresa. Contudo, a empresa precisa apresentar bons resultados financeiros (que não são garantidos por uma boa governança corporativa) para se tornar atrativa para investidores. A boa governança ajuda a minimizar os riscos de que tais resultados sejam manipulados ou não distribuídos de forma equitativa entre os acionistas.

Inicialmente, analisando a evolução do setor de varejo desde 2005 vemos que este teve crescimento expressivo no Brasil devido principalmente a fatores macroeconômicos já mencionados anteriormente no item 4.2 deste estudo. Esse bom cenário para o consumo favoreceu não somente a companhia Lojas Renner, mas também todas as empresas de varejo e consumo em geral, o que fez valorizar os papéis dessas empresas desde 2005.

Em relação à empresa foco deste estudo, pelos dados apresentado na Tabela 5 observamos um forte crescimento da receita total líquida da Lojas Renner desde 2005, principalmente devido ao grande plano de expansão da empresa (estilo tradicional, estilo compacto e *blue steel*), que saiu de 74 lojas em 2005 para um total de 167 lojas em 2011.

Tabela 5 - Evolução dos principais indicadores da companhia

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Receita total Líquida (R\$ mil)	1.202	1.436	1.931	2.183	2.364	2.751	3.239
N° de Lojas	74	81	95	110	120	134	167
Ticket Médio (R\$)	98	104	107	113	122	132	146
Crescimento Receita na mesma loja	14,50%	16,70%	8,50%	2,70%	1,40%	10,30%	7,20%
Margem Operacional (consolidado)	12,00%	11,90%	14,30%	12,50%	13,60%	15,60%	16,10%
Valor a Mercado (Mkt Cap) – R\$ milhares	1.822	3.733	4.377	1.905	4.789	6.900	5.946
Dívida Líquida - R\$ milhares	76	90	86	260	39	24	388
Valor da Companhia - R\$ milhares	1.746	3.643	4.291	1.646	4.750	6.876	5.558

Fonte: Relatórios Anuais da empresa

A Figura 11 compara a evolução do ticket médio (valor médio dos produtos das Lojas Renner) com a inflação. De acordo com a figura, verifica-se que apenas em 2007 e 2008 o ticket médio foi abaixo da inflação, os outros anos este foi acima. Isso pode ser explicado por uma mudança no mix dos produtos vendidos e por um reajuste maior dos preços dos produtos da empresa.

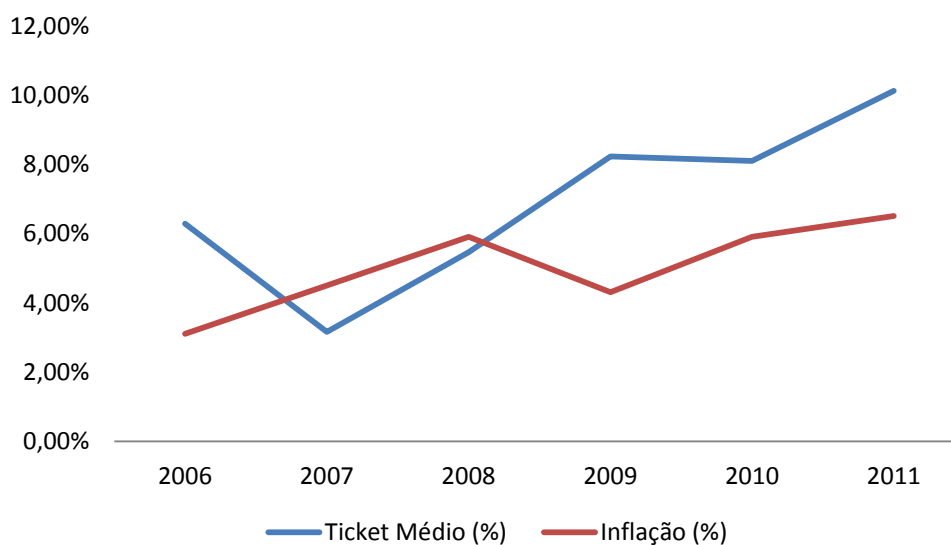


Figura 11 - Evolução do Ticket Médio e inflação
Fonte: Relatório anual 2011 da Lojas Renner e IBGE

Um indicador bastante usado no setor de varejo é a Receita Líquida nas mesmas lojas, que mede o aumento de receitas advindas da capacidade instalada existente, ignorando aquela advinda da abertura de novas lojas. Desde 2005, observamos que este indicador tem aumentado a uma taxa média expressiva de 8,8% a.a..

Além disso, na Figura 12 é mostrada a evolução do Resultado Operacional, ou *Earnings Before Interest and Taxes* (EBIT), da empresa de 2005 até 2011. Observa-se que este indicador tem evoluído positivamente desde 2005, com queda apenas no ano de 2008, ano da crise financeira dos Estados Unidos (EUA). É importante lembrar que este resultado operacional é da companhia Lojas Renner consolidado, e não apenas o setor de varejo da empresa. Dessa forma, neste indicador está incluso também resultado referente aos produtos financeiros da empresa.

