

Universidade Presbiteriana Mackenzie
Centro de Ciências Sociais e Aplicadas
Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas

**O processo da dispersão de capital no Brasil sob a perspectiva
da governança corporativa: Um estudo de casos múltiplos**

Heloisa Belotti Bedicks

São Paulo

2008

Livros Grátis

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.

Heloisa Belotti Bedicks

**O processo da dispersão de capital no Brasil sob a perspectiva
da governança corporativa: Um estudo de casos múltiplos**

**Dissertação apresentada ao Programa de
Pós-graduação em Administração de
Empresas da Universidade Presbiteriana
Mackenzie para a obtenção do título de
Mestre em Administração de Empresas**

Orientador: Prof. Dr. Lucas Ayres Barreira de Campos Barros

São Paulo

2008

Reitor da Universidade Presbiteriana Mackenzie

Professor Dr. Manassés Claudino Fonteles

Decano de Pesquisa e Pós-Graduação

Professora Dra. Sandra Maria Dotto Stump

Diretor do Centro de Ciências Sociais e Aplicadas

Professor Dr. Moisés Ari Zilber

**Coordenadora do Programa de Pós-Graduação em Administração de
Empresas**

Professora Dra. Darcy Mitiko Hanashiro

Ao Gunnar e a Flávia

Agradecimentos

Ao Deus onisciente, criador do Universo, que com sua bondade e misericórdia permitiu que eu chegasse até aqui.

Ao Prof. Dr. Lucas Ayres Barreira de Campos Barros, meu orientador, pelo aprendizado nas suas disciplinas, pelas oportunidades oferecidas para o meu desenvolvimento intelectual desde o início do curso de mestrado, pelas revisões, sugestões e aprimoramento deste trabalho. Minha amizade e admiração pelo seu exemplo de dedicação acadêmica.

Ao Prof. Dr. Luiz Nelson Guedes de Carvalho, membro da banca, amigo e incentivador, pelas valiosas críticas e sugestões que engrandeceram esta dissertação. Minha admiração e respeito pela vida acadêmica e pela representação do Brasil no exterior.

Ao Prof. Dr. Diógenes Manuel Leiva Martin, membro da banca, pelo aprendizado nas suas disciplinas da pós-graduação e pela pronta disposição em participar das bancas de qualificação e defesa.

Ao Prof. Dr. Alexandre Di Micelli da Silveira, amigo e profissional que admiro pela dedicação acadêmica e à causa da governança corporativa, pelas incontáveis discussões, críticas e revisões em todas as etapas desta dissertação

Ao Conselho de Administração do IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, que permitiu que parte da minha jornada de trabalho fosse investida nesse aprimoramento intelectual. Nas pessoas do presidente do Conselho de 2007, José Guimarães Monforte e de 2008, Mauro Rodrigues da Cunha, meus agradecimentos pelo incentivo, apoio e discussões que enriqueceram esse trabalho.

Aos administradores e representantes das empresas integrantes dos estudos de casos, que me receberam para as entrevistas e tiveram participação fundamental na elaboração do presente estudo.

Para Maria Helena Santana, ilustre amiga e exemplo de profissional, por quem nutro profunda admiração pela dedicação e entusiasmo à causa da governança corporativa no Brasil e pelo pioneirismo do seu trabalho para o desenvolvimento do Novo Mercado, meus agradecimentos pelas discussões e apoio.

Sou grata ao Gilberto Mifano, João Batista Fraga, Wang Horng, Dilma Eguchi e Patrícia Pellini, profissionais e amigos, que abriram espaço em suas agendas para

frutíferas discussões, que contribuíram para o aprimoramento deste trabalho. Minha admiração pelo trabalho que desempenham na Bovespa.

Aos colaboradores do IBGC, que me apoiaram e incentivaram, principalmente ao Luiz Fernando Dalla Martha que me acompanhou nas entrevistas, participou das discussões e esteve sempre pronto a colaborar. A Máira Sardão e ao Douglas Martins também do IBGC pela colaboração com as revisões e gráficos.

Aos meus colegas da pós-graduação, que se tornaram amigos e fizeram com que os momentos críticos se tornassem mais leves. Meus agradecimentos especiais ao Carlos Marcelo Lauretti, a quem todos nós devemos gratidão pela imensa colaboração com seus conhecimentos de informática.

Aos meus familiares, mãe, sogra, irmã, sobrinhos, tias, prima e cunhadas que oraram por mim, me incentivaram e deram carinho nos momentos de tensão.

Por fim, ao meu marido Gunnar, meu porto seguro, a quem além de amor, tenho respeito e admiração pela capacidade profissional e pela dedicação a vida acadêmica e, a Flávia, nossa filha, presente de Deus que alegra nossas vidas e ilumina o nosso lar.

Resumo

A estrutura de propriedade das empresas é um aspecto chave para a discussão da temática da governança corporativa. Esta dissertação analisa, por meio de estudos de casos, as empresas brasileiras pioneiras na adoção de estruturas societárias dispersas, sem a figura de um acionista controlador ou bloco de controle. O trabalho possui dois objetivos principais: identificar os fatores motivadores que levaram estas empresas a adotarem tal estrutura de propriedade e as principais alterações ocorridas pós-mudança societária, principalmente em relação às práticas de governança corporativa adotadas. Em função do movimento de pulverização de capital ainda ser muito recente no Brasil, o trabalho se justifica pela escassez de estudos similares no país e em empresas com estruturas pulverizadas de outras economias emergentes. O trabalho analisou casos de seis empresas nacionais, por meio de entrevistas em profundidade conduzidas com base em um questionário padrão, análise de relatórios corporativos e outros dados secundários. O trabalho apresenta dois resultados principais: em relação às motivações, observou-se que uma janela de mercado favorável, aliada ao desejo de saída dos antigos controladores, constituiu-se no fator motivador preponderante da maior parte das empresas analisadas. Em relação às mudanças nas práticas de governança corporativa, observou-se um impacto substancial no relacionamento com os acionistas após a reconfiguração societária, principalmente na participação destes nas assembleias das companhias. Além disso, como resultado geral constatou-se também que a estabilidade do cenário macro-econômico brasileiro está permitindo que o mercado de capitais cumpra o seu papel de financiar o crescimento de novas empresas. Nesse contexto, observa-se que essa forma de estrutura societária pode ser um novo modelo empresarial brasileiro, ao invés da tradicional estrutura concentrada. Entretanto, não fica claro se esta opção tornou-se viável apenas por um momento de certa "euforia" do mercado. Portanto, a viabilidade desta estrutura ainda precisará ser "testada" ao longo do tempo, o que deverá ocorrer em momentos de depressão do mercado acionário e em função da evolução do desempenho destas empresas pioneiras, que terão seus momentos críticos na tomada de grandes decisões empresariais e na substituição de suas lideranças.

Palavras-chaves: pulverização de capital, propriedade dispersa, governança corporativa, estudo de caso e teoria da agência.

Abstract

A company's ownership structure is a key aspect of the corporate governance discussion. This dissertation analyzes, through case studies, pioneering companies in Brazil which adopted dispersed control structures without any controlling shareholder individual or group. This study has two main aims: identifying the reasons that led those companies to adopt such ownership structures and the main changes that occurred after those changes, especially with respect to the companies' governance practices. Since dispersed control is a very recent movement in Brazil, this dissertation is justified by the scarcity of similar studies in the country and in dispersed control companies in other emerging economies. The study analyzed six Brazilian company cases, through detailed interviews based on a standard questionnaire, analysis of corporate reports, and other data. Two main reasons emerged from the study: a favorable market window coupled with the former controllers' desire to leave, were found to be the main drivers for most companies analyzed. With regard to changes to corporate governance practices, a substantial impact was noticed on their relations with shareholders following the change in company control, particularly their general meeting attendance. Moreover, it was also determined that the stability in Brazil's macroeconomic scenario has enabled the capital market to play its role of financing the growth of new companies. In this context, this kind of company structure may become a new Brazilian corporate model, replacing the traditional concentrated structure. However, it is not clear whether this option has become feasible just for a short moment of excitement of the market. The feasibility of this structure, therefore, needs further time testing, especially during periods of depression at the stock market, and in assessing the evolution of these pioneering companies' performance, as they will be facing critical moments when making important corporate decisions and replacing their leaders.

Key words: Dispersed capital control, dispersed ownership, corporate governance, case study, and agency theory

Sumário

Capítulo 1	10
O Problema de Pesquisa	10
1.1. Introdução e Formulação da Situação – Problema	10
1.2. Objetivos.....	22
1.3. Justificativa da Pesquisa	23
1.4. Delimitação.....	24
Fundamentação Teórica	26
2.1. Teoria da Agência e Estrutura de Propriedade.....	26
2.2. Governança Corporativa	28
2.3. Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade no Mundo.....	31
2.4. Governança Corporativa no Brasil.....	35
2.5. Sociedades Anônimas e a Evolução da Legislação Societária no Brasil.....	39
2.6. Dispersão X Concentração do Capital.....	44
Capítulo 3	52
Metodologia da Pesquisa.....	52
3.1. Método Utilizado e Análise dos Dados.....	52
3.2. Seleção das Empresas Estudadas	54
Capítulo 4	57
Análise Geral.....	57
4.1. Empresas Objeto do Estudo	57
4.1.1. CREMER S.A.	57
4.1.2. EMBRAER S.A.....	71
4.1.3. ETERNIT S.A.	84
4.1.4. GAFISA S.A.	96
4.1.5. INVEST TUR S.A.....	105
4.1.6. LOJAS RENNER S.A.	119
Capítulo 5	133
Síntese dos casos	133
5.1. Processo de pulverização	133
5.2. Destinação dos recursos	137
5.3. Custos e benefícios	137
5.4. Implicações da estrutura pulverizada nas práticas de governança	138
5.4.1. Acionistas.....	138
5.4.2. Conselho	139
5.4.3. Gestão	140
5.4.4. Remuneração dos administradores.....	140
5.5. Mecanismos de Proteção da base acionária - Poison Pills	141
5.6. Dividendos	143
5.7. Implicações nas mudanças na liquidez e valor das ações	143
Considerações Finais	147
Referências Bibliográficas	150
APÊNDICE A: Roteiro da entrevista	156
APÊNDICE B: Mecanismo de proteção da base acionária	159
APÊNDICE C: CREMER – Indicadores econômico-financeiros.....	161
APÊNDICE D: EMBRAER – Indicadores econômico-financeiros	169
APÊNDICE E: ETERNIT – Indicadores econômico-financeiros.....	175
APÊNDICE F: GAFISA – Indicadores econômico-financeiros	182

APÊNDICE G: INVEST TUR– Indicadores econômico-financeiros	189
APÊNDICE H: RENNER– Indicadores econômico-financeiros	190
ANEXO A – LISTAGENS RECENTES	196

RELAÇÃO DE TABELAS

Quadro 1 – Empresas pesquisadas, capital em circulação e principais acionistas	56
Quadro 2: Acionista detentores de mais de 5% das ações – Em 27/03/07	61
Quadro 3: Eternit – Acionistas detentores de mais de 5% das ações em 30 de abril de 2008	87
Quadro 4: Gafisa – Acionistas detentores de mais de 5% das ações em 06 de junho de 2008	98
Quadro 5: Invest Tur – Composição do capital inicial	107
Quadro 6: Invest Tur – Acionistas detentores de mais de 5% das ações em maio de 2008	108
Quadro 7: Renner – Posição acionária antes e depois da oferta pública de ações	122
Quadro 8: Número de empresas na Bovespa	133
Quadro 9: Empresas com % de ações em circulação superior a 50%. Data base: 25/05/08	134
Quadro 10: Restrição de poder de voto e restrição a novas aquisições de ações	139
Quadro 11: Mecanismos de proteção da dispersão da base acionária	142
Quadro 12: Síntese dos casos analisados	145
Quadro 13: Dados gerais das companhias	146

RELAÇÃO DE FIGURAS

Figura 1: Cremer - Estrutura de Capital em março de 2008	61
Figura 2: Posição acionária dos detentores de mais de 5% do capital da empresa em 30 de abril de 2008	75
Figura 3: Embraer – Liquidez em Bolsa	82
Figura 4: Embraer – Indicadores de Mercado	83
Figura 5: Eternit - Número de acionistas em abril de 2008	87
Figura 6: Eternit – Liquidez em bolsa	94
Figura 7: Eternit – Indicadores de mercado	95
Figura 8: Gafisa - Estrutura de capital em março de 2008	99
Figura 9: Renner – Liquidez em Bolsa	131
Figura 10: Renner – Indicadores de Mercado	132

Capítulo 1

O Problema de Pesquisa

1.1. Introdução e Formulação da Situação – Problema

Enquanto grandes empresas nos países anglo-saxões se caracterizam por uma estrutura de propriedade dispersa, a grande maioria das empresas nos demais países, incluindo o Brasil, se caracteriza por uma estrutura de propriedade concentrada, com a figura marcante de um acionista controlador ou bloco de controle (La Porta *et al.*, 1999).

A partir de 2003, mais intensamente depois de 2005, entretanto, uma nova forma de estrutura de propriedade começou a surgir no Brasil: as empresas com estrutura de propriedade pulverizada ou dispersa¹, sem a figura do acionista controlador ou de um bloco de controle definido.

Esse novo tipo de estrutura societária com ações pulverizadas pode se tornar um mecanismo de incentivo ao desenvolvimento do mercado de capitais, proporcionando a compradores novas oportunidades de negócios, e aos ofertantes nova forma de financiamento.

O mercado brasileiro considera as Lojas Renner como a pioneira, quando, em 2005, a então controladora J.C.Penney Brazil Inc. vendeu a totalidade do capital que possuía no mercado acionário e saiu do negócio.

Apesar de ainda incipiente, algumas importantes companhias abertas também apresentam estrutura de capital pulverizado. Integram a lista em dezembro de 2007: BM&F – Bolsa de Mercadoria & Futuros – (organização e operação de mercado organizador e de balcão destinados a negociação e registro de contratos futuros, derivativos e de câmbio), BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo – (participação em sociedades que exerçam atividades de negociação, liquidação, custódia e supervisão da negociação), Cremer (têxtil e vestuário), Dasa – Diagnósticos da América S.A. – (diagnósticos clínicos), Embraer (fabricante de aviões), Eternit (material de construções), Gafisa (desenvolvimento imobiliário), Invest Tur (planejamento, incorporação e desenvolvimento e exploração de empreendimentos imobiliários no

¹ Dispersão e pulverização de capital são sinônimos que serão utilizados de forma intercambiável ao longo deste trabalho

ramo de turismo de lazer e de negócios), Lojas Renner (varejo) e Odontoprev (planos odontológicos), entre outras.

Pode-se afirmar que os fatores determinantes para essas empresas adotarem tal estrutura de propriedade e as conseqüências posteriores para as práticas de governança corporativa é um tema relevante que merece ser investigado, tendo em vista o possível aumento do número de empresas com essa característica nos próximos anos no mercado de capitais nacional.

Pode-se afirmar também que uma das vantagens da propriedade concentrada é a possibilidade de um maior monitoramento, por parte do controlador sobre os gestores, no entanto a pulverização do capital permite uma maior diversificação de investimento por parte do investidor e conseqüentemente uma maior diversificação do risco.

Com capital pulverizado, base acionária dispersa no mercado de capitais, e sem a presença do acionista controlador, o efetivo controle está nas mãos dos administradores, apartando-se a propriedade acionária do controle. Isto posto pode-se afirmar que poderá haver uma mudança na natureza do conflito de agência. Os investidores passam a ser todos acionistas minoritários, e o controle das decisões corporativas fica a cargo dos executivos da corporação. Nessas companhias, portanto, o alvo da supervisão passa a ser a gestão, ao invés dos acionistas controladores.

As empresas com estrutura de propriedade pulverizada ou dispersa têm mais da metade de suas ações no mercado, ocasionando situações que permitem a troca do controle acionário sem a concordância da administração eleita (ou de quem a elegeu), caracterizando as denominadas tomadas de controle hostis.

Esse movimento vem proporcionando questionamentos sobre o modelo mais eficiente de estrutura de propriedade das companhias abertas: definido, difuso ou disperso.

Controle definido é quando a figura do controlador ou do bloco de controle, definido através de acordo de acionistas, tenham formalmente mais de 50% das ações com direito a voto da companhia.

A Bovespa (2007) define controle difuso como o poder de controle exercido por acionista detentor de menos de 50% (cinquenta por cento) do capital social, assim como por grupo de acionistas que não seja signatário de acordo de votos e que não esteja sob controle comum e nem atue representando um interesse comum.

Estrutura dispersa é quando não existe poder de controle definido, ou seja, não existe a figura do acionista controlador. A composição acionária está dispersa entre um grande número de acionistas, sem a existência de grupos de acionistas que tenham sistematicamente votado de forma conjunta nas últimas assembleias, de modo a constituir um grupo de controle, assim como não há um Acordo de Acionistas.

A mudança na estrutura de propriedade tem provocado questionamentos também sobre qual a melhor estrutura de governança dentro do modelo disperso; sobre as tomadas de controle hostis e a utilização de mecanismo de defesa como *poison pills*; sobre a efetiva participação dos acionistas nas assembleias e também a discussão sobre a eventual necessidade de uma reforma legislativa frente às novas mudanças, que assegure os direitos de todos os acionistas.

A adoção das boas práticas de governança corporativa é requisito fundamental para as empresas que adotam esta nova estrutura societária, especialmente em países onde a proteção legal ao investidor tem espaço para ser melhorada. Nos países que ofereceram maior proteção legal para os investidores, com existência e garantia de aplicação de um conjunto de leis e regras de mercado claras, o desenvolvimento do mercado de capitais se deu de forma mais rápida, como é o caso dos Estados Unidos e Inglaterra, onde existe grande número de empresas listadas com controle disperso.

Com o desenvolvimento do mercado de capitais no começo do século XX, iniciou-se um processo de separação entre as figuras do proprietário e do gestor, deixando o primeiro de atuar nas funções do segundo. A oferta pública de ações oficializa esta separação, surgindo a necessidade de mecanismos de alinhamento entre os interesses dos proprietários e dos gestores dos ativos da empresa, assegurando a atuação destes gestores no melhor interesse dos proprietários.

Nas empresas com capital disperso, onde a figura do controlador deixa de existir, os mecanismos de governança corporativa devem ser mais acentuados, de forma a mitigar os problemas de agência, que se referem à possível expropriação dos gestores contra os proprietários.

A adoção da boa governança corporativa, que pode ser traduzida em práticas, tais como conselho de administração formado por maioria de membros independentes, presença de pessoas distintas ocupando os cargos de presidente do conselho e diretor presidente, e sistema de remuneração que preveja posse de ações por parte dos gestores,

reforça esse alinhamento de interesses, com o intuito de minimizar possíveis conflitos de agência².