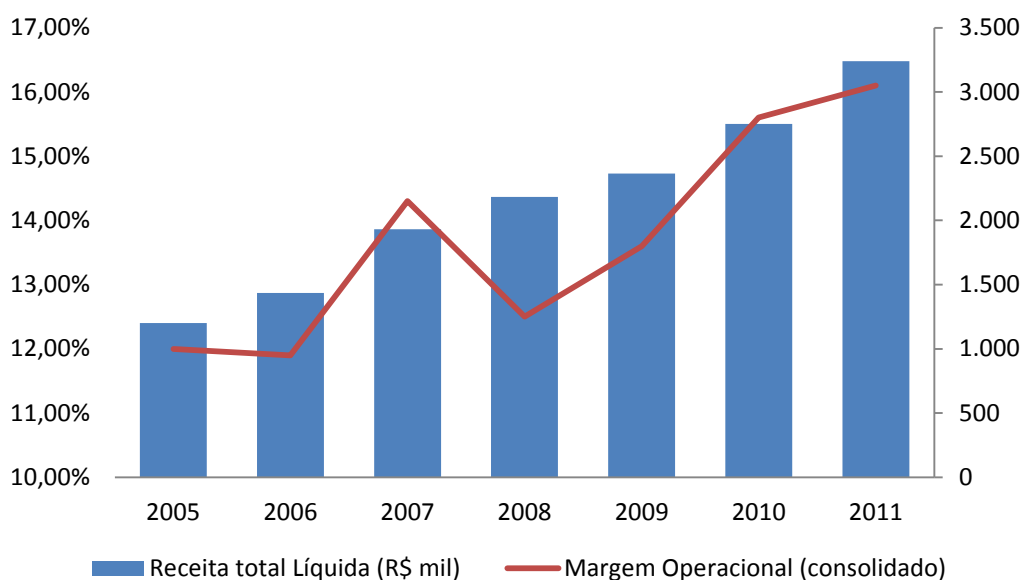


Figura 12 - Evolução da Receita e Margem Operacional
Fonte: Relatório anual 2011 da Lojas Renner

Percebe-se que o aumento da receita total líquida da empresa tem sido maior que o aumento dos custos operacionais da empresa, o que acarretou um aumento da margem operacional da empresa. A melhor eficiência operacional pode ser advinda de ganhos de escala operacional com o crescimento do número de lojas, melhoria na gestão da empresa, venda de produtos com maior contribuição marginal e outros motivos. Pelos dados apresentados na Figura 12, observa-se que a margem operacional passou de 12% em 2005 para 16,1% em 2011.

O valor da empresa é apresentado na tabela 5 sendo igual ao Valor a Mercado (*Market Value*) mais a Dívida Líquida (Dívida Bruta subtraída do Caixa da companhia).

Houve um crescimento do valor da companhia desde 2005, sendo este impulsionada principalmente pela valorização a mercado da cotação das ações da empresa, que em 2005 valia em torno de R\$10, e em dezembro 2011 a ação valia cerca de R\$47.

Além disso, como mostrado na Figura 13, a LREN3 (nome da ação ON da Lojas Renner na BOVESPA) se valorizou mais que os principais índices desde 2005. O IBrX é um índice de empresas brasileiras mais líquidas na Bolsa. É interessante observar que a empresa obteve valorização acima do índice IGC, sobretudo depois de 2008.

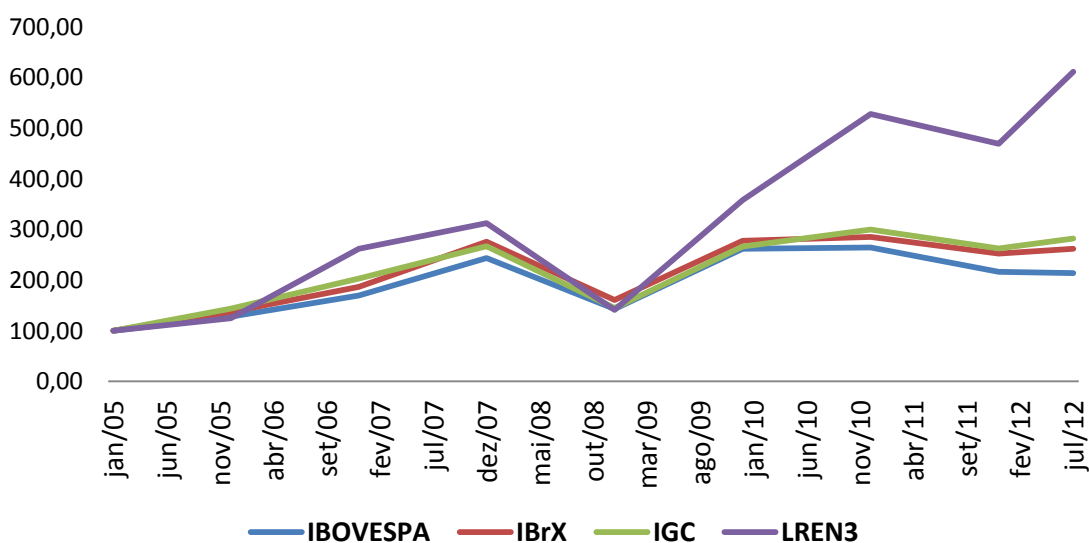


Figura 13 - Evolução dos índices relativos
Fonte: BOVESPA (2012)

A valorização da empresa acima dos principais índices pode ser explicada pelos bons resultados financeiros da empresa que foram impactados pelo ambiente macroeconômico favorável desde 2005 e uma gestão competente e experiente da companhia. Ainda que não possamos discriminar a contribuição de cada um desses fatores, uma análise aprofundada da qualidade da gestão da empresa e de sua governança corporativa é um aspecto importante para explicar a valorização recente da empresa.