A proposta deste trabalho ao problema de pesquisa é investigar os fatores motivadores do processo de pulverização de capital em empresas brasileiras, seus benefícios, vantagens e custos. O trabalho será conduzido por meio de estudos de casos. A análise procurará entender quais são os mecanismos de governança corporativa cruciais para esse tipo de empresa, incluindo as possíveis alterações desses mecanismos ocorridas durante e após o processo de pulverização.

1.2. Objetivos

A pesquisa investiga o processo de pulverização em empresas brasileiras, enfocando os fatores motivadores do processo de pulverização de capital e as principais conseqüências desse processo, sob a perspectiva da governança corporativa, para as empresas brasileiras.

Como objetivos específicos, têm-se:

- entender e descrever quais são os eventuais mecanismos de governança corporativa cruciais para empresas de controle disperso e as alterações desses mecanismos durante e após o processo de pulverização;
- analisar o desempenho financeiro e liquidez das ações da empresa antes e depois da pulverização de capital;
- analisar a composição e funcionamento do Conselho de Administração antes e depois da pulverização de capital;
- descrever, na percepção dos gestores, quais foram os benefícios e custos do processo de pulverização de capital e os riscos envolvidos;
- entender e descrever se houve aumento ou diminuição no raio de ação dos gestores;
- descrever e analisar a adoção de mecanismos de defesas contra as aquisições hostis;

² Jensen e Meckling (1976) definem o relacionamento de agência como um contrato no qual uma ou mais pessoas (principal) nomeia outra (agente) para desempenhar decisões em seu nome. O conflito de agência ocorre quando este agente (gestor) toma decisões que divergem dos interesses do principal (ex: acionista).

- descrever e analisar as eventuais mudanças nas estruturas de incentivos (modelos de remuneração, bônus, plano de opção de compra de ações) antes e depois da pulverização.

1.3. Justificativa da Pesquisa

A principal justificativa deste estudo é procurar entender a importância da possível onda de dispersão do capital das empresas para o desenvolvimento do mercado de capitais nacional, suprimindo a escassez de bibliografia nacional sobre o tema. Além disso, há ainda poucos estudos similares no mundo analisando empresas com estrutura pulverizada em países emergentes.

Estudos e discussões sobre as práticas de governança corporativa têm ganhado cada vez mais destaque tanto no âmbito corporativo quanto acadêmico. Os chamados conflitos de agência, que nasceram com a delegação de poder decisório nas corporações, estão na raiz de sua importância.

Conflitos de agência ocorrem quando os gestores tomam decisões visando a maximização da sua utilidade pessoal e não a riqueza dos acionistas, podendo ocorrer expropriação da riqueza dos acionistas por parte dos gestores (JENSEN, 1986). A separação entre propriedade e controle e entre acionistas e gestores demanda novos mecanismos de monitoramento e controle.

No Brasil, o debate sobre governança corporativa se intensificou na última década e abrange um campo de estudos envolvendo conceitos nas áreas de administração, contabilidade, direito, economia e finanças. Isso aconteceu na medida em que houve mudanças nas relações entre acionistas e administradores, entre acionistas majoritários e minoritários, na intensificação do ativismo pelos investidores institucionais, como fundos de pensão e de investimentos, com a entrada de investidores estrangeiros no mercado de capitais brasileiro e com a criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC, entidade sem fins lucrativos fundada em 1995, cujo objetivo é disseminar para o mercado o conceito e práticas de governança corporativa.

Mecanismos de governança corporativa podem ser considerados especialmente cruciais para empresas que têm uma estrutura societária de capital disperso ou difuso, pois os acionistas nesses modelos societários estão em sua maioria distantes do controle

e têm de assegurar de alguma forma o alinhamento entre seus interesses e as decisões de seus administradores.

Na medida em que o mercado de capitais se torna mais sofisticado e pulverizado, aumenta o interesse do próprio mercado e também da academia em entender o fenômeno da pulverização. Nas buscas efetuadas nas bases acadêmicas brasileiras, não se encontrou nenhum trabalho sobre a pulverização de capital.

Esse trabalho pretende contribuir para a literatura da governança corporativa, pesquisando as raízes da ocorrência do fenômeno, se tal fato traz benefícios para as empresas e o que influenciará a probabilidade de haver uma intensificação desse movimento nos próximos anos.

1.4. Delimitação

A primeira delimitação importante do estudo decorre do fato de que este movimento é recente no país, sendo o universo a ser pesquisado pequeno, com poucas empresas de capital disperso no Brasil.

De acordo com a classificação obtida a partir de dados internos da Bovespa³, em 17 de outubro de 2007, havia 10 (dez) empresas com controle disperso e 19 (dezenove)⁴ empresas com controle difuso. Esses dados foram corroborados por pesquisa efetuada nos IAN's (Informações Anuais) e nas ITR's (Informações Trimestrais) das referidas empresas.

Das 10 (dez) empresas com controle disperso, 6 (seis) foram estudadas, cujas características estão dentro dos critérios estabelecidos para esta pesquisa.

Os critérios utilizados para a escolha das empresas pesquisadas basearam-se na inexistência de acionista individual com participação maior que 15%; capital em circulação (*free float*⁵) maior que 80% e inexistência de acordo de acionistas.

³ Planilha digital elaborada pelo departamento de Relações com Empresas da Bovespa, recebida pela pesquisadora em outubro de 2007.

⁴ Agra Empreendimentos Imobiliários S.A.; American Banknote S.A.; Brasilagro – Cia Brasileira Pro. Agrícolas S.A.; Cia Hering S.A.; Construtora Tenda S.A.; Cyrela Comercial Prop. S.A.; Datasul S.A.; GVT S.A.; Indústrias Romi S.A.; Klabin Segall S.A.; Log-in Logística Intermodal S.A.; LPS Brasil Consult. de Imóveis S.A.; Lupatech S.A.; Medial Saúde S.A.; Perdigão S.A.; Rodobens Negócios Imobiliários S.A.; Rossi Residencial S.A.; São Carlos Empreend. Particip S.A.; Totvs S.A.;

⁵ *Free float*: Quantidade de ações de uma empresa disponível para negociação em mercados organizados (Bovespa, 2008)

Por ser um estudo de caso, e por conveniência da pesquisa para que se possa aprofundar a análise das empresas escolhidas, optou-se por esses percentuais de participação individual e de capital em circulação. Portanto as empresas selecionadas são aquelas com maior grau de dispersão do seu capital em setembro de 2007 no Brasil.

As empresas estudadas estão listadas a seguir em ordem alfabética: Companhia Brasileira de Desenvolvimento Imobiliário e Turístico S.A.; Cremer S.A.; Embraer – Empresa Brasileira de Aeronáutica S.A.; Eternit S.A.; Gafisa S.A. e Lojas Renner S.A.

A Dasa - Diagnósticos da América S.A. não respondeu a carta-convite para participar do estudo. A Bematech S.A. não foi pesquisada, pois seu capital em circulação é de 69,06%, não atingindo o mínimo requerido para os critérios desta pesquisa. Em função da Bovespa S.A. não ter fins lucrativos antes da abertura do seu capital, foi o motivo de não ter entrado na amostra escolhida, e a Odontoprev S.A. por ter acordo de acionistas.

Capítulo 2

Fundamentação Teórica

2.1. Teoria da Agência e Estrutura de Propriedade

A Teoria da Agência emergiu dos trabalhos seminais de Alchian e Demsetz (1972) e Jensen e Meckling (1976). Ambos explicavam a firma como umnexo de contratos entre fatores individuais de produção. Na teoria da agência os contratos regem a relação entre principal e agente, em que certos poderes de decisão são delegados ao agente quando da prestação de serviços ao principal. Ao considerar que as partes buscam a maximização de sua satisfação pessoal, caso o agente não haja no interesse do principal, este se cerca de garantias para evitar prejuízo a seus interesses.

Para Jensen e Meckling (1976, p.5), relacionamento de agência é “um contrato no qual uma ou mais pessoas – o principal - engajam outra pessoa – o agente – para desempenhar alguma tarefa em seu favor, envolvendo a delegação de autoridade para tomada de decisão pelo agente”.

Ainda segundo esses autores, “se ambas as partes na relação são maximizadores de utilidade, existe uma boa razão para se acreditar que o agente nem sempre agirá para o melhor interesse do principal” (JENSEN E MECKLING, 1976, p.5)

A teoria da agência analisa os conflitos existentes entre os principais (proprietários) e os agentes (administradores) considerando que o interesse dos primeiros nem sempre estão alinhados com o dos administradores.

Ainda segundo Jensen e Meckling (1976), as divergências entre o principal e o agente podem ser amenizadas por meio de dois tipos de ações efetuadas pelo primeiro, ambas onerosas a este e que podem ser efetuadas separadamente ou em conjunto: a) estabelecer incentivos para que o agente aja em favor do principal e/ou b) o monitoramento das ações do agente. No entanto, mesmo com essas ações de incentivo e monitoramento ainda poderão ocorrer divergências entre as decisões tomadas pelo agente e aquelas que maximizam o bem estar do principal, definidas como perda residual.

Para Eisenhardt (1976), a teoria da agência trouxe duas contribuições específicas para o pensamento organizacional: a primeira é o tratamento da informação. Segundo a

autora, a informação é tratada como *commodity* dentro da teoria da agência, tendo um custo e podendo ser comprada. As organizações devem investir nos sistemas de informação para controlar o oportunismo dos agentes. A segunda contribuição diz respeito aos riscos envolvidos com o futuro da organização. O futuro, controlado apenas parcialmente pelos membros da organização, pode envolver prosperidade, falência ou resultados intermediários.

Outros efeitos relacionados com o ambiente da organização como mudanças nas leis, entrada de novos concorrentes no mercado e inovações tecnológicas, também podem afetar o futuro da organização. Essas incertezas são vistas dentro da teoria da agência como uma troca entre riscos e recompensas. A implicação é que as incertezas dos resultados relacionadas à disposição em aceitar riscos devem influenciar os contratos entre agente e principal.

Para Jensen (1986), os administradores são incentivados a levar suas firmas a um crescimento além do tamanho ótimo, pois com o acréscimo de recursos sob seu controle aumenta o seu poder e também aumenta sua remuneração.

La Porta *et al.* (1999) encontraram em seu estudo sobre composição acionária, utilizando como base 27 (vinte e sete) países incluindo o Brasil, que o modelo de estrutura de propriedade concentrada é o que ocorre com mais frequência no mundo (observaram uma grande concentração em mãos de grupos familiares e do Estado), questionando a prevalência da pulverização acionária na empresa moderna apregoada por Berle e Means (2007). Seus estudos concluíram que são poucos os países caracterizados pela presença de empresas com capital difuso, existindo esse modelo principalmente em grandes corporações dos países anglo-saxões como Estados Unidos e Reino Unido. Países como França, Itália e Alemanha caracterizam-se por uma forte concentração de propriedade e controle.

Esses autores constaram também que o conflito de agência mais comum, quando instalado, ocorre entre acionistas controladores e acionistas minoritários. Nos Estados Unidos, onde grande parte das grandes corporações tem sua propriedade pulverizada entre diversos acionistas, quando ocorrem conflitos de agência, na maioria das vezes, o que se observado é a expropriação de riqueza dos acionistas por parte dos gestores.

Com a pulverização do capital, o controle da organização passa a ser exercido por executivos não proprietários (ou detentores de um número pequeno de ações), dando

início ao problema de como garantir que o comportamento destes gestores esteja afinado com a maximização do valor para o conjunto dos acionistas.

Dentro desse prisma de conflitos de interesses, um sistema de governança corporativa emerge justamente para procurar resolver o problema de agência, oriundo da separação da propriedade e do controle das corporações. Práticas como a adoção de um conselho de administração com pessoas diferentes ocupando o cargo de presidente do conselho e de diretor presidente da empresa, oferecem uma solução parcial economicamente eficiente para minimizar este problema.

2.2. Governança Corporativa

O primeiro exemplo registrado de uma companhia não financeira com capital difuso foi a Companhia Holandesa das Índias Orientais (*Vereenigde Oostindische Compagnie*) fundada em 1602, na qual mais de mil investidores colocaram seu dinheiro e rapidamente se viram diante de problemas de governança corporativa. Segundo Frentrop (2002, p.46) e Morck (2005, p.21), este foi o primeiro caso de conflito claro entre acionistas e gestores.

O mundo empresarial foi agitado por crises que abalaram o mercado financeiro entre 2001 e 2003, especialmente com os escândalos corporativos que vieram à tona na Europa e nos Estados Unidos, envolvendo grandes empresas como Adelphia, Aol, Enron, Global Crossing, Merck, Parmalat, Royal Ahold, Tyco, Vivendi, Warnaco, Waste Management e WorldCom, entre outras.

Esses escândalos fizeram desaparecer organizações empresariais de grande importância, destruindo bilhões de dólares dos acionistas e milhares de empregos, o que levou a adoção de medidas corretivas, dentre as quais a aprovação da Lei Sarbanes-Oxley pelo Congresso Americano.

Esses e outros fatores colaboraram para o tema governança corporativa ganhar destaque no âmbito acadêmico e corporativo. Para uma discussão mais detalhada sobre a evolução histórica do tema, vide Becht et.al (2003).

A idéia de governança corporativa é antiga, Berle e Means em 1932 apresentaram as questões centrais (BERLE e MEANS, 2007) e as tendências que estavam mudando a economia naquela época, como a concentração do poder econômico, a dispersão da propriedade de ações e a separação entre propriedade e controle.

Mas houve um desenvolvimento mais visível a partir da década de 1980, quando se iniciou um movimento de investidores institucionais, principalmente de fundos de pensão norte-americanos, como o *California Public Employees Retirement System* (Calpers) e o *Teachers' Insurance and Annuity Association – College Retirement Equities Fund* (TIAA-CREF) em busca da garantia de que os gestores das empresas agiriam de acordo com o interesse de todos os acionistas.

Bem traduzido ou não para o português, o termo governança corporativa foi o que se firmou e é o que vem sendo utilizado pela academia, pelas empresas e pelo mercado em geral. Mesmo no vernáculo inglês, todavia, existem controvérsias a respeito da correta utilização do termo *corporate governance*.

Frentrop (2002, p.10) menciona que o *Centre for European Policy Studies* (CEPS) tentou explicar o termo, mas mesmo para pessoas que têm o inglês como primeira língua não é fácil o entendimento. Para o autor, o termo tem dois componentes *corporate* que se refere à corporação ou grandes empresas e *governance* que é definido como o ato, fato ou maneira de governar. O segundo componente talvez seja o principal aspecto que gera confusão, em virtude da correlação da palavra *governance* com governo, aludindo a elementos públicos para algo que é totalmente da iniciativa privada.

Dentro da academia, diferentes autores têm diferentes definições sobre o termo. Para Shleifer e Vishny (1997, p. 737) governança corporativa “diz respeito à forma pela qual os fornecedores de recursos das empresas asseguram que obterão para si os retornos sobre seus investimentos”.

Monks e Minow (2004, p.9) definem o estudo da governança corporativa como “a relação entre vários participantes (diretor-presidente, outros membros da gestão, funcionários, acionistas, clientes, credores e fornecedores, além de membros da comunidade e o governo) na determinação da direção e no desempenho da corporação”.

Segundo La Porta *et al.* (2000b), governança corporativa é, “um conjunto de mecanismos através dos quais os investidores externos se protegem contra expropriação pelos internos”.

Jensen (2001b) conceitua governança corporativa como “uma estrutura de controle de alto nível, consistindo dos direitos de decisão do conselho de administração e do diretor presidente, dos procedimentos para alterá-los, do tamanho e composição do conselho de administração e da remuneração e posse de ações dos gestores e conselheiros”.

Para Machado Filho (2006, p.76):

Em qualquer situação em que o poder de decisão é transferido ou compartilhado, surge, em maior ou menor grau, uma *assimetria informacional*. Em uma empresa privada ou pública, clube, associações, cooperativas, universidades, sempre existirão conflitos de interesses, derivados da delegação de algum tipo de poder. Isto é “alguém” governa em nome de “alguém”, que delegou direitos para o exercício de poder. Na sua essência, a governança trata da minimização de assimetrias e conflitos de interesses inerentes à delegação de poder.

Organismos multilaterais como a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE (2007) têm como definição:

Governança corporativa é um componente fulcral na melhoria da eficiência e do crescimento econômico, bem como no reforço da confiança do investidor. Envolve um conjunto de relações entre a gestão da empresa, o seu conselho de administração, os seus acionistas e outras partes com interesses relevantes. A governança corporativa estabelece também a estrutura através da qual são fixados os objetivos da empresa e são determinados e controlados os meios para alcançar esses objetivos. Uma boa governança corporativa deve proporcionar incentivos adequados para que o conselho administração e os gestores definam objetivos que sejam do interesse da empresa e dos seus acionistas, devendo facilitar uma fiscalização eficaz. A presença de um sistema eficaz de Governança corporativa, tanto em cada empresa como na economia considerada como um todo, contribui para alcançar o grau de confiança necessário ao funcionamento adequado de uma economia de mercado. Daí, resultam custos inferiores na captação de capitais, que incentivam as empresas a usarem os recursos de forma mais eficaz, viabilizando assim um crescimento sustentável.

No Brasil, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2007), adotou o seguinte conceito para governança corporativa:

Sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas/Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade.

Para a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), “governança corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital”. Ainda de acordo com a CVM “a análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas”.

Muitas outras definições podem ser encontradas. Não obstante, adota-se nesta pesquisa o entendimento da governança corporativa como um conjunto de práticas que visa minimizar os eventuais conflitos de interesses entre os fornecedores de recursos e os tomadores de decisão, buscando o alinhamento de seus interesses, a redução do custo de capital e a maximização do valor da empresa. O fato dos fornecedores de capital não participarem diretamente das decisões corporativas decorre da separação entre propriedade e controle, o que gera a possibilidade dos recursos investidos não serem bem empregados.

Os sistemas de governança corporativa podem ter características diferentes de acordo com a economia, ambiente político, regulatório e legal de um país, sendo também considerado como um sistema dinâmico com práticas em processo de evolução, que vêm sendo aperfeiçoadas nas últimas duas décadas.

2.3. Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade no Mundo

Existem diferentes aspectos da governança corporativa no mundo, muitas vezes relacionados com o tipo de sistema econômico e também com o aparato jurídico-regulatório do país

Para Morck (2005), as economias dos diversos países são organizadas de forma diferente uma das outras, igualmente como as práticas de governança corporativa, definidas por este autor como decisões de alocação do capital dentro e por intermédio das empresas, ficam sob a incumbência de pessoas diferentes e impostas por diferentes instituições.

La Porta *et al.* (1999), em estudo sobre grandes e médias propriedades no mundo verificaram que no México as grandes corporações são controladas por poucas famílias de poder aquisitivo muito alto, enquanto que na Inglaterra a maioria das grandes empresas tem o controle pulverizado.

Ainda segundo estes autores, Argentina e Estados Unidos têm situação semelhante aos exemplos anteriores, enquanto no primeiro a maioria das grandes empresas pertence a famílias ricas no segundo prevalece o controle pulverizado. Outros países como Israel, Hong Kong, Bélgica, Grécia e Suécia também apresentam uma grande concentração de empresas controladas por grupos familiares.

Esses mesmos autores, em outro estudo sobre expropriações (*tunnelling*), apontam que a expropriação dos acionistas minoritários por controladores ocorre com mais frequência em países detentores do direito codificado (ou romano-germânico). Para Gorga (2005), “nos países que têm o direito codificado (caso do Brasil), os juízes ficam mais presos às letras da lei, o que impede de condenar práticas de expropriação dos minoritários imbuídas de um propósito comercial aparentemente plausível”.

Países com direito consuetudinário teriam condições mais eficientes para manter os benefícios privados de controle em patamares mais baixos, porque os juízes seriam menos apegados aos aspectos formais da lei, permitindo uma evolução constante do direito no sentido de proteger os investidores, detectando-se formas disfarçadas de abuso do direito de voto e obtenção de vantagens indevidas (LA PORTA ET AL., 2000; GORGA, 2005)

Para Coffee (2001), o crescimento do mercado de capitais nos Estados Unidos no século XIX, foi decorrência da necessidade de capital requerida principalmente pelas indústrias de capital intensivo marcado predominantemente pelas ferrovias. As grandes distâncias geográficas daquele país precisaram ser conectadas e demandaram uma extensa malha ferroviária, financiada basicamente com capital estrangeiro.

No início do século XX houve necessidades financeiras similares pela indústria do aço, automóveis, eletricidade e telefone. Estima-se que 40% (quarenta por cento) do capital estrangeiro necessário para o financiamento da indústria ferroviária veio da Europa através do mercado financeiro londrino, que já tinha desenvolvido na época *expertise* em finanças internacionais (COFFEE, 2001).

Essa constante necessidade por capital e dependência dos investidores estrangeiros resultou em duas inovações que apareceram nos Estados Unidos no final do século XIX: a primeira, um sistema de governança corporativa no qual os banqueiros de investimento, originalmente protegendo investidores estrangeiros, passaram a fazer parte dos conselhos de administração das empresas emissoras para monitorar a gestão e para proteger os investidores de aquisições inesperadas e a segunda inovação foi o crescimento da auto-regulação pelas regras da bolsa de valores. (COFFEE, 2001)

Para este autor, as corporações norte-americanas no final do século XIX, apesar de não existir uma proteção adequada para os acionistas minoritários e mesmo existindo uma forte presença de benefícios privados de controle, conseguiram demonstrar para os minoritários que não haveria expropriação pelos fundadores da empresa, ou, quando a

propriedade se tornasse dispersa, estes não estariam sujeitos a ofertas por valores baixos, caso o controle fosse vendido.

Este fato, segundo Coffee (2001), é a justificativa para o surgimento da propriedade dispersa de controle nos Estados Unidos.

Por outro lado, a estrutura de capital dispersa não ocorreu na Alemanha e França, na mesma intensidade que nos Estados Unidos e Inglaterra.

Enquanto a bolsa de valores de Nova York e a bolsa valores de Londres eram e são instituições privadas, a bolsa de Paris tem historicamente sido operada sob supervisão governamental.

Segundo Coffee (2001), no início do século XX, o governo francês regulamentava todos os aspectos de operação da bolsa, havendo envolvimento do Ministro das Finanças para aprovar as listagens e quando se tratava de listagem de empresa estrangeira havia a necessidade adicional da aprovação do Ministro de Relações Exteriores.

Na França, a criação do mercado de capitais estava inerentemente ligada ao governo como um monopólio, ao contrário da Alemanha, onde o Estado intervinha negativamente no mercado, impedindo seu crescimento. Coffee (2001) aponta ambas as atitudes – o Estado como protetor e o Estado como antagonista – como características de países baseados na Lei-Civil.

Essas intervenções não eram comuns nos países baseados na Lei-Comum, onde as autoridades se mostraram neutras e indiferentes ao crescimento do mercado de capitais no final do século XIX.

As bolsas de valores alemãs como a de Frankfurt e a de Berlim (fundadas respectivamente em 1585 e 1685) são mais antigas do que as de Nova York e Londres, mas ambas negociavam quase que exclusivamente títulos de dívida e *commodities* sem ser rivais para as bolsas de Londres e Paris.

Da mesma forma que nos Estados Unidos, a necessidade de capital pelas ferrovias alemãs impulsionou o crescimento do mercado de capitais, mas as empresas alemãs conseguiam financiamentos subsidiados pelo governo a um custo inferior do que os recursos levantados no mercado de capitais, o que resultou num crescimento menos expressivo.

Para Coffee (2001), a afirmativa de que o mercado de capitais europeu (excetuando Reino Unido) é pequeno e sem liquidez ficou desatualizada. O autor aponta

que no final da década de noventa o número de empresas europeias listadas cresceu consideravelmente, principalmente na França, Alemanha e Espanha. Esse crescimento se deu mais rapidamente nesses países nesse período, do que nos Estados Unidos e no Reino Unido. O ponto a ser ressaltado é que as empresas europeias procuraram o mercado de capitais como uma alternativa às instituições financeiras, para alavancagem de capital. No entanto, apesar do aumento por parte das empresas na utilização do mercado de capitais como provedor de capital, não houve um incremento correspondente na proteção legal aos acionistas minoritários.

O autor também argumenta que nos Estados Unidos no período do *New Deal* e no Reino Unido durante os governos dos anos 1940s e 1970s (*Labour*), os quais podem ser enquadrados como governos sociais democratas, a propriedade dispersa persistiu e cresceu.

De acordo com Coffee (2001), esses fatos demonstram que pode haver alguma imperfeição na teoria (*path dependence*) que defende que o mercado de capitais não pode crescer em sociais democracias (ROE, 2000) e também na teoria de alguns economistas (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, e Vishny mencionados pelo autor) que argumentam que a política é um fator decisivo e que o crescimento do mercado de capitais está relacionado com a proteção aos acionistas minoritários.

Este autor aponta que sob a ótica de uma perspectiva global, uma configuração similar é evidente: quando o mercado de capitais começa a crescer e amadurecer, os países sistematizam suas leis e implementam agências regulatórias. Muitas das leis criadas, o foram após escândalos e crises e entre os anos de 1960 e 1980 e os maiores países europeus copiaram os Estados Unidos criando uma agência regulatória forte, de alguma forma moldada de acordo com a SEC⁶ americana.

Para Roe (2000) apud Coffee (2001), os países que tem como orientação política a social democracia pressionam a gestão da empresa para privilegiar os interesses de outras partes (*stakeholders*⁷) em detrimento dos acionistas e somente os grandes acionistas podem compelir os gestores para resistir a esse tipo de pressão. Para este autor o alinhamento dos gestores se torna mais difícil no sistema de propriedade dispersa.

⁶ A *Securities and Exchange Commission* é agência reguladora do mercado de capitais americano.

⁷ *Stakeholders* – Todos os indivíduos ou grupos que podem afetar ou serem afetados de forma substancial pelo bem estar da empresa (IBGC, 2006).

Coffee (2001) aponta ainda que a lógica da tese de L, que a social democracia desencoraja a separação da propriedade do controle, esbarra ainda em três problemas básicos: (1) países asiáticos têm regimes políticos diferentes de sociais democracias e também apresentam altos níveis de concentração de propriedade; (2) assumindo que regimes sociais democratas pressionam a gestão para privilegiar os interesses de outras partes (*stakeholders*) em detrimento dos acionistas, não está claro que a propriedade concentrada é uma defesa estratégica bem sucedida contra este tipo de ação e; (3) o fundamento histórico para a relação hipotética entre social democracia e estrutura de propriedade é fraco. Nos Estados Unidos e no Reino Unido não houve representatividade política no surgimento da propriedade dispersa e mesmo na Alemanha e na França onde a propriedade concentrada é predominante, os regimes políticos sociais democratas nestes países apareceram posteriormente quando já existia a propriedade concentrada.

Coffee (2001), afirma que a forte auto-regulação foi o principal catalisador para o aparecimento de mercados de capitais robusto e para o surgimento da propriedade dispersa. Mesmo nos países que não têm uma forte proteção legal para os acionistas minoritários, é possível o surgimento da propriedade dispersa, desde que as empresas com este tipo de estrutura de propriedade adotem práticas que permitam o monitoramento, sejam transparentes e tenham uma boa política de prestação de contas.

Práticas de governança corporativa, políticas de auto-regulação e bolsas de valores com regulamentos fortes também compensam a falta da proteção legal.

2.4. Governança Corporativa no Brasil

A partir da década de 90 começam a aparecer estudos na literatura brasileira sobre governança corporativa.

Procianoy (1994) discute aspectos sobre a característica das sociedades anônimas brasileiras, mercado de capitais, abertura de capital, a conscientização dos investidores sobre a existência de conflitos de agência no mercado brasileiro, todos os temas relacionados a governança corporativa sem, contudo, mencionar no estudo o termo governança corporativa.

Rabelo (1998) analisa o papel dos fundos de pensão na economia brasileira como agentes de financiamento do desenvolvimento, a expansão do mercado de capitais

e a democratização do capital, com a desconcentração da estrutura de propriedade corporativa. Nesse estudo, o autor utiliza-se da expressão em inglês *corporate governance*.

Siqueira (1998) estudou as mudanças de estrutura das propriedades, objetivando o entendimento sobre as causas da concentração de propriedade nas empresas brasileiras de capital aberto. Este artigo analisou, além das causas, as conseqüências da concentração da propriedade, tomando por base uma amostra constituída por 278 companhias.

No início dos anos 2000 começam a despontar diversos estudos no país sobre o tema governança corporativa. Hallqvist (2000) aborda o movimento de governança corporativa, direcionada ao Conselho de Administração das empresas, analisando os principais tópicos do Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC.

Mônaco (2000) estudou a composição dos conselhos de 647 empresas registradas na CVM, constatando que, em média os conselhos possuíam entre cinco e seis membros e que as empresas estatais possuíam em média 2,25 conselheiros a mais do que empresas privadas. Leal e Oliveira (2002) analisam as práticas do conselho de administração no Brasil, verificando que a maioria das companhias abertas não estabelecia regras para os procedimentos, que os comitês eram inativos, não existia processo formal de avaliação, que os acionistas controladores interferiam no trabalho dos conselheiros e que a maioria não era independente. Neste estudo estes autores afirmam que boas práticas de governança corporativa podem reduzir o custo de capital das companhias brasileiras e aumentar sua competitividade.

Dutra e Saito (2007) também estudaram esta composição utilizando dados de 2002, verificando que os conselhos eram amplamente dominados por representantes dos acionistas controladores (49%), com apenas 21% de participação de independentes. Essa pesquisa demonstrou que os mecanismos legais, que permitem a indicação de representantes dos acionistas minoritários, não implicam numa composição diferente do conselho. Para estes autores, este fato sugere que aparentemente há pouco interesse pelos minoritários em participar das assembléias e indicar representantes para o conselho.

Silveira, Barros e Famá (2003) estudaram o tamanho e composição dos conselhos e concluem que empresas onde as posições de diretor presidente e de

presidente do conselho são exercidas por pessoas distintas possuem maior valor de mercado.

Em 2004, Leal (2007) faz uma revisão da literatura sobre práticas de governança e valor corporativo, afirmando que uma das maneiras de representar boa governança corporativa é avaliar as práticas do conselho de administração como um mecanismo de governança.

Leal e Carvalho da Silva (2004b) investigam a relação entre o índice de governança corporativa e o valor e desempenho das empresas, utilizando dados do período de 1998 a 2002. Os resultados encontrados indicam que 4% das empresas brasileiras possuem boas práticas de governança corporativa e que as empresas que possuem essas boas práticas possuem maior valor de mercado e melhor desempenho operacional.

Silveira *et al.* (2004) construíram um índice de governança (IGOV), para avaliar se os mecanismos de governança eram exógenos e se exerciam influência sobre o valor de mercado e a rentabilidade das companhias abertas brasileiras. Estudos realizados com este índice verificaram que a melhor governança está relacionada com maior valor de mercado.

Outros pesquisadores aprofundaram-se no tema de estrutura, controle e propriedade, verificando que o país apresenta alta concentração de direitos de controle, como Leal, Carvalho da Silva e Valadares (2007).

Silveira *et al.* (2003) verificaram que as empresas com maior diferença entre direito de voto e direito sobre o fluxo de caixa em posse do acionista controlador apresentavam menor valor de mercado depois de isoladas algumas diferenças observáveis.

Leal, Carvalho da Silva e Valadares (2007, p.57) observaram que “os acionistas controladores brasileiros investem em média muito mais do que o mínimo necessário para manter o controle das suas companhias”. Para esses autores existe a possibilidade que os benefícios privados do controle incentivem esses investimentos maiores do que o necessário.

Leal e Carvalho da Silva (2004a, 2004b), utilizando dados de 2002, examinaram as estruturas diretas e indiretas de controle, considerando também os acordos de acionistas.

A diferença entre direitos a fluxo de caixa e direitos de controle é que os primeiros, são os direitos que os acionistas têm em relação ao recebimento de dividendos, ao fluxo de ganhos da empresa e direitos de controle são aqueles direitos relativos ao voto, direitos sobre a administração da empresa. A participação no capital total representa direitos sobre fluxo de caixa e no capital votante representa os direitos sobre controle. Como nem sempre a estrutura de capital da empresa é formada somente por ações com direito a voto (ordinárias⁸), a regra de uma ação um voto⁹ não é respeitada. (CLAESSENS, 2002, p.18 e LEAL *et al.*, 2007, p.3).

No Brasil, a grande maioria das empresas apresenta um controle definido e muitas vezes o próprio controlador é também o administrador, ou existe uma relação muito próxima entre ambos, podendo-se afirmar que práticas de governança corporativa podem funcionar como barreiras contra a expropriação dos acionistas minoritários pelos controladores (CLAESSENS, 2002).

Acontecimentos como a abertura da economia e o programa de privatização que se iniciaram no começo dos anos 90 durante o governo Collor e a abertura do mercado financeiro à entrada de novos investidores, principalmente institucionais (nacionais e estrangeiros), significou a formação da base para a integração da economia brasileira ao processo de globalização.

Em 2002, o congresso americano respondendo à crise corporativa que se abateu sobre a economia do país, aprovou a Lei Sarbanes Oxley, desenhada entre outras coisas para dar um contragolpe nas deficiências de governança e restabelecer a confiança do mercado através da construção de uma forte estrutura de controles internos. A onda de reformas regulatórias nos Estados Unidos, que sucedeu ao colapso de empresas como a Enron e Arthur Andersen, acabou afetando também empresas brasileiras que têm valores mobiliários registrados e negociados em bolsas americanas, as quais foram obrigadas a se adequar a esta nova regulamentação, cujos padrões de governança são mais elevados.

A obrigatoriedade imposta pela Lei Sarbanes Oxley para que as empresas tenham um comitê de auditoria formado por conselheiros independentes e a permissão para que no Brasil tal comitê seja substituído pelo conselho fiscal, suscitou uma discussão sobre a efetividade dessa substituição.

8 Tipo de ação que confere ao titular os direitos essenciais do acionista, especialmente participação nos resultados da companhia e direito a voto nas assembleias da empresa.

9 No Brasil existem ações preferenciais que são aquelas que não dão direito a voto, ou restringem esse direito conferindo ao titular prioridade na distribuição de dividendos e no reembolso ao capital.

Esse fato gerou uma maior atenção por parte dos atores da governança corporativa sobre desempenho e também sobre o real papel do conselho fiscal.

Aliados a estes acontecimentos, a criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa em 1995, o lançamento do primeiro código das melhores práticas por esse Instituto em 1999, a criação dos segmentos especiais de listagem da Bovespa em 2000, o evento da primeira Mesa Redonda de Governança Corporativa da América Latina da OCDE e do Banco Mundial em São Paulo em 2000, a revisão da Lei das S.A em 2001, alterações na Lei da CVM, conferindo-lhe maiores poderes e mais independência na sua funcionalidade e a cartilha de governança corporativa da CVM em 2002, entre outros, foram fatores determinantes para despertar o interesse da academia e do mercado sobre o tema governança corporativa.

Esses acontecimentos também proporcionaram um ambiente de maior proteção aos investidores, permitindo o surgimento de empresas com capital pulverizado.

2.5. Sociedades Anônimas e a Evolução da Legislação Societária no Brasil

Em 1808 foi criado o Banco do Brasil, a primeira sociedade por ações no Brasil.

Comenta Lamy Filho e Bulhões Pedreira (1997), sobre a criação dessa instituição: “com a transferência da Corte Portuguesa para o Brasil, foi constituída, por Alvará de 12 de outubro de 1808, nossa primeira sociedade por ações, o Banco do Brasil”

Posteriormente, surgiu a primeira regulamentação das sociedades por ações, o Decreto nº 575 de 1849, o qual exigia a prévia autorização administrativa para a constituição das sociedades anônimas.

Em 1850, entrou em vigência o Código Comercial Brasileiro, que manteve a exigência de autorização do governo para sua constituição. O Decreto nº 8.821, de 30 de dezembro de 1882, aboliu a autorização governamental para a constituição das S.A. Porém esta liberdade, não foi ampliada para instituições financeiras, seguradoras e companhias de financiamento, que ainda necessitavam de autorização governamental para funcionar.

A legislação societária brasileira foi diretamente atingida por 6 (seis) modificações ao longo dos anos. - o Decreto nº 21.536/32, o Decreto-Lei nº 2.627/40, a

Lei nº 6.404/76, a Lei nº 9.457/97, a Lei nº 10.303/01 e a Lei nº 11.638/07 que passou a vigorar a partir de 01 de janeiro de 2008.

O Decreto nº 21.536 de 15 de junho de 1932, dispunha sobre o modo de constituição do capital das sociedades anônimas, permitindo que ele se constituísse, em parte, por ações preferenciais de uma ou mais classes. Este decreto promulgado durante o começo do Estado Novo de Getúlio Vargas, época em que a economia brasileira era essencialmente agrícola, tinha como grande objetivo atingir principalmente as poucas sociedades comerciais de economia fechada existentes no país.

Na década de 40, o começo, ainda que tímido, da industrialização nacional fez com que as atenções do legislador se concentrassem na ampliação dos conceitos deste decreto.