4.4 A Governança Corporativa da Lojas Renner SA

Em 2005, quando a Lojas Renner já possuía 64 lojas, a controladora J.C. Penney (uma das maiores redes de lojas de departamentos dos EUA), optou pela venda do controle da companhia através de oferta pública de ações na Bolsa. Dessa forma, a Lojas Renner converteu todas as ações preferenciais (sem direito a voto) em ordinárias (com direito a voto) e aderiu ao segmento do Novo Mercado da BOVESPA como sendo a primeira companhia no Brasil a ter seu capital pulverizado. Vale mencionar que a maioria das

companhias brasileiras mantêm dispersão de, no máximo, 30% do total de ações de sua emissão e a Lojas Renner, após reestruturar-se colocou a venda vinte e um milhões de ações, correspondentes a 96% do seu total.

Assim em 2011 a Lojas Renner comemorou seu sexto ano de operação no modelo de dispersão acionária como presença na listagem do Novo Mercado. Desde 2005 muitas iniciativas foram adotadas de boas práticas de Governança Corporativa, que incluem:

- Membros independentes no Conselho de Administração
- Diferentes executivos na Presidência do Conselho e da Diretoria
- **Conselho Fiscal permanente** – normalmente o conselho fiscal é convocado em casos especiais pela Assembleia Geral e não é permanente, possui prazo de atuação. Contudo, na Lojas Renner esse Conselho Fiscal atua permanentemente. Entre as atribuições estão a fiscalização dos atos dos administradores e a análise das demonstrações financeiras.
- **Comitê de Pessoas** – responsável por avaliar e estabelecer metas para a equipe de pessoal da diretoria e principais executivos da empresa, apoiando assim a gestão
- **Comitê de Remuneração** – estabelece os termos da remuneração e demais benefícios e pagamentos a serem recebidos por conselheiros, diretores e principais executivos, tendo como base as metas de desempenho estabelecidas pelo Conselho de Administração.
- **Comitê de Responsabilidade Social Empresarial e de Sustentabilidade** – sua principal atribuição é elaborar o planejamento e a política de sustentabilidade da Lojas Renner.
- **Comitê de Auditoria e Gestão de Riscos** – responsável pela revisão e supervisão dos relatórios contábeis e financeiros internos, dos processos de controles internos e administração de riscos e das atividades dos auditores externos independentes, examinando os relatórios e pareceres resultantes de tais atividades;
- **Comitê de Prevenção de Perdas** – coordena as atividades ligadas à prevenção de perdas de ativos que possam colocar em risco o patrimônio da empresa, de seus colaboradores ou de clientes. Exemplos: perdas de inventário, quebras operacionais e segurança física ou patrimonial;
- Manual para Participação de Acionistas em Assembleia, regimentos internos próprios para o Conselho de Administração (CA), Conselho Fiscal e Comitê de Pessoas

- **Implementação Formal da Avaliação do Conselho de Administração** – processo realizado anualmente de avaliação do desempenho dos conselheiros durante o ano, feito por uma empresa especializada, que visa obter subsídios para definição dos membros que serão conduzidos a reeleição;
- **Portal do Conselho de administração** – portal criado com intuito de dar maior transparência dos conselheiros aos acionistas: é o lugar onde são postadas todas as informações, documentos, pautas e atas específicas do Conselho de Administração.

Na Figura 14, é apresentada a estrutura atual de governança corporativa da empresa.