Em 1940, o Decreto-Lei nº 2.627, resultado do trabalho do jurista Trajano de Miranda Valverde, disciplinou mais detalhadamente a organização das sociedades por ações, num período onde o Estado passa a regular essa forma societária de maneira decisiva.

A Lei 4.728, de 14.04.65, conhecida como ‘Lei do Mercado de Capitais’ disciplinou o mercado e estabeleceu medidas para seu desenvolvimento, tais como: i) reformulação da legislação sobre Bolsa de Valores; ii) transformação dos corretores de fundos públicos em Sociedades Corretoras, forçando a sua profissionalização; iii) criação de Bancos de Investimento, a quem foi atribuída a principal tarefa de desenvolver a indústria de fundos mútuos de ações; iv) criação de uma diretoria no Banco Central – Diretoria de Mercado de Capitais com a finalidade específica de regulamentar e fiscalizar o mercado, as Bolsa de Valores, a intermediação e as companhias emissoras.

A lei societária de 1940 estava defasada, e fracassaram as tentativas anteriores de fomentar o mercado de capitais, através da Lei 4.728 (Lei do Mercado de Capitais, de 1965) e do Decreto-Lei 157 de 10 de fevereiro de 1967, o qual concedia estímulos fiscais à capitalização das empresas, reforçando os incentivos à compra de ações e facilitando o pagamento de débitos fiscais

Em 1971, a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro passa por uma crise especulativa, aumentando a demanda por uma regulação mais adequada, que atendesse às grandes empresas nacionais, dando-lhe instrumentos jurídicos para seu desenvolvimento, como também um arcabouço de proteção aos acionistas minoritários.

Com a crise, adveio pressão para o estabelecimento de uma autoridade regulatória para o mercado de capitais e derivou da experiência americana com a *Securities and Exchange Commission* (SEC) a autarquia vinculada ao ministério da Fazenda, que assumiria o papel de regulamentar e desenvolver o mercado de capitais, fiscalizar as Bolsa de Valores e as Companhias Abertas. Nascia a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, com a Lei nº 6.585/76 (LAMY E PEDREIRA 1997).

Outro dispositivo legal veio complementar as medidas institucionais que falharam para a consolidação definitiva do mercado de capitais no Brasil, a Lei nº6.404/76, que revogou o Decreto-Lei nº2.625/40 e criou a Lei das Sociedades Anônimas.

Segundo Alfredo Lamy Filho, (FURIATI, 2007) um dos autores da lei, juntamente com José Luiz Bulhões Pedreira:

a lei buscou abrir caminho para a expansão do mercado de capitais, que havia feito a grandeza da economia norte-americana. O objetivo era atrair capitais para aplicação em empresas, submetendo-os aos riscos do mercado devidamente policiado.

Segundo Marcelo Barbosa (apud FURIATI, 2007,p.41):

A lei foi feita para um mercado que ainda não existia. Só agora estamos chegando ao ponto de maturidade para colocar à prova alguns mecanismos. Na medida em que os acionistas estão mais ativos e a CVM julga mais processos, a lei é testada. Esta ficando claro que Lei não tem orientação pró-minoritário ou pró-controlador. É equilibrada.

Norma Parente (ex-diretora da CVM) neste mesmo livro (apud FURIATI, 2007, p.44) cita que:

alguns artigos da Lei das S.As levaram 30 anos para ser finalmente aplicados. O que faz supor que outros, virgens no processo legislativo, ainda possam ser “descobertos”... O artigo 257 já previa que o mercado brasileiro poderia assistir a uma oferta pública de controle feita a uma companhia de capital pulverizado, o que só veio acontecer em julho (de 2007), com a oferta hostil da Sadia para comprar o controle da Perdigão. A lei previu essa situação. Esse é um bom exemplo de como era inovadora na época.

Para Ary Oswaldo Mattos Filho (apud FURIATI, 2007, p.44), “a lei não proíbe empresa sem controle definido, ao contrário ela criou mecanismos para punir o administrador irresponsável” contestando a tese de que a figura do controlador permeia toda a lei.

Para Furiati (2007), “apesar de que muitos advogados acreditarem que a nova realidade das companhias de capital pulverizado demandará uma avaliação mais

profunda sobre a adequação da lei, que ainda será testada em vários aspectos, é unânime que a 6.404 já previa as chamadas *corporations*.

Na época da sua promulgação, a emenda mais polêmica foi apresentada pelo Senador Otto Cyrillo Lehmann, o *tag along*, que instituiu como a oferta pública para aquisição de ações na hipótese de alienação de controle da companhia aberta.

Em seu artigo 15, a lei aumentou de 50% para 2/3 do capital o limite de emissão de ações preferenciais sem voto, tentando conciliar o objetivo de criar um mercado de capitais sem que fosse necessária a venda do controle das sociedades ao mercado. A emissão de ações sem direito a voto, pode ser considerada, uma forma de efetivar a maior separação entre a propriedade e o controle.

O artigo 254, assegurava aos acionistas minoritários o direito de vender as suas ações pelo mesmo preço pago às ações do bloco de controle, numa oferta pública igualitária.

Essa regra ficou em vigência até a reforma da Lei das S.A, com a Lei 9.457, em 1997, conhecida como Lei Kandir. Motivado pela privatização das empresas estatais, o Estado tinha interesse em maximizar o valor arrecadado no processo de privatização, com a venda do prêmio de controle.

Para Gorga (2005):

o governo adotou, mais uma vez uma postura incongruente: objetivando fomentar o desenvolvimento do mercado com o processo de privatização, influenciou a aprovação da Lei 9.457/97 que reduziu consideravelmente os direitos de acionistas minoritários, gerando instabilidade e regulando o mercado ao sabor de seus próprios interesses circunstanciais Essa conjuntura institucional fez com que o programa de privatização brasileiro, a *contrario sensu* de programa dessa natureza em outras partes do mundo, não resultasse num desenvolvimento consistente do mercado de capitais nacional.

Após a principal onda de privatizações houve discordâncias no mercado e grande pressão por parte dos investidores pela volta do *tag along*, fato este que demandou no preparo de uma nova lei que pudesse, finalmente, dar formato definitivo à Lei das Sociedades e fortalecer o mercado de capitais. Uma nova reforma, em 2001, dessa vez mais ampla e favorável aos acionistas minoritários, resultou na Lei nº 10.303/01

Dentre as principais alterações, foram garantidos mais direitos para o acionista minoritário, como o direito de saída conjunta (*tag along*). A Lei 9.457/97 havia retirado do texto da Lei das S.A. de 1976, a obrigatoriedade de extensão aos minoritários do

preço pago ao controlador, quando da venda do controle da empresa. Em decorrência das privatizações o governo havia modificado a legislação.

A Lei 10.303/01 trouxe de volta o direito de saída conjunta, assegurando aos minoritários o recebimento de no mínimo 80% do valor pago por ação ao acionista majoritário. Este direito está assegurado aos acionistas titulares de ações ordinárias.

A formação do controle acionário também sofreu alterações na proporção entre ações ordinárias e ações preferenciais. A nova lei estabeleceu que o número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas à restrição, não podia ultrapassar cinquenta por cento do total das ações emitidas. Esta restrição passou a vigorar imediatamente para a formação do capital das empresas novas. As S.As. de capital fechado que queriam abrir o capital também estavam sujeitas a esta restrição.

As S.A. de capital aberto existentes podiam manter a proporcionalidade vigente na lei anterior de 2/3 do capital social, inclusive em relação às novas emissões. Uma vez reduzida tal proporcionalidade, não era permitido elevá-la novamente. A nova proporcionalidade exigia maior representatividade do capital social em ações com direito a voto e visava aumentar a quantidade de ações necessárias ao exercício de controle. A reforma da Lei das S.A. trouxe para o texto da lei, práticas de governança corporativa e representou um nítido avanço na proteção legal dos direitos dos acionistas minoritários.

Segundo Carvalhosa e Eizirik (2002):

O objetivo inicial da reforma era o de promover o fortalecimento do mercado de capitais, mediante o estabelecimento de um sistema de maior proteção aos minoritários, bem como a incorporação ao direito societário de princípios de boas práticas de governança corporativa, seguindo o receituário de agências internacionais de fomento do mercado de capitais.

A Lei nº 10.303/01 reintroduziu no direito societário brasileiro, em novas bases, o instituto da oferta pública obrigatória de aquisição das ações dos acionistas minoritários por ocasião da alienação do controle acionário de companhia aberta. Esta lei não restaurou o princípio do tratamento igualitário contido originalmente no art. 254, mas consagrou expressamente o princípio do valor diferenciado de ações da mesma espécie. O art. 254-A em vez de obrigar o adquirente do controle a estender aos minoritários as mesmas condições oferecidas pelo bloco de controle determina que ele

deva pagar aos minoritários, preço no mínimo igual a 80% do valor pago por ação integrante do bloco de controle através de oferta pública de compra (*tag along*).

Para Gorga (2005), não obstante a mídia ter anunciado durante o processo legislativo que a lei contribuiria para melhorar o padrão das práticas de governança corporativa e para fomentar o crescimento do mercado de capitais, o resultado da legislação aprovada fica consideravelmente aquém dos objetivos iniciais anunciados.

Após sete anos de tramitação na câmara dos deputados e modificação no texto original, o Projeto de Lei (PL) número 3741/00 foi finalmente aprovado na Comissão de Assuntos Econômicos (CAE), no plenário do Senado Federal e sancionado pelo Presidente da República em 28 de dezembro de 2007, tornando-se Lei 11.638, que modifica a Lei 6.404/76, cujo principal objetivo é a alteração das regras contábeis, aproximando-se ao padrão internacional do IFRS (*International Financial Reporting Standards*), que será obrigatório, de acordo com a CVM, para as companhias abertas do Brasil a partir de 2010.

O arcabouço geral do disciplinamento das sociedades anônimas como um todo, manteve a linha mestre de conduta fixada pela lei 6.404, onde pode se destacar os seguintes pontos: a preocupação com o tratamento das empresas de capital aberto, o melhor funcionamento do mercado de capitais e uma maior atenção para o acionista minoritário. (CARVALHOSA, 2001).

2.6. Dispersão X Concentração do Capital

Para Becht, Bolton e Roell (2003), como a dispersão de capital é uma fonte importante de problemas de governança corporativa, é fundamental investigar o que causa a dispersão. Para esses autores, existem ao menos três razões que justificam a propriedade dispersa.

Primeira, e talvez a mais importante, a riqueza individual dos investidores pode ser pequena em relação ao tamanho de alguns investimentos. Segunda, mesmo se um acionista tem condições para deter um percentual relevante de capital em uma firma, ele pode querer diversificar seu risco investindo menos. E a terceira diz respeito à preocupação do investidor com liquidez. Um volume grande de ações pode ser mais difícil de ser vendido no mercado secundário.

De acordo com Procianny (1994), a existência de um grupo controlador bem definido é característica do mercado brasileiro. Das 650 empresas com ações negociadas na bolsa de valores existentes no mercado brasileiro no início da década de 90, poucas eram as que não tinham o controle definido por um grupo controlador.

Siqueira (1998) verificou que as empresas brasileiras de capital aberto com maior dispersão do controle acionário, tomando por base uma amostra constituída por 278 companhias, tendiam a apresentar um melhor desempenho.

Valadares e Leal (2000), e Leal, Carvalhal da Silva e Valadares (2002), analisaram as estruturas direta e indireta de controle e se depararam com um alto grau de concentração de controle nas empresas brasileiras.

La Porta *et al.* (1998) verificaram que nos países onde os sistemas legais garantem maior grau de proteção aos acionistas e credores, existem corporações que se encaixam no modelo de Berle e Means e nos países onde a proteção legal é menos significativa, observa-se uma maior concentração do controle das empresas.

Para esses autores, quando os investidores estão protegidos da expropriação pelos acionistas controladores e administradores, estão dispostos a pagar preços maiores pelos valores mobiliários, conseqüentemente tornando sua emissão mais atrativa para os empresários que buscam financiamento.

A propriedade dispersa é possível apenas quando o sistema legal fornece proteção adequada para os acionistas minoritários, cabendo também às práticas de governança corporativa restringir as possibilidades de expropriação aos acionistas minoritários. (LA PORTA ET AL. 1998)

Para Bebchuk (1999), quando os benefícios privados de controle são altos a propriedade dispersa é um estado transitório e, os blocos de controle eventualmente podem reaparecer. Esse autor define benefícios privados de controle como as vantagens que os acionistas controladores podem usufruir sobre a companhia em detrimento dos demais acionistas.

No entanto, nos Estados Unidos e na Inglaterra, no final do século XIX e início do século XX, os maiores negócios privados se transformaram em corporações, com as ações passando do controle familiar para o mercado (COFFEE, 1999). Nestes períodos, nenhum dos dois países tinha proteção legal forte para os minoritários.

Carvalhal da Silva (2002) concluiu em seu estudo que a maior parte das empresas brasileiras é controlada por grupos familiares, seguido de investidores

estrangeiros, e em menor porte por investidores institucionais e pelo governo. Verificou também que a maior parte das empresas possui estruturas de pirâmides, como forma para manter o controle das empresas, com frequência menor em empresas estatais e maior presença em empresas familiares e estrangeiras.

Leal, Da Silva e Valadares (2007) definem como estrutura de pirâmide, quando várias empresas holding em sucessão possuem participações umas nas outras, permitindo que o acionista no final da cadeia controle a empresa de capital aberto com menos votos do que seria necessário por lei.

Para Leal (2002), mesmo nos Estados Unidos a visão clássica de corporação com predominância de empresas com propriedade diluída só é observada em grandes empresas americanas. Trabalhos neste país mostram que boa parte das empresas americanas tem acionistas com mais de 51% do capital votante.

As companhias abertas brasileiras apresentam forte concentração de ações com direito a voto, com uma ausência quase total de empresas com estrutura pulverizada (SILVEIRA 2005, CARVALHAL DA SILVA, 2007)

Para Silveira (2005, p.56),

a alta concentração da propriedade (posse de ações) e do controle (tomada de decisão) das companhias, aliada à baixa proteção legal dos acionistas, faz com que o principal conflito de agência no país se dê entre acionistas controladores e minoritários, e não entre acionistas e gestores, como nos países anglo-saxões com estrutura de propriedade pulverizada.

Segundo Coffee (2001), ao contrário de uma convergência na direção de uma estrutura de capital única, o século vinte assistiu uma polarização de estrutura corporativa entre dois sistemas rivais de governança corporativa, o sistema de propriedade dispersa e o sistema de propriedade concentrada.

Para esse autor, o primeiro se caracteriza por um forte mercado de ações; padrões elevados de divulgação e transparência, no qual o mercado para controle corporativo estabelece os mecanismos básicos disciplinares. O segundo é caracterizado pela presença de acionistas controladores, fraco mercado de ações, altos benefícios privados de controle, baixos padrões de divulgação e transparência, com apenas um modesto papel exercido pelo mercado para o controle corporativo, mas com um possível papel substituto de monitoramento sendo exercido por grandes bancos. A dúvida é se esta dicotomia persistirá em um cada vez mais competitivo mercado global de capitais.

La Porta *et al.* (1998) constataram que sistemas legais baseados no Direito civil de origem francesa proporcionam proteção inferior para os acionistas minoritários, e conseqüentemente modelos de propriedade dispersa podem originar-se apenas em ambientes legais baseados no Direito comum (*common-law*) ou consuetudinário

Weffort (2005) explica que o sistema consuetudinário é de origem inglesa, e foi elaborado com base no sistema costumeiro, com soluções casuísticas (caso a caso) para os conflitos. A jurisprudência é sua principal fonte.

Coffee (2001) argumenta que se o modelo apresentado por La Porta *et al.* (1998), está correto, os países que têm sistemas legais baseado no Direito Civil (*civil law*) tendem a ter mercados de capitais fracos com estruturas de propriedade concentrada.

O sistema codificado ou romano-germânico, segundo Weffort (2005), formou-se na Europa Continental sendo, portanto, o sistema jurídico mais freqüente dos países europeus e de seus colonizados na América Latina. Esse sistema dá mais importância à norma jurídica escrita, ordinariamente conhecida como lei.

Coffee (2001) menciona que diversas pesquisas sugerem que um mercado de capitais vigoroso é um instrumento para o crescimento da economia, e que para atingir este patamar é necessário um forte embasamento legal de proteção aos acionistas minoritários.

La Porta *et al.* (1998) argumentam que o modelo de propriedade dispersa não pode se espalhar a menos que reformas legais fundamentais protegendo os direitos dos minoritários sejam adotadas como uma pré-condição. Na época que o estudo foi realizado, alguns pesquisadores alegavam que os países de Direito civil tinham um ambiente de controle inferior ao do Direito comum. A pulverização de capital se torna mais viável em ambientes institucionais melhores.

Para Coffee (2001), apesar de não ter dúvidas que o sistema legal de um país influencia seu mercado de capitais, seu trabalho indica que uma transição em direção à propriedade dispersa já está bem avançada e aparentemente irá continuar, mesmo que no curto prazo não aconteçam mudanças legais substanciais.

Ainda segundo esse autor, não há necessidade de se implementar todas as regras do Direito-comum (*common-law*) para o desenvolvimento de mercados de capitais, em países com Direito Civil (*civil law*) e em economias em transição. Medidas de auto-ajuda, incluindo auto-regulação podem potencialmente fornecer substitutos funcionais

que significativamente compensam qualquer deficiência na proteção dos acionistas minoritários, que os padrões do Direito civil acarretam. Isto não significa que reformas substanciais na legislação não sejam importantes, ou que a auto-regulação possa fornecer substitutos adequados para o cumprimento das leis (*enforcement*), mas sim que estratégias adaptáveis podem ser delineadas para nações, mercados individuais e firmas individuais. (COFFEE, 2001).

Em seu estudo, Carvalho da Silva (2002) já previu que mudanças na estrutura de controle das empresas brasileiras estavam sendo delineadas e a consequência seria a fragmentação no controle acionário.

Para esse autor, o modelo empresarial brasileiro encontra-se num momento de transição. De um cenário onde oligopólios, empresas com controle e administração familiar, empresas com controle acionário definido e altamente concentrado, acionistas minoritários passivos e conselhos de administração sem poder de decisão e submissos ao controlador, emergindo para outro cenário, com uma nova estrutura societária, com uma maior fragmentação do controle acionário, uma maior participação dos investidores institucionais, focados na eficiência econômica e na transparência na gestão.

O ambiente legal é um assunto que tem ocupado destaque nos estudos que têm relação com governança corporativa (La Porta *et al.*, 1998; Nenova, 2003 e Saito, 2002), uma vez que as normas e seu efetivo cumprimento são elementos vitais para que haja proteção para os investidores e para que os direitos destes sejam respeitados.