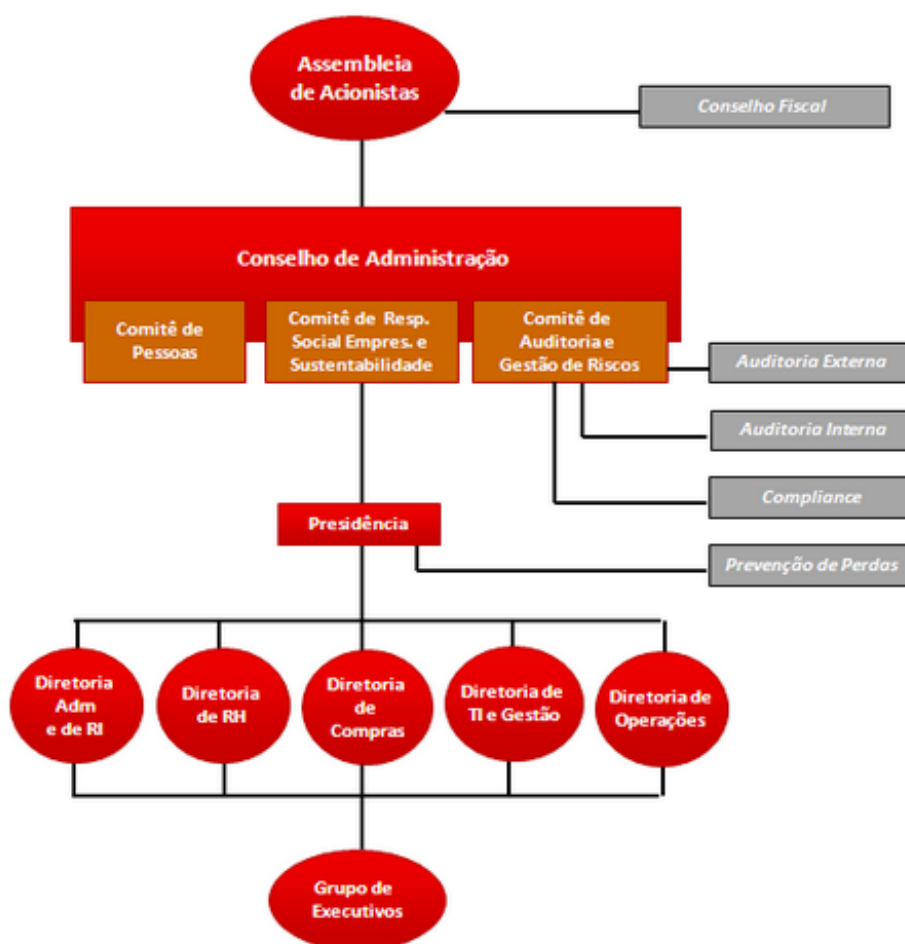


Figura 14 - Estrutura atual de governança corporativa da Lojas Renner
Fonte: Site da empresa (2011)

Os processos de gestão de riscos estão integrados ao sistema de Governança Corporativa e incluem processos de auditoria interna e auditoria externa. Em conjunto, as áreas listadas abaixo orientam o processo de tomada de decisões através de uma avaliação integrada dos riscos e de seus respectivos impactos:

- **Compliance** - assegurar o alinhamento com as diretrizes dos órgãos reguladores de produtos financeiros;
- **Jurídico** - coordenar e monitorar os temas relacionados com regulamentações e legislações vigentes;
- **Prevenção de Perdas** - assegurar o pleno funcionamento do Programa de Prevenção de Perdas, assessorar a gestão e atuar na prevenção e redução das perdas causadas por atos ilícitos e erros administrativos e operacionais.

A composição acionária da empresa mostra na figura 15 evidencia a posição dos acionistas com mais de 5% de ações da companhia e a composição pertencente a Conselho de Administração, Diretoria, Conselho Fiscal e *free float*.

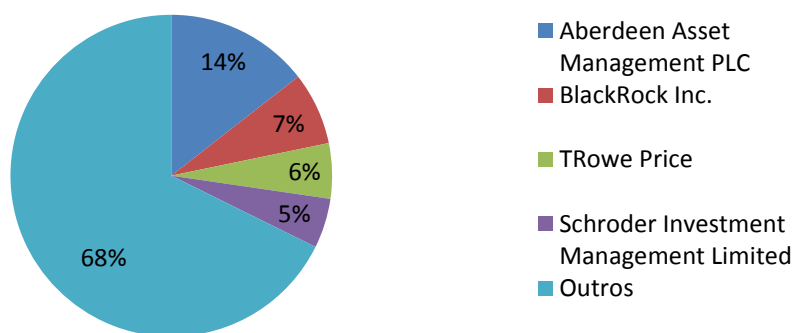


Figura 15 - Composição acionária da Renner
Fonte: Site da empresa (2011)

O *free float* da Lojas Renner em 2011 era de 99,65%, o que mostra claramente a dispersão do controle das ações votantes da empresa. Como já discutido anteriormente, o controle difuso da Renner significa a não existência de um dono para a empresa, que traz vantagens e desvantagens como já discutido anteriormente.

Em relação a proteções contra tomada de controle, a empresa apresenta em seu estatuto uma cláusula de proteção a aquisições hostis, o já discutido *poison pills*. No artigo 42 do Estatuto Social da Lojas Renner S.A. (2012), temos:

Qualquer pessoa ou Grupo de Acionistas que adquira ou se torne titular de ações de emissão da Companhia, em quantidade igual ou superior a 20% (vinte por cento) do total de ações de emissão da Companhia (“Acionista Comprador”) deverá, no prazo máximo de 60 (sessenta) dias a contar da data de aquisição ou do evento que resultou na titularidade de ações em quantidade igual ou superior a 20% (vinte por cento) do total de ações de emissão da Companhia, realizar ou solicitar o registro de, conforme o caso, uma OPA da totalidade das ações de emissão da Companhia, observando-se o disposto na regulamentação aplicável da CVM, os regulamentos da BM&FBOVESPA e os termos deste Artigo. (Estatuto Social de Lojas Renner S.A., 2012)

Assim, o gatilho neste caso é de 20%. Em relação ao preço de aquisição na OPA, o Parágrafo 2º do artigo 42 afirma que não poderá ser inferior a (i) valor econômico da ação apurado em laudo de avaliação; (ii) 120% do preço de emissão das ações em qualquer aumento de capital mediante distribuição pública ocorrido no período de 24 meses anterior a realização da OPA; (iii) 120% da cotação unitária média das ações de emissão da Companhia durante o período de 90 dias anterior a realização da OPA em que houver o maior volume de negociações das ações de emissão da Companhia.

Como já discutido, as *poison pills* como exemplo de boas práticas de governança corporativa constituem um assunto polêmico. De acordo com pronunciamento feito pela companhia a respeito do assunto, tem existido uma confiança dos acionistas na gestão independente dos negócios da companhia, e que estas disposições os protegem assim de uma tomada de controle via mercado, o que frustraria a expectativa dos acionistas de uma gestão independente (ODA, 2010). Em relação ao caráter pétreo das *poison pills* na empresa, a companhia pronunciou que é importante considerar que, em empresas de capital pulverizado, a maioria em assembleias pode significar uma pequena parcela do capital, tendo em vista a dificuldade de se reunirem acionistas nos conclaves. Dessa forma, o caráter pétreo ajudaria a garantir a proteção aos acionistas como um todo (ODA, 2010).

Outro aspecto da Governança Corporativa é que, para alinhar os interesses dos Administradores com os Acionistas, a Lojas Renner conta com a participação dos executivos nos resultados e com o Plano de Opções de Compra de Ações (POCA). O POCA abrange membros da Diretoria e principais executivos da Companhia. Desde o início do Plano, já foram outorgadas 6.622,8 mil opções de compra, equivalentes a 5,39% do total de ações da Companhia. Como explicado anteriormente, estes mecanismos auxiliam o alinhamento de interesses entre executivo e acionistas.

A Lojas Renner obteve em 2011 e 2012 as premiações dadas pela Revista Magazine para o setor de Consumo & Varejo da América Latina, mostradas na Tabela 6.

Tabela 6 - Premiações dos executivos da empresa

Qualidade dos executivos da empresa	
2011	<ul style="list-style-type: none"> - Melhor CEO: José Galló (eleito 1º lugar pelo Sell Side e 2º pelo Buy Side) - Melhor CFO: Adalberto Santos (eleito 2º lugar pelo Sell Side e Buy Side) - Melhor Profissional de RI: Paula Picinini (eleita 1º lugar pelo Sell Side e Buy Side)
2010	<ul style="list-style-type: none"> - Melhor CEO: José Galló (nomeado pelo Buy Side) - Melhor Profissional de RI: Paula Picinini (nomeado pelo Sell Side) - Melhor Programa de RI: Lojas Renner (nomeado pelo Sell Side e Buy Side)

Fonte: Site da empresa (2011)

O relatório com as premiações e reconhecimentos que a empresa obteve desde 2005, referentes à boa governança corporativa, estão listadas nas Tabelas 7 e 8.

Tabela 7 - Reconhecimentos e Premiações da Lojas Renner (2010 a 2012)

Reconhecimentos e Premiações (2010 – 2012)	
2012	<p>Entre os 5 finalistas no Premio do IR Magazine/IBRI na categoria Governança Corporativa</p> <p>Melhores e Maiores Exame 2012 - A melhor do Varejo</p>
2011	<p>Ranking da Institutional Investor Magazine para o setor de Consumo & Varejo da América Latina:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Melhor Programa de RI: Lojas Renner (eleito 1º lugar pelo Sell Side e Buy Side) - Melhor CEO: José Galló (eleito 1º lugar pelo Sell Side e 2º pelo Buy Side) - Melhor CFO: Adalberto Santos (eleito 2º lugar pelo Sell Side e Buy Side) - Melhor Profissional de RI: Paula Picinini (eleita 1º lugar pelo Sell Side e Buy Side) <p>4º Destaque do Ranking Agência Estado - Econômica de 2010. Prêmio W. Friederich 2010, Melhor Reunião Apimec Sul. Prêmio Valor 1000 - 2011 Comércio Varejista. Prêmio As Melhores da Dinheiro 2011 do setor de Varejo. Considerada a 11ª marca mais valiosa do Brasil pela Interbrand Brasil, que divulgou o Ranking Interbrand das Marcas Brasileiras mais Valiosas de 2011. Terceiro lugar no ranking "As Melhores Companhias para os Acionistas" da Revista Capital Aberto, na categoria de valor de mercado entre R\$ 5 bilhões e R\$ 15 bilhões. Prêmio de Melhor Governança Corporativa no IR Magazine Brazil Awards e entre os finalistas em 6 outras categorias:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Grand Prix do Melhor Programa de Relações com Investidores; - Melhor desempenho em relações com investidores por um CEO ou CFO (large cap) - José Galló; - Melhor executivo de relações com investidores (large cap) - Paula Picinini; - Melhor website de relações com investidores (large cap); - Melhor encontro com a comunidade de analistas de investimentos (large cap); - Melhor "Conference Call" (large cap).
2010	<p>1º Lugar no setor de Consumo e Varejo da América Latina, pela Institutional Investor Magazine, nas categorias:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Melhor CEO: José Galló (nomeado pelo Buy Side) - Melhor Profissional de RI: Paula Picinini (nomeado pelo Sell Side) - Melhor Programa de RI: Lojas Renner (nomeado pelo Sell Side e Buy Side) <p>1º Lugar - As Empresas mais admiradas no Brasil 2010 - setor de Varejo Têxtil, pela Revista Carta Capital. Primeiro lugar no ranking "As Melhores Companhias para os Acionistas" da Revista Capital Aberto, na categoria de valor de mercado de até R\$ 5 bilhões. Prêmio As Melhores da Dinheiro 2010 nas categorias:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Setor de Varejo - Governança Corporativa <p>Entre os 5 finalistas no Premio do IR Magazine/IBRI nas categorias:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Governança Corporativa - Melhor Programa de Relações com Investidores (empresas "large-cap") <p>Considerada a 10ª marca mais valiosa do Brasil pela Interbrand Brasil, que divulgou o Ranking Interbrand das Marcas Brasileiras mais Valiosas de 2010. Troféu do Instituto Ibero-Brasileiro de Relacionamento com o Cliente de "Melhor Atendimento ao Cliente", pela conquista do 11º lugar no ranking das 25 Melhores Empresas em Atendimento do País, com certificado de Destaque Setorial, por ter ficado em primeiro lugar entre todas as empresas do Setor de Varejo. Foram analisadas 500 empresas de 15 segmentos para este prêmio.</p>