Para Leal (2002), quanto melhor a proteção legal, maior a proteção aos direitos de propriedade de um país, maior a capitalização do mercado de ações, mais e maiores empresas são negociadas na bolsa, maiores são os múltiplos, maiores são as avaliações relativas de preço em relação ao valor contábil e maiores são os dividendos. Mercados com essas características têm uma menor concentração de propriedade e controle, ou seja, a estrutura tende a ser mais dispersa, menores são os benefícios privados de controle e mais investimentos são realizados.

Modigliani e Perotti (2000) ressaltam a influência da qualidade da coerção judicial (*enforcement*) e da proteção ao investidor para o desenvolvimento do mercado de capitais. Além da existência das leis é necessário fazer-se com que as mesmas sejam cumpridas.

Procianoy e Schnorrenberger (2004) elencam diversos estudos sobre a influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital no mercado internacional e

também aspectos e estudos relacionados ao controle acionário e estrutura de capital no mercado brasileiro.

Coffee (2001) apontou que um quebra-cabeças se formou comparando estudos sobre governança corporativa. Enquanto Berle e Means assumiram que todas as grandes corporações de capital aberto amadureciam para um estágio final com uma estrutura de capital caracterizada pela separação entre propriedade e controle, a evidência empírica contemporânea é oposta a esta colocação.

Para Coffee (2001), o quebra-cabeça é se tal dicotomia pode persistir em um mercado de capitais globalizado que cada vez cresce mais. Em teoria, a forma mais eficiente deveria emergir como a dominante.

Para este autor (Coffee, 2001,p.5), “um número crescente de pesquisas indicam que um mercado de capitais ativo é o motor para o crescimento da economia”.

Roe (2000) apud Coffee (2001) apresenta uma teoria com outro ponto de vista, baseada na questão política. Para esse autor a tradição política da “social democracia” européia é a causa da inexistência de um mercado de capitais forte na Europa. Para ele a pressão da social democracia sobre a administração da empresa muitas vezes é um entrave para a maximização dos lucros, em benefício da manutenção de um alto nível de empregos.

Em circunstâncias adversas na economia, quando o corte de pessoal se faz necessário para redução de custos, empresas de capital aberto, muitas vezes, são pressionadas a manter o nível de empregos em favor do bem social.

Estas empresas estariam mais expostas a custos de agência dos gestores, impostos pela democracia social, do que empresas não listadas.

Para esse autor, a propriedade concentrada é uma reação defensiva para estas pressões políticas, através de falta de transparência na contabilidade, reservas escondidas e supervisão direta da gestão, permitindo uma melhor resistência pelos blocos de controle em gastar recursos da empresa.

Coffee (2001) aponta um denominador comum nas teorias de La Porta *et al.* (1998), Bebchuk (1999) e Roe (2000), a separação entre propriedade e controle não é fácil quando os custos de agência dos gestores são altos. Embora discordem sobre as causas, todos concordam que o surgimento de um mercado de capitais líquido e forte requer que os problemas decorrentes dos custos de agência sejam adequadamente resolvidos por atuação do Estado (*state action*).

Coffee (2001) sugere que a variável principal para o desenvolvimento mais cedo da propriedade dispersa nos Estados Unidos e Inglaterra, do que na Europa Continental foi a separação do setor privado nesses países de Lei-comum, da supervisão e do controle do Governo.

Na ausência de regulamentação governamental direta, sistemas fortes de auto-regulação emergiram nos Estados Unidos e Inglaterra, quase sempre administrados por organismos privados como bolsas de valores, que procurava regular a conduta de seus membros em favor do interesse de todos (COFFEE, 2001).

Na França e, em escala menor, na Alemanha o estado intervinha constantemente no mercado, objetivando proteção ou esfriamento, mas o grau de supervisão paternalística imposta atrapalhou o desenvolvimento do mercado e da auto-regulamentação.

Dyck e Zingales (2004) encontraram em seu estudo (o qual inclui o Brasil), baseado num amostra de 412 operações de venda de controle realizadas em 39 países, que nos países onde os benefícios privados (como *tunneling*, transações com partes relacionadas, remunerações excessivas) do controle são grandes, a propriedade é mais concentrada, as privatizações tem menor probabilidade de acontecer na forma de ofertas públicas e o mercado de capitais é menos desenvolvido.

Para Dyck e Zingales (2004), a literatura acadêmica frequentemente identifica benefícios privados do controle como um valor “psicológico” pelo simples fato do acionista deter o controle. Para estes autores embora certamente este seja, em alguns casos, um fator, é difícil justificar milhões de dólares como prêmio pelo simples prazer do comando. O estudo demonstrou que no Brasil, os benefícios privados de controle equivalem a 65% do valor acionário, sendo este o valor mais elevado de todos os países da amostra.

A utilização de recursos da empresa para pagar por privilégios do controlador é uma das evidências mais comuns da utilização do benefício privado de controle (DYCK e ZINGALES, 2004). Porém, para esses autores a detenção do controle não confere apenas benefícios, podendo envolver também custos, como a falta de diversificação pela manutenção do bloco de controle pelo acionista controlador.

Claessens *et al.* (2002, p.2741), entretanto, apontam o efeito-incentivo (*incentive*) como um efeito positivo quanto à presença de acionistas controladores na

companhia, uma vez que tendo muitos recursos investidos na empresa, estes têm maior incentivo para coletar informações e monitorar os gestores.

Morck, Shleifer e Vishny (1998), apresentam o monitoramento e os incentivos, como efeitos positivos de grandes concentrações de propriedade, e o entrenchamento (*entrenchment*) como efeito negativo de controle.

Silveira *et al.* (2004, p.362), apresentam efeitos negativos devido à concentração de ações em poder de grandes acionistas, como “o efeito de entrenchamento, que ocorre quando a partir de uma certa concentração da propriedade, os grandes acionistas passam a perseguir os benefícios privados do controle a custas dos demais investidores”. Para esses autores, o efeito-entrenchamento enseja a hipótese de que “quanto maior o direito de controle (direito de voto) do acionista controlador, maior a probabilidade de expropriação de riqueza dos outros acionistas”

Para Leal (2007, p.17), o Brasil apresenta níveis elevados de concentração do direito de voto, constatando-se um aumento na participação votante dos acionistas controladores, onde mais de 80% das empresas apresentam algum tipo de estrutura indireta de controle e severo grau de alavancagem utilizando essas estruturas e ações não votantes. “Existe evidência de *entrenchment* nas companhias brasileiras, mas não existe evidência significativa do *incentive*”.

Grau de alavancagem é a utilização de ativos ou de recursos de terceiros na combinação da estrutura de capital, visando aumentar o retorno final dos investidores, como os proprietários de empresas, acionistas, investidores em mercados de investimentos e outros (BOVESPA, 2008).

Capítulo 3

Metodologia da Pesquisa

3.1. Método Utilizado e Análise dos Dados

A pesquisa desenvolvida é de natureza qualitativa e o método de pesquisa utilizado é o de estudo de casos múltiplos, com propósito exploratório e descritivo. O tema da pesquisa é novo e pouco explorado no Brasil. A justificativa pela adoção do método de estudo de caso se deu em função da pouca quantidade de empresas com capital pulverizado existentes no mercado brasileiro, o que impossibilitaria um estudo estatístico.

Godoy (1995) afirma que a pesquisa qualitativa, apesar de ter sido utilizada por antropólogos e sociólogos regularmente, passou a ser também utilizada em outras áreas da ciência, como psicologia, educação e administração de empresas somente nos últimos 30 (trinta) anos.

A autora afirma ainda que podem existir contornos distintos no caminho seguido entre as pesquisas qualitativa e quantitativa, embora ambas se caracterizem como um esforço cuidadoso para a descoberta de novas informações e visem a ampliação do conhecimento existente.

Uma grande diferenciação entre as pesquisas qualitativa e quantitativa, é que a primeira não procura enumerar ou medir os eventos estudados, tampouco se utiliza de instrumental estatístico na análise dos dados. Parte de questões ou focos de interesse amplos, que vão se definindo na medida em que o estudo avança (GODOY, 1995)

Segundo a autora, este tipo de pesquisa é descritiva e interativa, envolvendo a obtenção dos dados a serem analisados através de um contato direto do pesquisador com a situação estudada, cabendo a este procurar compreender os fenômenos de acordo com a perspectiva dos sujeitos, ou seja, dos participantes do estudo.

Bryman (1989) defende a atividade científica como uma abordagem sistemática de investigação, coleta de dados e análise detalhada. O estudo de caso consiste em uma modalidade de pesquisa indicada quando se deseja capturar e entender a dinâmica da

vida organizacional e tem sido amplamente utilizado nos estudos organizacionais. Caracteriza-se por descrever um evento ou caso de uma forma longitudinal.

Para Yin (2005 p. 22), as estratégias de pesquisas podem ser: experimental; *survey* (levantamento); histórica; análise de informações de arquivos (documental) e estudo de caso. Cada uma dessas estratégias pode ser usada para propósitos: exploratório; descritivo ou explanatório (causal).

O exploratório serve para obter informação preliminar sobre o respectivo objeto de interesse. O descritivo preocupa-se com o relato detalhado de um fenômeno social. O explanatório busca as causas. Um trabalho exploratório pode ser necessário como um estudo piloto de uma investigação em larga escala. Um estudo descritivo pode ser necessário para preparar um programa de intervenção.

Para Godoy (2006, p.115), parece existir pouca precisão na utilização do termo “estudo de caso”, o qual se designa uma ampla categoria de estudos envolvendo métodos quantitativos e/ou qualitativos de pesquisa.

Para esta mesma autora “o estudo de caso deve estar centrado em uma situação ou evento particular cuja importância vem do que ele revela sobre o fenômeno objeto da investigação” (GODOY, 2006, p.121).

Para Stake (1988, p.256), a principal diferença entre o estudo de caso e outras modalidades de pesquisa é o foco de atenção do pesquisador.

Dentro do método estudo de caso, as técnicas mais utilizadas são a observação e a entrevista. A observação é tida como fundamental e pode ser do tipo participativa (quando o pesquisador interage diretamente com os membros do grupo estudado); pode ser não-participativa (quando ocupa a posição de espectador atento); ou ainda do tipo intermediária.

O conteúdo das observações traz uma característica descritiva, onde o pesquisador descreve os fatos que observou no campo, e também uma reflexiva, onde ele apresenta seus comentários. A técnica de observação normalmente está associada a entrevistas rápidas, curtas e informais, podendo-se optar também, por uma entrevista mais formal.

Segundo Godoy (2006, p.143),

a pesquisa qualitativa, e, mais especificamente o estudo de caso, favorece o engajamento do pesquisador com o cotidiano da administração, proporcionando uma compreensão profunda e ao mesmo tempo ampla e integrada da realidade das organizações. Além disso,

espera-se do estudo de caso que este traga contribuições aos problemas da prática.

Como estamos lidando com problemas pouco conhecidos no ambiente de mercado de capitais brasileiros e a pesquisa é de cunho exploratório, a utilização do estudo de casos para este tipo de investigação parece ser o mais adequado. Também o número de empresas é muito pequeno o que não permite o uso de procedimentos estatísticos baseados em amostragem e não há hipóteses muito claras para serem testadas.

Para Yin (2005, p.109), as evidências para um estudo de caso podem vir de seis fontes distintas: como documentos, registros em arquivo, entrevistas, observação direta, observação participante e artefatos físicos. O autor também afirma que nos estudos de caso deve-se utilizar várias fontes de evidências, que podem conter variadas formas de apresentação sobre evidências relevantes.

Toda e qualquer ação de pesquisa deve estar centrada em objetivos claros. O primeiro passo para um procedimento de pesquisa é o trabalho que envolve os dados de um estudo. Após definição destes objetivos, buscam-se os dados que os satisfaçam, sejam eles primários ou secundários.

Consideram-se dados primários aqueles que foram colhidos junto às fontes, são os dados originais, que foram prospectados sem que tenha havido um estudo preliminar acerca da amostra em específico. Pode-se entender como dados secundários aqueles que estão à disposição do pesquisador e advêm de outros estudos. São fontes consideradas de dados secundários; internet, bancos de dados, cadastros, jornais, revistas, filmes, entre muitas outras fontes.

3.2. Seleção das Empresas Estudadas

Para este estudo, a seleção das empresas se deu através de dados obtidos no *website* da Bovespa, através de pesquisa nos IAN de 2006 e ITR de setembro de 2007. A data de corte foi novembro de 2007.

Foram selecionadas sete empresas, respeitando os seguintes critérios de seleção:

- a) inexistência de acionista individual com participação maior que 15%,
- b) capital em circulação maior que 80%,
- c) inexistência de acordo de acionistas.

As empresas selecionadas estão listadas em ordem alfabética e são:

1. Cremer S.A.;
2. Dasa - Diagnósticos da América S.A.;
3. Embraer – Empresa Brasileira de Aeronáutica S.A.;
4. Eternit S.A.;
5. Gafisa S.A.;
6. Invest Tur - Companhia Brasileira de Desenvolvimento Imobiliário e Turístico S.A.;
7. Lojas Renner S.A.

Das empresas selecionadas a Dasa foi a única empresa que não manifestou interesse em participar do estudo.

Os setores de atuação dessas empresas compreendem as áreas de têxtil e vestuário (medicamentos e outros serviços); máquinas e equipamentos – produção de aeronaves; construção civil, material de construção e decoração; empreendimentos, administração e participações; planejamento, incorporação e desenvolvimento e exploração de empreendimentos imobiliários no ramo de turismo de lazer e de negócios; e comércio atacado e varejo. Não foram selecionadas para o estudo a Bovespa e a BMF por não terem fins lucrativos antes da abertura de capital, podendo dessa forma não ser comparáveis com as demais empresas.

O estudo de caso foi elaborado com base no roteiro de entrevista (Apêndice 1) e foram realizadas entrevistas com Presidentes do Conselho, Diretores Presidente e Diretores de Relações com Investidores.

Ao todo foram realizadas 12 entrevistas pessoais com 4 (quatro) presidentes de conselho, 1 (um) conselheiro, 2 (dois) diretores presidentes, 4 diretores de Relações com Investidores e 3 funcionários do departamento de Relações com Investidores.

Os dados levantados foram então discutidos, para formar as conclusões, em outras 7 (sete) entrevistas realizadas com a presidente da CVM; o presidente do conselho do IBGC e diretor de fundo de investimento e com 5 representantes da Bovespa: o diretor presidente, o diretor e a gerente de Relações com as Empresas e mais duas funcionárias deste departamento.

Através de coleta de dados públicos e das entrevistas foi investigada a percepção dos respondentes sobre as mudanças ocorridas nas empresas em função da pulverização do capital.

Os dados públicos foram levantados através da Economática, documentos societários das empresas como IAN, ITR, atas e relatório anual e através dos *websites* da CVM, da Bovespa e das próprias empresas.

No quadro abaixo as empresas pesquisadas, o percentual do capital em circulação de cada uma das empresas, seus principais acionistas, o percentual de ações em poder de outros acionistas e o setor de atuação das empresas. A data base desses dados é 30 de setembro de 2007.

Quadro 1 – Empresas pesquisadas, capital em circulação e principais acionistas

	Empresa	Capital em Circulação %	Principais Acionistas	Outros	Sector de Atuação
1	Cremer	99,09	Aim Develop Markets Fund – 6,07 Cremer Holdings – 5,50 Findklay Park L. A. Fund – 5,04	83,39	Têxtil e Vestuário
2	Dasa	93,50	Brazilian Analysis & Diag Prev Inv – 10,14 Caio Auriemo – 6,27	83,59	Serviços Médicos Análises Clínicas e Medicina Diagnóstica
3	Embraer	99,57	Previ- 13,93 Grupo Bozan – 8,65 BNDESpar – 5,05 Janus Capital Management – 5,20	67,17	Máquinas, equipamentos, veículos e peças Produção de Aeronaves
4	Eternit	93,00	Geração L Par Fundo Inv Ações – 6,89 Bahema Participações – 6,04 Luiz Barsi Filho – 5,47 Victor Adler – 5,46	75,58	Construção Civil, material de construção e decoração, indústria e comércio de produtos de fibrocimento, cimento, concreto e gesso
5	Invest Tur	99,99	Credit Suisse Securities – 7,75 Amber LA Invest – 5,99 Espírito Santo Tourism – 5,82 UBS AG, London Branch – 5,35 Citigroup Global Market – 5,30	65,61	Planejamento, incorporação, desenvolvimento e exploração de empreendimento imobiliário no ramo de turismo de lazer e de negócios.
6	Gafisa	97,64	EIP Brazil Holdings – 13,77	83,87	Construção civil, material de construção e decoração Incorporação Empreendimentos Imobiliários residenciais
7	Renner	99,95	Sloane Robinson – 5,52	94,48	Comércio atacado e varejo

Capítulo 4

Análise Geral

4.1. Empresas Objeto do Estudo

4.1.1. CREMER S.A.

Entrevistados:

Antonio Cesar Godoy da Silva - Diretor Presidente (18/03/2008)

Luiz Serafim Spínola Santos - Presidente do Conselho de Administração (01/04/2008)

1. Histórico
2. Evolução da estrutura societária
3. Determinantes da pulverização da estrutura societária
 - 3.1. Destinação dos recursos da oferta pública de ações
4. Implicações da estrutura pulverizada nas práticas de governança corporativa
 - 4.1. Conselho
 - 4.2. Gestão
 - 4.3. Sistema de remuneração
 - 4.3.1. Plano de opção de compra de ações
 - 4.3.2. Programa especial
 - 4.4. Mecanismo de proteção da dispersão da base acionária – *Poison pills*
 - 4.5. Política de dividendos
 - 4.6. Estrutura das assembleias e área de relações com investidores
5. Implicações das mudanças na liquidez e valor das ações

1. Histórico

A Cremer foi fundada em 1935 por um grupo de empresários e médicos de Blumenau, Santa Catarina, que se uniram a Werner Siegfried Cremer, um imigrante alemão fabricante de produtos hospitalares em Porto Alegre, Rio Grande do Sul.

Inicialmente, a companhia fabricava produtos têxteis, incluindo ataduras, gazes, fraldas de pano e ataduras gessadas.

Em 1970, a Cremer começou a produzir esparadrapos. Depois de 4 (quatro) anos, a companhia iniciou a produção de capas e carretéis plásticos para seus produtos adesivos hospitalares, por meio de sua subsidiária Plásticos Cremer. Posteriormente, a Plásticos Cremer diversificou sua atuação e passou a produzir e comercializar componentes plásticos para a indústria têxtil e eletroeletrônica. Em 1980, a Cremer lançou a linha de adesivos industriais, passando a produzir e comercializar fitas adesivas para os segmentos calçadista e automobilístico. Em 1994, a companhia inaugurou planta industrial dedicada à fabricação de adesivos.

A empresa passou por dificuldades financeiras na década de 90, conforme informaram os administradores entrevistados. Em 1997, a companhia passou por um processo de reestruturação administrativa e operacional para equacionar seus problemas financeiros. Como parte desse processo, seu negócio de fraldas descartáveis e produtos para bebês foi vendido para a Mabesa, e para gerir a companhia interinamente foi contratada a Applied Competitive Strategies do Brasil. Foram tomadas várias medidas, que resultaram em uma melhoria de sua competitividade e rentabilidade operacional. Entre elas, em 2000, a companhia decidiu alterar o seu modelo de comercialização e passou a se relacionar diretamente com seus clientes por meio de um *call center* próprio, reduzindo significativamente sua dependência de distribuidores.

Mesmo afastado o risco de insolvência, poucos meses após ter sido firmado o Contrato de Gestão Interina, entre 1997 e o final de 2003, a Cremer não gerava caixa suficiente para amortizar o seu pesado passivo financeiro, o que constrangia o seu crescimento, por não ter na época fluxo de caixa livre para investir em novos equipamentos e em capital de giro.

Em abril de 2004, a CremerPar, sua controladora direta na ocasião, lançou uma oferta pública de aquisição de ações (OPA) que resultou no fechamento de capital e cancelamento do seu registro de companhia aberta. O fundo MLGPE (Merrill Lynch Global Private Equity) adquiriu indiretamente 81% do seu capital social e injetou novo capital na empresa. No âmbito da OPA, foram compradas no mercado bursátil todas as ações dos acionistas minoritários de mercado. Além do MLGPE, permaneceram como acionistas as duas famílias dos fundadores e a Applied. Posteriormente à oferta, foi feito

um aumento de capital em dinheiro na Cremer, tendo sua situação financeira sido saneada.

De acordo com os administradores entrevistados, uma nova diretoria foi contratada para fortalecer a gestão da empresa e completar sua reestruturação, com o objetivo, segundo a companhia, de transformá-la no maior distribuidor de produtos descartáveis para a saúde no Brasil.

2. Evolução da estrutura societária

Até o exercício de 2003, o controle da empresa pertenceu a grupos familiares descendentes dos fundadores ou vinculados aos fundadores da companhia.

Em 19 de dezembro de 2003, o fundo da Merrill Lynch (MLGPE), por intermédio da MLIBK Positions Inc., celebrou com os então controladores um Acordo de Contribuição e Subscrição (*Contribution and Subscription Agreement*) por meio do qual se comprometeu a adquirir o controle acionário da companhia.

Em março do ano seguinte, as duas famílias dos fundadores e a acionista Applied transferiram suas ações da companhia para a CremerPar, *holding* constituída com o objetivo de servir como veículo para a aquisição do controle da empresa pela Merrill Lynch, por intermédio do fundo MLIBK. Com essa operação, o controle acionário direto da companhia passou a ser exercido pela CremerPar.

Em 26 de abril de 2004, foi realizada a Oferta Pública de Aquisição de Ações da empresa (OPA), sendo a CremerPar a ofertante. Com a OPA, ocorreu o fechamento do capital da companhia, e as duas famílias juntamente a Applied transferiram a totalidade das ações de emissão da CremerPar para a Cremer Holdings, sociedade formada nos Estados Unidos, passando a deter 18,89% do capital da Cremer Holdings.

A Merrill Lynch (MLIBK) subscreveu e integralizou o equivalente a 81,11% do capital da Cremer Holdings. Dessa forma, após a OPA e o fechamento do capital da companhia, os controles acionários direto da Cremer Holdings e indireto da CremerPar e da empresa passaram a ser detidos pela Merrill Lynch

A Cremer Holdings passou a deter 99,99% do capital da CremerPar e a CremerPar passou a deter 99,99% do capital da Cremer S.A..

Em 31 de dezembro de 2004, a companhia incorporou a CremerPar e as ações de titularidade da CremerPar foram canceladas e substituídas por novas ações subscritas pela Cremer Holdings.

Imediatamente antes do IPO (*Initial Public Offering*) da companhia, a composição acionária da Cremer Holdings na época era a seguinte: dois veículos de investimento da Merrill Lynch (81,11%), Breckland Managment Ltd. (6,64%), S.Z.S International Ltda. (5,56%), F.I. International Ltd. (4,76%) e Rasley Corporation Sociedad Anonima (1,93%).

Dessa forma, após a OPA e o fechamento do capital da companhia, os controles acionários direto da Cremer Holdings e indireto da CremerPar e da empresa passaram a ser detidos pela Merrill Lynch (MLIBK e MLV).

Em 08 de março de 2007, a companhia e a acionista Cremer Holdings, LLC requereram o registro na CVM de uma oferta pública de distribuição primária e secundária de ações (IPO).

A Oferta foi realizada em mercado de balcão não-organizado, no Brasil, nos termos da Instrução da CVM nº. 400/03 e, ainda, com esforços de colocação no exterior, com base em isenções de registro previstas pelo *U.S. Securities Act* de 1933, conforme alterado.

Em Oferta Primária foram lançadas 12 milhões de ações ordinárias nominativas (56% do capital), e em Oferta Secundária foram colocadas à venda 17.020.348 de ações ordinárias nominativas (80% do capital), todas de propriedade da Cremer Holdings, LLC. A Companhia não recebeu nenhum recurso obtido com a venda por parte do acionista na Oferta Secundária.

Em 26 de abril daquele ano, foi fixado o preço das ações da companhia, no valor de R\$ 17,50 por ação. No dia seguinte, verificada a subscrição das ações relativas à Oferta Primária, foi homologado o aumento de capital da companhia em 12 milhões de ações, equivalentes a R\$ 63 milhões. Com isso, seu capital passou a ser de R\$ 133 milhões representados por 33.373.422 ações ordinárias nominativas. Em conta de ágio na subscrição de ações, foi contabilizado o montante de R\$ 147 milhões.

Em 30 de abril, as ações da companhia passaram a ser negociadas no Novo Mercado da BOVESPA, sob o código CREM3.

A partir de maio de 2007, 94% do total das ações emitidas pela companhia passou a ser composto por ações em circulação (*free float*), e o poder de controle passou

a ser exercido de forma pulverizada. Depois de maio de 2008, todas as ações que estavam no período de bloqueio foram liberadas, tendo assim 100% de *free float*.

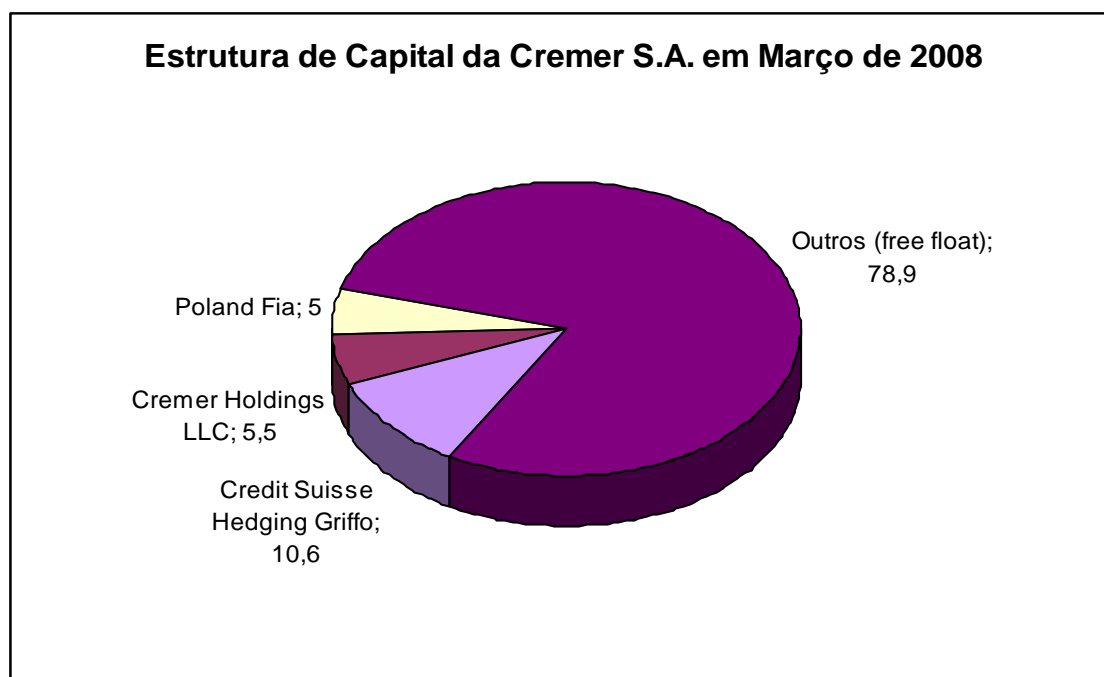
O quadro abaixo informa os dados dos acionistas detentores de mais de 5% de cotas ou das ações ordinárias em abril de 2008. Segundo dados fornecidos pela empresa, nesta data a composição do capital era formada por 71,5% de estrangeiros.

Quadro 2: Acionista detentores de mais de 5% das ações – Em 27/03/07

Acionistas	Quantidade de ações	% participação
Hedging-Griffo Corretora de Valores S.A.	3.569.100	10,60
Cremer Holdings, LLC	1.851.600	5,50
Poland Fundo de Investimentos em Ações	1.675.300	4,97
Ações em Tesouraria	13	-
Outros	26.582.499	78,92
Total	33.678.512	100

Fonte: ITR08. Disponível em www.cremer.com.br/ri/index/shtml

Figura 1: Cremer - Estrutura de Capital em março de 2008



Fonte: ITR08. Disponível em www.cremer.com.br/ri/index/shtml

3. Determinantes da pulverização da estrutura societária

De acordo os administradores entrevistados, quando a Merrill Lynch adquiriu o controle da empresa em 2004, a companhia tinha uma estrutura de capital desbalanceada, em função de dívidas adquiridas para financiamento de crescimento industrial e também devido à desvalorização cambial de 2002. O desbalanceamento foi eliminado com o aporte de capital feito pelo novo acionista controlador e, ao final de 2004, a situação estava normalizada.

No ano seguinte, já na fase pós-fechamento de capital, a companhia emitiu uma cédula de crédito bancário em favor do Banco ABN Amro Real, no valor total de R\$ 50 milhões, com vencimento final em 22 de fevereiro de 2010. Os juros incidiam à taxa de 19,68% ao ano, capitalizados diariamente e pagos em março e setembro de cada ano. A cédula de crédito possuía cláusulas de vencimento antecipado, dentre elas, “mudança de controle acionário da companhia”.

Segundo Godoy, o principal fator motivador para a decisão da abertura do capital na forma de uma ampla oferta de ações foi, de acordo com a empresa, a decisão da Merrill Lynch de realizar o investimento efetuado, uma vez que as condições de mercado eram favoráveis. A oferta secundária permitiu à Cremer Holdings, detentora de 100% do capital da sociedade, “monetizar” quase integralmente seu investimento. Pela oferta primária, a Cremer recebeu importante aporte de capital, que lhe permitiu amortizar integralmente a dívida junto ao ABN Amro e ainda dispor de importante volume de recursos líquidos para financiar seu crescimento.

A decisão para que o controle da companhia fosse vendido no mercado de capitais através de uma ampla oferta pública de ações, segundo os administradores entrevistados, aconteceu devido ao fato de que o mercado estava aquecido e esta forma, na visão dos administradores, era mais rentável na época para os vendedores do que a venda direta para outro investidor estratégico.

3.1. Destinação dos recursos da Oferta Pública de Ações

Foram recebidos recursos de aproximadamente R\$210 milhões provenientes da emissão das ações objeto da Oferta Primária. As despesas com a oferta pública de ações foram de R\$ 24 milhões.

Segundo os administradores entrevistados uma parte dos recursos líquidos provenientes da Oferta Primária foi destinada a quitar o endividamento bancário junto ao Banco ABN Amro Real, cujo saldo em 31 de dezembro de 2006, incluindo juros capitalizados, era de R\$52,8 milhões.

O valor desembolsado para quitação deste passivo ascendeu a R\$ 58 milhões, pois o contrato com o banco credor previa uma compensação pela antecipação do pagamento.

Em linha com a estratégia estabelecida pelo Conselho de Administração da Cremer, o restante dos recursos líquidos provenientes da Oferta Primária será utilizado para aquisição seletiva de empresas de distribuição ou de fabricação de produtos para a saúde, de forma a acelerar o processo de crescimento, e para reforçar o capital de giro, acelerando o crescimento orgânico.

A decisão quanto à utilização dos recursos para aquisição de outras empresas deverá ser tomada após a avaliação econômica e legal das oportunidades de aquisições que vierem a ser identificadas, de forma a agregar valor aos acionistas. Embora até maio de 2008 nenhuma aquisição foi efetivada, existindo alguns acordos de confidencialidade assinados, estando as oportunidades em fase de avaliação ou de negociação.

De acordo com Godoy, dos recursos obtidos com a Oferta Primária, segundo a diretoria da empresa, 30% foram destinados para a quitação do endividamento bancário e 70% para potenciais aquisições de outras empresas e reforço de capital de giro.

4. Implicações da estrutura pulverizada nas práticas de governança corporativa

4.1. Conselho

De acordo com Spínola, antes da oferta pública de ações o Conselho Administração da Cremer, era composto exclusivamente por profissionais indicados pela Merrill Lynch que atuavam muito próximos à gestão da companhia, buscando agregar valor.

Após a oferta pública de ações, o Conselho de Administração, em conformidade com o seu Estatuto Social, segundo o qual a composição deve ser de no mínimo 5 (cinco) e no máximo 11 (onze), passou a ser composto por 7 (sete) membros eleitos pela Assembléia Geral, com mandato unificado de 2 (dois) anos, considerando-se cada ano como o período compreendido entre duas assembleias gerais ordinárias, sendo permitida a reeleição. Excepcionalmente e para fins de transição, o mandato dos atuais membros do Conselho de Administração tem a duração de 3 (três) anos até a Assembléia Geral de 2010. A companhia não mantém qualquer contrato de prestação de serviço com qualquer membro do Conselho de Administração que preveja a concessão de benefícios nem durante nem tampouco após o término de seus mandatos. Na composição atual, 3 (três) conselheiros são considerados independentes.¹⁰

O Conselho de Administração é convocado pelo presidente do Conselho ou pela maioria simples dos conselheiros, devendo segundo seu estatuto ser convocado pelo menos uma vez a cada três meses. Entretanto, as reuniões têm acontecido mensalmente desde o *IPO*.

Segundo Godoy, não existe um processo de avaliação dos conselheiros. O Conselho efetua anualmente a avaliação do executivo principal e é em função desta que se define a remuneração variável.

A remuneração dos conselheiros consiste de um fixo mensal mais uma participação nos resultados, descrito no item 4.3.

A Cremer possui apenas um comitê. Criado pelo Conselho, o Comitê de Remuneração é composto por 3 (três) conselheiros, sendo um de seus integrantes o diretor presidente. Esse comitê é não-deliberativo, constituindo-se em um órgão assessor do Conselho, sendo responsável por acompanhar e avaliar o Plano de Opção de Ações, descrito no item 4.3.1. De acordo com Godoy, devido a sua participação neste comitê as responsabilidades se focam mais na remuneração da gerência.

¹⁰ De acordo com o Estatuto da Cremer o termo “**Conselheiro Independente**” significa o conselheiro que: (i) não tem qualquer vínculo com a companhia, exceto a participação no capital social; (ii) não é acionista controlador, cônjuge ou parente até segundo grau daquele, não ser ou não ter sido, nos últimos 3 (três) anos, vinculado a companhia ou a entidade relacionada ao controlador (ressalvadas as pessoas vinculadas a instituições públicas de ensino e/ou pesquisa); (iii) não foi, nos últimos 3 anos, empregado ou diretor da companhia, do controlador ou de sociedade controlada pela companhia; (iv) não é fornecedor ou comprador, direto ou indireto, de serviços e/ou produtos da companhia, em magnitude que implique perda de independência; (v) não é funcionário ou administrador de sociedade ou entidade que esteja oferecendo ou demandando serviços e/ou produtos à companhia; (vi) não é cônjuge ou parente até segundo grau de algum administrador da companhia; (vii) não recebe outra remuneração da companhia além da de conselheiro (proventos em dinheiro oriundos de participação no capital estão excluídos desta restrição). É também considerado conselheiro independente aquele eleito por eleição em separado, nos termos do artigo 141, §§ 4º e 5º, da Lei das Sociedades por Ações.

Além de propor a política de remuneração global da gerência, que compreende salários fixos, benefícios, bônus e opções, o Comitê dá insumos para o Conselho definir as principais características do Plano de Opção de Compra de Ações.

Ao Conselho cabe também determinar as diretrizes e políticas gerais para os negócios da companhia, estabelecendo, supervisionando e monitorando as atividades dos diretores, escolhendo auditores independentes e implementando e supervisionando a auditoria interna (a ser implantada).

O Conselho, segundo o diretor presidente, tem atuado em questões estratégicas e de longo prazo, como busca de novos diretores e grandes investimentos, não interferindo no dia-a-dia da companhia.

4.2 Gestão

De acordo com o Estatuto da companhia, a Diretoria deve ser composta por 2 (dois) membros eleitos e destituíveis a qualquer tempo pelo Conselho de Administração, um dos quais o diretor presidente e o outro o diretor financeiro de Novos Negócios e de Relações com Investidores, ambos com mandato unificado de 2 (dois) anos, considerando-se ano o período compreendido entre 2(duas) assembléias gerais ordinárias, permitida a reeleição. Em janeiro de 2008, deixou a empresa o antigo ocupante do segundo cargo de diretor, que também era conselheiro. Por esta razão, até maio de 2008 apenas o cargo de Diretor Presidente estava ocupado, estando o Conselho de Administração e a Presidência na busca por um profissional para ocupar a posição vaga.

A responsabilidade da Diretoria consiste na administração cotidiana e na implementação das diretrizes e políticas gerais estabelecidas pelo Conselho de Administração. Suas atribuições incluem a supervisão do cumprimento da legislação aplicável e das deliberações adotadas durante as assembléias de acionistas e reuniões do Conselho, a administração dos negócios e atividades da companhia, a preparação do orçamento anual e o monitoramento de sua implementação após a aprovação pelo Conselho de Administração.