Fonte: Site da empresa (2011)

Tabela 8 - Reconhecimentos e Premiações da Lojas Renner SA (2005 a 2009)

Reconhecimentos e Premiações (2005– 2009)	
2009	<p>Prêmio IBGC de Governança Corporativa - Categoria Empresas Listadas Prêmio Reputação Corporativa da Revista Amanhã Prêmio do IR Magazine/IBRI nas categorias: - Grand Prix do Melhor Programa de Relações com Investidores (empresas "small&mid-cap") - Melhor Executivo de Relações com Investidores (empresas "small&mid-cap") - Paula Picinini - Melhor Website de Relações com Investidores (empresas "small&mid-cap") Entre os 5 finalistas no Premio do IR Magazine/IBRI nas categorias: - Governança Corporativa - Melhor Encontro com a Comunidade de Analistas (empresas "small & mid-cap")</p>
2008	<p>Prêmio Reputação Corporativa da Revista Amanhã Melhor CEO, segundo melhor CFO e Empresa mais Amigável dos Acionistas pela II Magazine - José Galló e José Carlos Hruby Ranking Agência Estado Empresas (Cias com melhor desempenho do ponto de vista do acionista) Entre os 5 finalistas no Premio do IR Magazine/IBRI na categoria Governança Corporativa Primeiro lugar no ranking "As Melhores Companhias para os Acionistas" da revista Capital Aberto, na categoria de valor de mercado de até R\$ 5 bilhões.</p>
2007	<p>Prêmio de Governança Corporativa do IBGC - Categoria Inovação Melhor CEO, CFO e Empresa mais Amigável dos Acionistas pela II Magazine José Galló e José Carlos Hruby Entre os 5 finalistas no Premio do IR Magazine/IBRI na categoria Governança Corporativa</p>
2006	<p>Entre os 5 finalistas no Premio do IR Magazine/IBRI na categoria Governança Corporativa</p>
2005	<p>Prêmio Bovespa - Listagem de Empresa Prêmio de Governança Corporativa do IBGC - Categoria Inovação</p>

Fonte: Site da empresa (2011)

Pela análise feita, percebe-se que a governança corporativa da Lojas Renner SA tem sido reconhecida pelo mercado por meio das várias premiações recebidas pela empresa, sendo caracterizada por:

- *Free float* de 100% em ações ordinárias;
- Listagem no Novo Mercado da Bovespa;
- Conselho de Administração com seis, de seus oito componentes, independentes;
- Diferentes Executivos da Presidência do Conselho e da Diretoria;
- Conselho Fiscal Permanente;
- Comitê de Remuneração;
- Interesse da administração alinhado com o dos acionistas - plano de opções de compra de ações e participação nos resultados;

- Mecanismos de incentivo à dispersão acionária;
- Mecanismo de proteção aos acionistas em caso de *takeover*;
- Portal do Conselho de administração;
- Comitê de Responsabilidade Social Empresarial e de Sustentabilidade (um conselheiro independente e dois diretores);
- Secretário do Conselho;
- Implementação Formal da Avaliação do Conselho de Administração.
- Primeira empresa a fazer pedido público de procuração (inst. CVM 481)

5. CONCLUSÃO

Neste capítulo serão apresentadas as conclusões obtidas a partir da revisão bibliográfica e análises desenvolvidas neste trabalho.

Foram evidenciadas as mudanças no arcabouço institucional ocorridas no Brasil a partir de 2001 em direção favorável a governança corporativa, sendo importante destacar a criação dos segmentos de governança corporativa diferenciada na BOVESPA e a mudança da Lei das SAs de 2001, cuja principal inovação foi a previsão do *tag along* no artigo 254-A.

Em modelos de estrutura de propriedade de controle pulverizado ou definido, existem problemas de agência distintos do modelo de propriedade com controle definido. Em países com mercado de capitais avançado, como nos Estados Unidos e Inglaterra, há uma predominância de empresas com controle pulverizado, onde o conflito de agência tende a ocorrer entre os acionistas e administradores da companhia, resultante da separação entre controle e gestão. Em mercados com capitais menos avançados, como no Brasil, existe uma predominância de empresas com controle definido, e o conflito de agência ocorre entre os acionistas majoritários e minoritários.

A governança corporativa tem a capacidade de minimizar o problema de agência ou conflito de interesses entre acionistas ou entre acionistas e executivos. Dessa forma, a governança corporativa precisa ser analisada levando em conta o modelo de estrutura vigente para que as boas práticas estejam adequadas e sejam bem vistas pelo mercado.

Ainda que a estrutura de propriedade dominante no Brasil seja a com controle definido, desde 2005 começou a surgir no Brasil empresas sem controle definido ou empresas de Mercado ou com controle pulverizado. Nesse caso, o principal problema de agência potencial é entre acionistas e o executivo, e existe o risco que a empresa tenha um Conselho de Administração fraco manipulado por executivos que possuam maior domínio dos assuntos da empresa (assimetria informacional).

Neste contexto surgem as *poison pills*, mecanismo criado nos Estados Unidos com o objetivo de proteção contra tomadas hostis em empresas de controle pulverizado. Contudo, de acordo com a literatura, existe ainda controvérsias sobre a eficiência desse mecanismo. Além disso, as *poison pills* no Brasil têm assumido características diferentes dos Estados Unidos, elas têm sido mais rigorosas sem aparente justificativas para tal, dado que no Brasil não temos histórico de tomadas de controle hostis e em muitos casos as empresas que adotam este mecanismo possuem estrutura de controle definido.

Estudando os resultados financeiros e a qualidade de governança da Lojas Renner, pioneira no Brasil em ter seu capital pulverizado aberto em bolsa, observa-se que a empresa tem recebido prêmios por sua boa governança corporativa desde 2005 e não tem sido observada nenhuma prática abusiva dos executivos, apesar da adoção de *poison pills* em seu estatuto social. No entanto, a boa governança fica mais evidenciada e necessária em momentos de crise ou de maus resultados da empresa, quando os executivos podem ficar tentados a manipular os dados e as Lojas Renner vem passando por uma fase de bons resultados beneficiada pelo bom momento da economia brasileira. Em relação aos resultados financeiros, estes têm evoluído positivamente, com crescimento expressivo de receita líquida e margem operacional (de 12% para 16,1% desde 2005). Contudo não é possível atribuir a alta valorização das ações da empresa somente a sua boa governança corporativa, mas principalmente aos bons resultados financeiros da empresa que tem sido influenciados pelas condições macroeconômicas favoráveis do país e pela gestão experiente e competente da empresa.

Finalmente, podemos concluir que temos pouco histórico da adoção das *poison pills* no Brasil, mas é importante estar atento sobre o risco que este mecanismo traz de proteção de executivos incompetentes e sem ética que podem manipular um Conselho de Administração fraco. Um fortalecimento e maior competência dos membros dos Conselhos de Administração é um caminho para evitar tal problema, mas o Brasil ainda precisa percorrer um longo caminho em direção a melhoria dos Conselhos de Administração de empresas, que ainda estão passando por processos de profissionalização de gestão.

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

BANCO CENTRAL DO BRASIL, disponível em <<http://www.bcb.gov.br/>>. Acessado em 25 nov. 2012

BARCLAYS CAPITAL, **Latin America Retail: A Global view of Brazilian Retail**, 2012.

BICALHO DE SÁ, K V, **Corporate Governance – a focus on the human dimension of business**. The Second International conference on **Corporate Governance** in emerging Markets. Sao Paulo, Brasil, 2008

BNDES, **Governança Corporativa: Uma Análise de sua Evolução e Impactos no Mercado de Capitais Brasileiro**, 2004.

BOOZ&CO e IBGC, **Panorama da Governança Corporativa no Brasil**. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. – São Paulo, SP: IBGC, 2009.

BOVESPA, disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br/>>. Acessado em 10 nov. 2012.

CARVALHAL DA SILVA, A. L.; LEAL, R. P. C. **Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil**. . Revista Brasileira de Finanças, vol. 3, n. 1, p. 1-18. 2005.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, disponível em < <http://www.cvm.gov.br/>>. Acessado em 10 \nov. 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Parecer de orientação n.º 36**, de 23 de junho de 2009. Disponível em < <http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 23 out. 2012.

DA SILVEIRA, A. M. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: Determinantes e relação com o desempenho da empresa**. Universidade de São Paulo: Tese de Doutorado. 2004.

DAMI, A B T; ROGERS, P; RIBEIRO K C S; SOUSA, A F. **Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade no Brasil: Causas e Consequências**. 2009. Disponível em < <http://www.pablo.prof.ufu.br/artigos/ebf3.pdf> >. Acesso em: 10 nov. 2012.

DE LIMA, G A. S. F.; LIMA, I S.; FÁVERO, L P. L.; GALDI, F C. **Influência do Disclosure Voluntário no Custo de Capital de Terceiros**. São Paulo, 2007.

DYNAMO – Administração de Recursos Ltda. **Carta Dynamo 32: A nova Lei das S/A: avanços, ausências e problemas**. 3º trimestre de 2001.

DYNAMO– Administração de Recursos Ltda. **Carta Dynamo 52: Dispersão e Concentração – Tema Revisado**. 4º trimestre de 2006.

ESTATUTO SOCIAL DA LOJAS RENNER S.A., disponível em <http://www.mzweb.com.br/renner/web/default_pt.asp?idioma=0&conta=28>. Acessado em 12 nov. 2012.

FORTUNA E.L.P. **Governança Corporativa no Sistema Bancário – uma visão orientada aos depositantes, credores e a sociedade**. Instituto COPPEAD da Universidade Federal do Rio de Janeiro. Tese de Doutorado. 2007.

GORGA, E. . **As supostas “Poison pills” do Brasil e as dos EUA**. 2008. Disponível em <<http://www.fazenda.gov.br/resenhaeletronica/MostraMateria.asp?page=&cod=478756>>. Acesso em: 30 de out. 2012.