A grande mudança apontada pelos administradores após a dispersão do capital, é que os executivos deixaram de ter uma supervisão constante exercida por um controlador, a Merrill Lynch, e ganharam mais autonomia. Como não ocorreu alteração

da Diretoria Executiva após o IPO, houve uma continuidade do estilo gerencial da empresa, mesmo com o maior grau de autonomia. O Conselho, considerando que a “empresa hoje não tem dono”, mantém-se muito próximo da Diretoria, o que é facilitado pelo fato do presidente também ser um conselheiro.

4.3. Sistema de remuneração

4.3.1. Plano de Opção de Compra de Ações

A companhia possui um Plano de Opção de Compra de Ações para os conselheiros de administração, diretores estatutários e colaboradores, aprovado na Assembléia Geral Extraordinária realizada em 30 de março de 2007.

O Plano de Opção de Ações é acompanhado e monitorado pelo Comitê de Remuneração do Conselho de Administração, ao qual compete propor programas anuais, sugerir os beneficiários e outras condições aplicáveis a cada programa, observados os termos e as condições básicas do Plano de Opção de Ações e as diretrizes fixadas pelo Conselho de Administração.

O Plano de Opção de Ações está limitado a um máximo de 1.350 milhão de opções de compra. A distribuição das opções de compra em cada programa anual deverá assegurar que, no total do Plano de Opção de Ações, considerados os programas anuais: (a) não mais que 300 mil opções de compra sejam outorgadas a executivos com nível de gerência que não sejam administradores estatutários; (b) não mais do que 300 mil opções de compra sejam outorgadas aos membros do Conselho de Administração que não sejam diretores estatutários; e (c) não mais do que 900 mil opções de compra serão outorgadas aos diretores estatutários nos 3 (três) primeiros programas anuais.

No caso dos membros do Conselho de Administração que não sejam diretores estatutários, as quantidades individuais de opções de compra objeto do Plano de Opção de Ações a serem outorgadas nos três primeiros programas anuais são de 12 mil opções de compra para a presidência do conselho (anualmente) e de 9.500 opções de compra para os demais conselheiros (anualmente).

No caso dos diretores estatutários, as quantidades individuais de opções de compra a serem outorgadas nos 3 (três) primeiros programas anuais são de 150 mil (anualmente).

4.3.2. Programa Especial

Como parte do Plano de Opção de Ações, foi criado um programa especial tendo como beneficiários exclusivamente os membros do Conselho de Administração e os diretores estatutários denominado de Programa Especial. O preço do exercício das opções de compra do Plano Especial foi de R\$ 17,50 por ação.

No caso dos diretores estatutários, o Programa Especial foi desenvolvido com o objetivo de permitir que eles reinvestissem, imediatamente após a liquidação da Oferta Global e ao preço por ação fixado na Oferta Global, 50% do valor líquido de imposto de renda sobre o ganho de capital auferido no resgate de suas Unidades de Investimento.

No caso dos conselheiros de administração, o Programa Especial foi desenvolvido com o objetivo de permitir o investimento em ações da companhia imediatamente após a liquidação da Oferta Global, ao Preço por Ação fixado na Oferta Global.

O Programa Especial estava limitado a um máximo de 600 mil opções de compra, sendo 225 mil opções de compra para cada um dos dois diretores estatutários, 36 mil opções de compra para o presidente do Conselho e 28.500 opções de compra para cada um dos demais membros do Conselho de Administração.

4.4. Mecanismo de Proteção da Dispersão da Base Acionária (*Poison Pill*)

Segundo os administradores da companhia, os *poison pills* foram inseridos no Estatuto da empresa para a proteção dos minoritários, impedindo que um acionista ou grupo de acionistas controlassem a companhia e tomassem decisões em benefício próprio, prejudicando os referidos minoritários, sem o pagamento de um prêmio de controle.

O Estatuto Social da companhia em seu artigo 49 contém disposição que tem o efeito de evitar a concentração das ações nas mãos de um grupo pequeno de investidores, de modo a promover uma base acionária mais dispersa. A disposição nesse sentido exige que qualquer acionista que adquira ou se torne titular de ações da companhia. de emissão da companhia; ou (ii) de outros direitos, inclusive o usufruto e o fideicomisso, sobre ações de emissão da empresa, em quantidade igual ou superior a

20% (vinte por cento) de seu capital social, deverá efetivar uma oferta pública de aquisição de ações para aquisição da totalidade das ações da Companhia.

A oferta pública de aquisição deverá ser: (a) dirigida a todos os acionistas da companhia; (b) efetivada em leilão a ser realizado na BOVESPA; (c) o preço de aquisição na oferta pública de aquisição de cada ação não poderá ser inferior ao maior valor entre (i) o valor econômico apurado em laudo de avaliação; (ii) 100% (cem por cento) do preço de emissão das ações em qualquer aumento de capital realizado mediante distribuição pública ocorrido no período de 12 (doze) meses que anteceder a data em que se tornar obrigatória a realização da oferta (iii) 100% (cem por cento) da cotação unitária média das ações da companhia durante o período de 90 (noventa) dias anterior à realização da oferta; (iv) 100% (cem por cento) do preço unitário mais alto pago pelo acionista adquirente, a qualquer tempo, para uma ação ou lote de ações de emissão da companhia; e (d) paga à vista, em moeda corrente nacional.

Caso o acionista adquirente não cumpra com as obrigações descritas acima, inclusive no que concerne ao atendimento dos prazos máximos (i) para a realização ou solicitação do registro da oferta pública de aquisição de ações; ou (ii) para atendimento das eventuais solicitações ou exigências da CVM; o Conselho de Administração da companhia convocará assembleia geral extraordinária (onde aquele acionista adquirente não poderá votar) para deliberar sobre a suspensão do exercício dos direitos daquele acionista adquirente.

A obrigação de realizar uma oferta pública de aquisição nos termos descritos não se aplica na hipótese de uma pessoa tornar-se titular de ações de emissão da companhia em quantidade superior a 20% (vinte por cento) do total das ações em decorrência (i) de sucessão legal, sob a condição de que o acionista aliene o excesso de ações em até 30 (trinta) dias contados do evento relevante; (ii) da incorporação de uma outra sociedade pela Companhia; (iii) da incorporação de ações de uma outra sociedade pela companhia; ou (iv) da subscrição de ações da Companhia, realizada em uma única emissão primária, que tenha sido aprovada em assembleia geral de acionistas da companhia, e cuja proposta de aumento de capital tenha determinado a fixação do preço de emissão das ações com base em valor econômico obtido a partir de um laudo de avaliação econômico-financeira da companhia realizada por empresa especializada com experiência comprovada em avaliação de companhias abertas.

Apenas a assembléia geral poderá dispensar o acionista adquirente da obrigação de efetivar a oferta pública de aquisição de ações prevista no Estatuto Social, caso seja do interesse da companhia.

4.5. Políticas de dividendos

O Estatuto prevê o pagamento de um dividendo obrigatório não inferior, em cada exercício, a 35% (trinta e cinco por cento) do lucro líquido anual ajustado, na forma prevista pelo artigo 202 da Lei de Sociedades por Ações. A Assembléia Geral poderá atribuir aos membros do Conselho de Administração e da Diretoria uma participação nos lucros, não superior a 10% (dez por cento) do remanescente do resultado do exercício, limitada à remuneração anual global dos administradores, após deduzidos os prejuízos acumulados e a provisão para o imposto de renda e contribuição social, nos termos do artigo 152, parágrafo 1º da Lei das Sociedades por Ações.

A distribuição da participação nos lucros em favor dos membros do Conselho de Administração e da Diretoria somente poderá ocorrer nos exercícios em que for assegurado aos acionistas o pagamento do dividendo mínimo obrigatório previsto no Estatuto Social.

4.6. Estrutura das Assembléias e Área de relações com investidores

A companhia elaborou um manual para participação dos acionistas nas assembléias de 2008, com o objetivo de prestar esclarecimentos e orientações aos acionistas, como forma de incentivá-los a participarem das Assembléias Gerais Ordinária e Extraordinária. O manual foi enviado para os principais acionistas. A companhia também disponibilizou dentro do seu *website*, uma página (*hotsite*) com conteúdo específico para as assembléias. Como forma de facilitar a participação, os advogados da companhia estão aptos a receber procurações caso o acionista opte por constituir procuradores.

Em 2008, depois de completar o primeiro exercício pós-IPO, a empresa publicou um relatório da administração, acompanhando suas demonstrações financeiras auditadas.

Segundo os administradores entrevistados a companhia não emite relatório anual, porém disponibiliza as informações no *website*, na área. Os principais objetivos do departamento de Relações com Investidores é o relacionamento com acionistas e potenciais investidores, gerenciamento ativo da base acionária, acompanhamento do desempenho das ações da companhia e das empresas similares, comunicação com o mercado em geral e relacionamento com Bovespa e CVM.

Depois da abertura do capital foi realizada uma reunião “tipo Apimec¹¹” e a previsão é que as mesmas continuem acontecendo regularmente.

No *website* existe uma seção de "fale conosco" e também todos os documentos disponibilizados para a CVM e Bovespa, além de comunicados enviados sobre o operacional da Cremer em geral, chamamos de "*Inside Cremer*", e os informes de resultados.

5. Implicações nas mudanças na liquidez e valor das ação

Considerando que a Cremer não tinha ações negociadas em Bolsa no período anterior à pulverização e da inexistência de histórico no mercado acionário, esta seção não se aplica a esta Companhia. Não foi possível avaliar o impacto da pulverização das ações na liquidez e na percepção de valor de seus papéis.

No apêndice C, encontram-se informações adicionais relativos aos indicadores econômico-financeiros da Cremer.

¹¹ Trata-se de apresentações organizadas pela Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais – Apimec, onde os profissionais da empresa apresentam os resultados financeiros e de desempenho aos analistas e público em geral.

4.1.2. EMBRAER S.A.

Entrevistados:

Maurício Novis Botelho – Presidente do Conselho de Administração – 16/05/2008

Antonio Luiz Pizarro Manso – Vice Presidente Executivo Financeiro – 16/05/2008

1. Histórico
2. Evolução da estrutura societária
 - 2.1. Após a oferta
 - 2.2. Estrutura de capital – abril 2008
3. Determinantes da pulverização da estrutura societária
 - 3.1. Destinação dos recursos da oferta pública de ações
4. Implicações da estrutura pulverizada nas práticas de governança corporativa
 - 4.1. Conselho
 - 4.2. Gestão
 - 4.3. Sistema de remuneração
 - 4.4. Plano de opção de compra de ações
 - 4.5. Mecanismo de proteção da dispersão da base acionária – *Poison pills*
 - 4.6. Política de dividendos
 - 4.7. Estrutura das assembleias e área de relações com investidores
5. Implicações das mudanças na liquidez e valor das ações
 - 5.1. Liquidez
 - 5.2. Valor das ações
6. Ação de Classe Especial da União – *Golden Share*

1. Histórico

A Embraer - Empresa Brasileira de Aeronáutica S.A. - foi fundada em 1969 na cidade de São José dos Campos e era originariamente uma empresa de economia mista. Voltada para a fabricação de aeronaves nos segmentos da aviação comercial, de defesa e executiva, a companhia também presta serviços como assistência técnica e reposição de peças, dando amplo suporte a seus clientes no pós-venda.

Estratégias de produção errôneas deram origem a uma grave crise financeira e econômica, que se iniciou em 1989. A ausência de retorno financeiro para os altos investimentos feitos em projetos de aeronaves que não encontraram mercado para

comercialização implicou na dependência da companhia ao respaldo financeiro da União, que por sua vez, também passava por grave crise financeira.

Em 1992, a Embraer passou a fazer parte do Projeto Nacional de Desestatização e, no final de 1994, a companhia foi privatizada, por ocasião das políticas neoliberais implementadas no Brasil, em especial na década de 1990, pelos governos de Fernando Collor de Mello e Fernando Henrique Cardoso.

Com a privatização, a companhia passou por processo de transformação, tendo de superar as diferenças nos modelos de administração, produção, governança, cultura e relacionamento com seus diversos públicos. A cultura de engenharia que predominara até então como empresa estatal, focada para a indústria, fundiu-se a uma nova cultura empresarial, voltada para a administração dos negócios, trazida pelos novos acionistas controladores (Cia Bozano Simonsen, Previ, Sistel e o banco de investimento Wasserstein Perella).

Como resultado da privatização, a companhia recuperou sua saúde financeira e também iniciou um novo processo de expansão industrial, aumentando significativamente sua participação no mercado aeronáutico mundial.

O setor de atuação da companhia é considerado pelo governo brasileiro como um setor estratégico, conseqüentemente, tornando a empresa, uma empresa estratégica.

Em 31 de março de 2006, a Assembléia Geral Extraordinária (AGE) de acionistas aprovou a proposta de reestruturação societária da Embraer que a transformou numa companhia com capital pulverizado, sem a figura do grupo de controle ou acionista controlador.

A pulverização de capital é considerada por Mauricio Botelho (diretor presidente da companhia entre 1995 e 2007 e presidente do Conselho em junho de 2008 como a mudança societária mais importante desde a privatização da empresa, porque permitiu a criação de bases para o crescimento sustentado e perpetuidade da Embraer, ao capacitá-la para o livre acesso ao mercado de capitais mundial, ampliando assim sua capacidade de obtenção de recursos para suportar o desenvolvimento de programas de expansão.

Para Botelho, a reestruturação também proporcionou o fortalecimento da administração no que diz respeito à adoção das melhores práticas de governança corporativa e preservou também os direitos estratégicos da União.

2. Evolução da estrutura societária

Em janeiro de 2006, de acordo com fato relevante¹² divulgado pela companhia, foi proposta uma reestruturação societária cujo objetivo estratégico fundamental era a criação de bases para a sustentação, crescimento e perpetuidade dos negócios e atividades da Embraer, visando acesso adequado ao mercado de capitais e a ampliação de sua capacidade de financiamento e desenvolvimento de seus programas de expansão.

Segundo Botelho, os principais acionistas tinham uma visão coesa sobre o futuro da sociedade. Dois fundos de pensão, Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil - PREVI e a Fundação SISTEL de Seguridade Social, priorizavam a visão de longo prazo para o investimento efetuado, e o grupo empresarial Bozano, cuja preocupação era a criação de valor, proporcionavam um solo firme para a administração.

Esses acionistas eram signatários de um acordo de acionistas cujo prazo de expiração foi julho de 2007. De acordo com Botelho, o fato de haver um acordo cuja validade estava chegando ao final, podendo gerar uma desestabilização no controle, também foi fator determinante para a decisão da pulverização do capital.

A reestruturação contemplava a incorporação da Embraer pela Rio Han Empreendimentos e Participações S.A., criada com o objetivo específico de servir como veículo nesse processo. Com a incorporação, todas as ações de emissão da Embraer foram extintas e os acionistas receberam ações ordinárias do capital da Rio Han. A ação de classe especial da Embraer de propriedade da União foi substituída por outra emitida pela incorporadora.

A Rio Han era uma companhia fechada, que detinha 60% (sessenta por cento) do capital votante, 20% (vinte por cento) do capital total e o controle direto da Embraer, tinha também como únicos acionistas a Previ, Sistel e Bozano. Na Rio Han esses 3 (três) acionistas tinham participações igualitárias.

Segundo o fato relevante divulgado em 19 de janeiro de 2006, pela companhia, a reestruturação propiciaria “maior liquidez a todos os acionistas da Embraer, que se beneficiarão com o maior potencial de valorização de suas ações e aprimoramento dos

¹² Fonte: Fato relevante de 20 de março de 2006, consultado no site da Embraer: http://www.embraer.com.br/ri/hotsites/reestruturacao%5Fsocietaria/portugues/content/pgs/doc/Fato_Relevante--alteracao_proposta_estatuto_20-03-06.pdf.

atuais padrões de governança corporativa, proporcionado, dentre outras medidas, pela extensão do direito de voto a todos os acionistas da Nova Embraer”.

Nesse mesmo fato relevante constava que o objetivo primordial da reestruturação era “a criação de bases para a sustentação, crescimento e perpetuidade das atividades e dos negócios da Embraer por sua sucessora, a Nova Embraer”.

A reorganização societária unificou as classes de ações de emissão da companhia em circulação em apenas uma classe de ações ordinárias, estendendo assim, o direito de voto a todos os seus acionistas, o que permitiu a sua adesão ao Novo Mercado da BOVESPA.

A unificação das classes acionárias, em conjunto com alterações no estatuto social, criou o benefício de 100% (cem por cento) de direitos de *tag along*, prática pela qual, todos os acionistas têm os mesmos direitos econômicos em caso de oferta de compra da empresa.

A partir de 5 de junho de 2006, as ações ordinárias de emissão da companhia passaram a ser negociadas no Novo Mercado da BOVESPA sob o código EMBR3, e seus ADS (*American Depositary Share*¹³) na NYSE (*New York Stock Exchange*) sob o código EJ3, mantendo a proporção de 1 (um) ADS para 4 (quatro) ações ordinárias.

2.1 Após a Oferta

Antes da reestruturação, os antigos acionistas controladores, Previ, Sistel e Bozano, detinham 60% (sessenta por cento) das ações ordinárias em circulação, as quais estavam divididas em 20% (vinte por cento) entre as partes e sujeitas a um acordo de acionistas. Além das Golden Shares, a união detinha 0,8% das ações ordinárias.

Em 30 de abril de 2008, o capital da Embraer totalizava 723.665.044 ações ordinárias, sendo que a empresa possuía em tesouraria 16.900 milhões de ações ordinárias sem poderes políticos e econômicos.

No mercado de capitais brasileiro são movimentados 46% do total de ações e na NYSE 54%.