GORGA, E.. **Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries**. Forthcoming Northwestern Journal of International Law & Business. 2009. Disponível em < http://extranet.isnie.org/uploads/isnie2009/gorga.Gorga_Final_Isnie.pdf >. Acesso em: 30 out. 2012.

IBGC. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 4. ed. São Paulo: IBGC, 2009.

IBGC. **Mecanismos de defesa à tomada de controle**. Série Carta Diretriz, 2. 2009.

LAMEIRA, Leonardo. **Volatilidade dos mercados e planos de opções de ações**. Informativos Publicitários, Capital Aberto. 2008. Disponível em < http://www.capitalaberto.com.br/ler_artigo.php?pag=2&sec=25&i=2099>. Acesso em: 26 nov. 2012

LEAL, R P C; SILVA, A L C; VALADRES, S M. **Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto**. 2002. Disponível em < http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S1415-65552002000100002&script=sci_arttext >. Acesso em: 20 out. 2012.

LOPES, B S. **Efeitos da adoção de Planos de Opções de Compra de Ações sobre o valor das empresas brasileiras no período 2002-2009**. Dissertação de Mestrado em Economia Aplicada. Dissertação de Mestrado em Economia Aplicada da UFJF. 2009

LA PORTA, R., LOPEZ DE SILANES, F., SHLEIFER, A., VISHNY, R.. **Investor protection and corporate governance**. Journal of Financial Economics 58, 3-27. 2000

MARTINS, H C; RODRIGUES, S B . **Atributos e Papéis dos Conselhos de Administração das Empresas Brasileiras**. Revista de Administração de Empresas – RAE, Rio de Janeiro, v. 45,edição especial Minas Gerais, 2005.

MONTEIRO, Marco Antônio Papera. **Um estudo sobre a utilização de “Poison pills” no Brasil**. 2008. Dissertação (Mestrado) – Universidade Cândido Mendes, Rio de Janeiro, 2008.

ODA, P. **Por que a sua companhia adota cláusula pétrea no estatuto?**. Revista Capital aberto. 2010. Disponível em < <http://www.capitalaberto.com.br/downloadi.php?i=c6a01432c8138d46ba39957a8250e027&id=3129&op=1>> Acessado em: 14 nov. 2012

OKIMURA, R. T. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil**. São Paulo, 2003. Dissertação de Mestrado apresentada a FEA/USP.

Relatório Anual 2011 da Lojas Renner, disponível em <
http://www.mzweb.com.br/renner/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=21082>.
Acessado em 10 nov. 2012.

Relatório Anual 2011 da Guarapes, disponível em <
http://www.mzweb.com.br/guararapes/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&tipo=19897&conta=28&submenu=3&img=19882>. Acessado em 10 nov. 2012.

Relatório Anual 2011 da Lojas Americanas, disponível em <
<http://ri.lasa.com.br/informacoes-financeiras/destaques-financeiros>>. Acessado em 10 nov. 2012.

Relatório Anual 2011 da Lojas Americanas, disponível em <
<http://hering.riweb.com.br/list.aspx?idCanal=UWvEAjFVXv97s6IUfmbAlw==>>. Acessado em 10 nov. 2012.

Relatório Anual 2011 da Lojas Americanas, disponível em <
<http://hering.riweb.com.br/list.aspx?idCanal=UWvEAjFVXv97s6IUfmbAlw==>>. Acessado em 10 nov. 2012.

Relatório Anual 2011 da Magazine Luiza, disponível em <
http://magazineluiza.infoinvest.com.br/ptb/323/Demonstra%E7%F5es_Financeiras_Anuais_Completas_2011-na.pdf>. Acessado em 10 nov. 2012.

Relatório Anual 2011 da Restoque, disponível em <
http://www.restoque.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=41551>. Acessado em 10 nov. 2012.

Relatório Anual 2011 da Marisa, disponível em <
http://www.mzweb.com.br/marisa/web/conteudo_pt.asp?tipo=10548&id=0&idioma=0&conta=28&submenu=&img=&ano=2011>. Acessado em 10 nov. 2012.

Relatório Anual 2011 da Technos, disponível em <
<http://www.grupotechnos.com.br/resultados>>. Acessado em 10 nov. 2012.

RUDGE, P. **As *Poison pills* Podem ser Entendidas como um Bom Princípio de Governança?**. Revista Capital Aberto, São Paulo, fevereiro de 2008.

SANTOS, R L, VERNE, R M, POSTALI, F S. **Estruturas de propriedade piramidais e seus efeitos sobre o valor de mercado das companhias brasileiras que abriram capital no período 2004-2007**. 2009.

SILVEIRA DI MICELI, A. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. 2004. Tese de Doutorado – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

SILVEIRA DI MICELI, A. **Os Mitos da Governança Corporativa no Brasil**. 2008. Disponível em <
http://www.capitalaberto.com.br/ler_artigo.php?pag=2&i=2250&sec=13>. Acesso em: 01 nov. 2012.

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

VIEIRA, J; MARTINS, E; FÁVERO, L P L. ***Poison pills*** no Brasil: um estudo exploratório. 2007. Disponível em: < <http://www.scielo.br/pdf/rcf/v20n50/v20n50a02.pdf>>. Acesso em: 03 set. 2009.