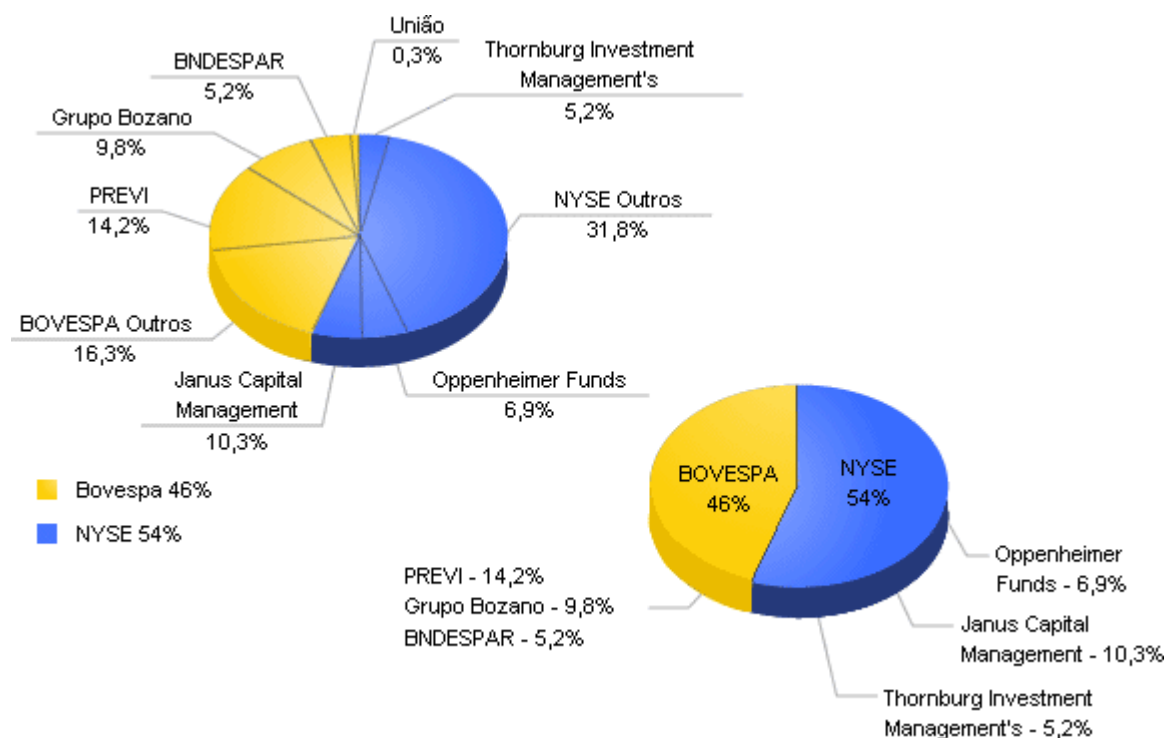
O governo brasileiro passou a deter depois da reestruturação 0,3% do capital. Em abril de 2008 a Previ detinha 14,2, o Grupo Bozano 9,8, o BNDESpar 5,2, o restante de 16,3% era o free float na Bovespa. Os fundos internacionais Janus Capital

¹³ ADS – *American Depositary Shares* - são o lote de ações que lastreia o *ADR - American Depositary Receipt*. Fonte: Bovespa. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br/Principal.asp/investidor/dicionariodefinancas/ads>

Management, Oppenheimer Funds e o Thornburg Investment Management's detinham respectivamente 10,3%, 6,9% e 5,2% das ADR's negociadas na NYSE. O free float na NYSE era de 31,8%.

2.2 Estrutura do Capital - Abril de 2008

Figura 2: Posição acionária dos detentores de mais de 5% do capital da empresa em 30 de abril de 2008



Fonte:

http://www.embraer.com.br/ri/portugues/content/informacoes_corporativas/estrutura_capital.asp

Em fevereiro de 2007, quase um ano depois da reestruturação, foi realizada oferta secundária de ações.

3. Determinantes da pulverização da estrutura societária

Para Botelho, os fatores determinantes para a decisão da pulverização da estrutura societária da companhia podem ser resumidos nos seguintes pontos: primeiro, necessidade de maior captação de recursos para sustentar seu crescimento. Esta captação de recursos estava limitada à estrutura de capital que a companhia tinha na época, uma vez que necessariamente teria de emitir ações ordinárias para cumprir com o determinado pela legislação da proporção de 1/3 (um terço) e 2/3 (dois terços) entre as ações preferenciais e ordinárias. Outro limite a ser considerado era a capacidade de os fundos de pensão terem para investir na empresa, uma vez que a Secretaria da Previdência Complementar também limitava investimentos em renda variável e estes investimentos já haviam atingido o limite máximo permitido.

O segundo fator estava no término do acordo de acionistas que aconteceria em julho de 2007; e o terceiro na pressão por crescimento em decorrência da competitividade mundial.

De acordo com os entrevistados, todo o processo de estruturação da pulverização do capital foi desenhado entre 2004 e 2006.

Segundo o fato relevante de 19 de janeiro de 2006 e ratificado por Botelho e pelo vice-presidente executivo financeiro Antonio Luiz Manso, os benefícios decorrentes da reestruturação, que resultaram numa estrutura de capital disperso, abrangeram a companhia, seus acionistas, o mercado de capitais brasileiro e também a União.

Para a companhia, esses benefícios aconteceram por meio da ampliação da capacidade de captação de recursos para suportar os programas de expansão, decorrente do maior acesso ao mercado de capitais, até então limitado em decorrência da estrutura de controle acionário da companhia e da proporção máxima permitida pela Lei das S.A. entre ações ordinárias e ações preferenciais (1/3 e 2/3). E o benefício de poder também utilizar as ações de emissão da Nova Embraer como moeda de aquisição de ativos, permitindo a sua potencial expansão internacional.

Segundo o que previa o fato relevante de 19 de janeiro de 2006, para os acionistas, os benefícios poderiam ser medidos pela extensão do direito de voto a todos, inclusive ao depositário do programa de ADRs¹⁴, a votar conforme instruções dos

¹⁴De acordo com o *website* do Banco Central, ADR's - *American Depositary Receipts* - são certificados representativos de ações ou outros valores mobiliários que representam direitos e ações, emitidos no exterior por instituição denominada "Depositária", com lastro em valores mobiliários de emissão de empresas brasileiras depositados em custódia específica no Brasil. Disponível em: <http://www.bacen.gov.br/glossario.asp?id=GLOSSARIO&Definicao=adr>

titulares de ADS – uma vez que todas as ações de emissão da Nova Embraer passaram a ser ordinárias, permitindo a sua adesão ao Novo Mercado da BOVESPA;

Outros benefícios, por intermédio do potencial aumento de liquidez das ações, tiveram reflexos no valor de mercado da companhia; na melhoria das práticas de governança corporativa e maior transparência dos atos da Administração; e, para os então acionistas controladores, atribuição de um prêmio em retribuição pela resolução do Acordo de Acionistas e da renúncia ao poder de controle sobre a companhia.

O prêmio foi conferido às ações vinculadas, mediante a atribuição, no aporte de tais ações ao capital da Rio Han, de uma relação de troca diferente daquela que foi atribuída às demais ações de emissão da Embraer, quando de sua incorporação.

Para o mercado de capitais, a companhia entendia como benefícios “a criação da primeira grande empresa com controle societário pulverizado e estrutura adequada para aderir ao Novo Mercado da BOVESPA, tornando-se, com isso, modelo incentivador para operações semelhantes; e também, a criação de novo padrão de práticas de governança corporativa” (fato relevante de 19 de janeiro de 2006).

De acordo com o fato relevante divulgado em 19 de janeiro de 2006, os benefícios decorrentes da reestruturação para a União eram vistos como:

*“Manutenção dos direitos atribuídos à Ação de Classe Especial¹⁵ e aprimoramento das condições de sua aplicação;
Garantia da maioria de direitos de voto em poder de acionistas brasileiros, decorrente da limitação, no Estatuto Social da Nova Embraer, dos direitos de voto de acionistas estrangeiros, mantendo-se o princípio estabelecido no Edital de Privatização da Companhia;
Controle sobre concentração de participação societária no capital social da Nova Embraer que atingir ou superar 35%;
Garantia estatutária de manutenção da pulverização do capital social, em razão da adoção dos mecanismos de restrição ao número de votos de cada acionista ou grupo de acionistas vinculados; e
Garantia da permanência da Nova Embraer como braço tecnológico-industrial de ações estratégicas das Forças Armadas Brasileiras, em vista da preservação do controle em mãos de acionistas brasileiros e do fortalecimento da aplicação dos direitos da Ação de Classe Especial”.*

3.1. Destinação dos recursos da oferta pública de ações

Segundo os entrevistados a oferta secundária de fevereiro de 2007, movimentou R\$ 1,79 bilhão, mas a companhia não recebeu quaisquer recursos provenientes desta

¹⁵ Vide item 6 para mais informações sobre as *Golden Share*

venda. Por se tratar de uma oferta secundária, todos os recursos obtidos com a venda das ações foram direcionados aos acionistas vendedores.

4. Implicações da estrutura pulverizada nas práticas de governança corporativa

4.1. Conselho de Administração e Fiscal

Segundo Botelho e Manso, o Conselho de Administração é responsável por aprovar e acompanhar a implementação da estratégia, dos orçamentos anuais e programas de investimentos estabelecidos no plano de ação proposto pela diretoria executiva. O Conselho é composto por 11 (onze) membros e seus respectivos suplentes, sendo 7 (sete) independentes.

À União, na qualidade de titular da Ação de Classe Especial (*golden share*), cabe a indicação de 1 (um) conselheiro titular e 1 (um) suplente, enquanto que aos empregados é facultada a indicação de 2 (dois) integrantes e seus suplentes (um eleito pelo voto em separado dos empregados e outro indicado pelo CIEMB - Clube de Investimentos dos Empregados da Embraer). Os 8 (oito) conselheiros restantes e seus suplentes são eleitos pelos demais acionistas, reunidos em assembléia geral.

Segundo os administradores entrevistados, o Conselho era composto por 13 (treze) membros antes da reestruturação.

O estatuto (art. 31 – I) veda aos conselheiros a ocupação de cargos em sociedades que possam ser consideradas concorrentes da companhia.

O prazo de mandato está em consonância com o regulamento do Novo Mercado: unificado de 2 (dois) anos. Todavia, de acordo com os administradores entrevistados, como forma a assegurar a estabilidade dos negócios e a continuidade das diretrizes de gestão durante o período imediatamente posterior à aprovação da reestruturação, o primeiro mandato do Conselho de Administração acordado com a BOVESPA foi de 3 (três) anos, encerrando-se na Assembléia Geral Ordinária para a aprovação das contas do exercício de 2008.

Para Botelho e Manso, a adoção desse período visava permitir a transição da companhia para a nova estrutura sem qualquer prejuízo a seus negócios e impedir qualquer ruptura das estratégias de curto e médio prazo já traçadas pela Administração. Ainda, como parte dos procedimentos voltados a assegurar que a transição para o

ambiente de controle pulverizado fosse feita de forma ordenada e estável, Botelho, então diretor presidente da companhia, foi eleito presidente do Conselho de Administração e acumulou o cargo de diretor presidente até abril de 2007. Na reunião do Conselho de Administração da Embraer, realizada no dia 23 de abril daquele ano, foi eleito para diretor presidente, o Sr. Frederico Fleury Curado, com mandato até abril de 2009.

O Conselho de Administração possui 3 (três) comitês: Recursos Humanos, Executivo e de Auditoria. Para os administradores entrevistados, a criação dos comitês do Conselho deu a este capacidade de acompanhar de maneira mais eficaz os negócios da companhia. A secretaria do Conselho e dos comitês fica a cargo do vice-presidente executivo jurídico.

Segundo Botelho, o Comitê de Recursos Humanos é formado por 4 (quatro) conselheiros e são convidados a participarem das reuniões o diretor presidente e o vice-presidente de Desenvolvimento Organizacional e Pessoas. Esse comitê é responsável pela avaliação dos executivos-chave, pela política de remuneração dos funcionários, executivos e da administração e apresenta suas considerações à aprovação do Conselho de Administração.

O Comitê Executivo é formado também exclusivamente por 4 (quatro) conselheiros e tem como atribuição o acompanhamento dos negócios e da estratégica da companhia, bem como medidas relacionadas com a governança corporativa da empresa. A avaliação do diretor presidente, segundo Botelho, é de responsabilidade deste comitê e as considerações desenvolvidas são submetidas à aprovação do Conselho de Administração.

Já o Conselho Fiscal da empresa tem caráter permanente, conforme previsão estatutária, e como principal atividade acompanha os atos administrativos e analisa as demonstrações financeiras da empresa, também se integra à política de transparência e de boa governança corporativa.

Segundo Botelho e Manso, desde 2004, atendendo aos requisitos da Lei *Sarbanes-Oxley*, aplicáveis às empresas estrangeiras com ações listadas no mercado norte-americano, a Embraer implementou algumas modificações em seu conselho fiscal com o objetivo deste desempenhar as funções do Comitê de Auditoria. Dessa forma, o Conselho Fiscal é composto por 5 (cinco) membros efetivos, sendo 1 (um) especialista financeiro e todos com mandato anual.

Segundo Botelho, existe um plano de sucessão para os principais executivos, mas não é um plano formal e sim focado num processo de sucessão interna, sendo prática de acompanhamento tempestivo pelo Conselho. É seu entendimento também que a pulverização aumentou a assunção de responsabilidades pelos conselheiros.

4.2. Gestão

Os diretores são responsáveis pela administração cotidiana da empresa, cujas responsabilidades estão estabelecidas pelo Estatuto Social e pelo Conselho de Administração.

Os diretores têm mandato de 2 (dois) anos, permitido a reeleição, sendo eleitos e passíveis de destituição pelo Conselho de Administração antes do término de seu mandato.

Para Botelho, após o processo de dispersão do capital, houve um fortalecimento e um aumento na independência da gestão. Esta passou a ser regulada pelo estatuto e pelos regulamentos.

4.3. Sistema de remuneração

A companhia tinha um plano de opção de compra de ações para executivos, o qual expirou em 2003. Segundo Botelho e Manso, este assunto está novamente sendo analisado pelo Conselho de Administração.

4.4. Mecanismo de proteção da dispersão da base acionária – *poison pills*

O Estatuto Social da companhia, em seu capítulo VII, artigos 54 e 55, contém mecanismos de proteção a garantir não só a pulverização do controle acionário, mas também que a maioria de votos nas deliberações de qualquer assembléia geral seja exercida por acionistas brasileiros, garantindo assim que as decisões da companhia permaneçam sob a responsabilidade nacional. Essas disposições exigem que qualquer acionista que se torne titular de ações da companhia em quantidade igual ou superior a 35% (trinta e cinco por cento) do capital social total, após a autorização da União (na

qualidade de detentora da *Golden Share*) em relação a tal aquisição, realize uma oferta pública de aquisição (OPA) da totalidade das ações da empresa.

Adicionalmente, o Estatuto prevê que nenhum acionista ou grupo de acionistas poderá exercer votos representando mais de 5% (cinco por cento) da quantidade de ações do capital social total. Tal limitação tem como objetivo desestimular a concentração excessiva de ações ou *American Depositary Shares* (ADS) em mãos de um único acionista ou grupo de acionistas vinculados.

Além disso, o total de votos em qualquer assembleia geral permitido a acionistas estrangeiros, seja isoladamente ou em grupo, é limitado a 40% (quarenta por cento) do total de votos presentes à assembleia.

Prevê ainda a obrigatoriedade de divulgação de posição acionária sempre que: (i) a participação de um acionista atinja ou supere 5% (cinco por cento) do capital da sociedade; e (ii) a participação de qualquer acionista se eleve em múltiplos de 5% (cinco por cento) do capital da empresa.

Qualquer alteração ou supressão dos dispositivos de dispersão acionária e de limitação de voto somente poderá ser implementada se primeiramente aprovada pelo Conselho de Administração, pela União (a qual poderá exercer o poder de veto ou se manifestar favoravelmente à proposta de alteração ou supressão, dentro do prazo de 30 dias do recebimento da notificação de que tal proposta foi aprovada pelo Conselho de Administração) e pela Assembleia Geral.

Na hipótese de a União não se manifestar no referido prazo, ela poderá exercer o poder de veto na Assembleia Geral em que a matéria for apreciada. Na Assembleia que deliberar sobre a proposta de alteração ou supressão, os mecanismos de limitação de voto serão aplicáveis.

4.5. Política de dividendos

A distribuição dos resultados da companhia disposta em seu estatuto social é a prevista em Lei. Segundo Manso, apesar de não ser formalmente estabelecido, a companhia procura distribuir cerca de 50% (cinquenta por cento) do lucro.

4.6. Estrutura das Assembleias e área de Relações com Investidores

Segundo Manso, a área de Relações com Investidores já estava constituída desde o processo de emissão de ADR's, fortalecida depois do processo de pulverização.

O departamento realiza reuniões tipo “Apimec” periódicas com analistas, emite relatório anual e, antes das assembléias, direcionam um manual de participação aos acionistas. O documento é enviado previamente, com todas as informações necessárias para que os assuntos constantes da pauta da Assembléia possam ser devidamente analisados e votados.

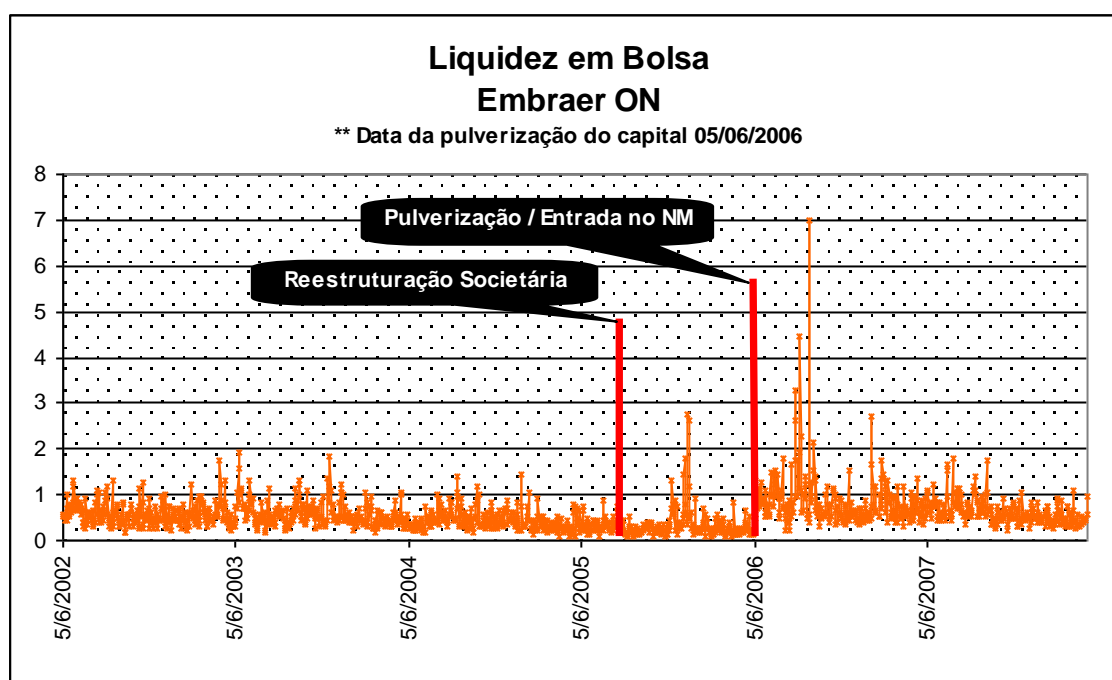
Existe dentro do *website* da companhia uma área específica para investidores.

5. Implicações das mudanças na liquidez e valor das ações

5.1 Liquidez

É possível verificar através do gráfico abaixo, que houve um incremento na liquidez das ações da Embraer.

Figura 3: Embraer – Liquidez em Bolsa



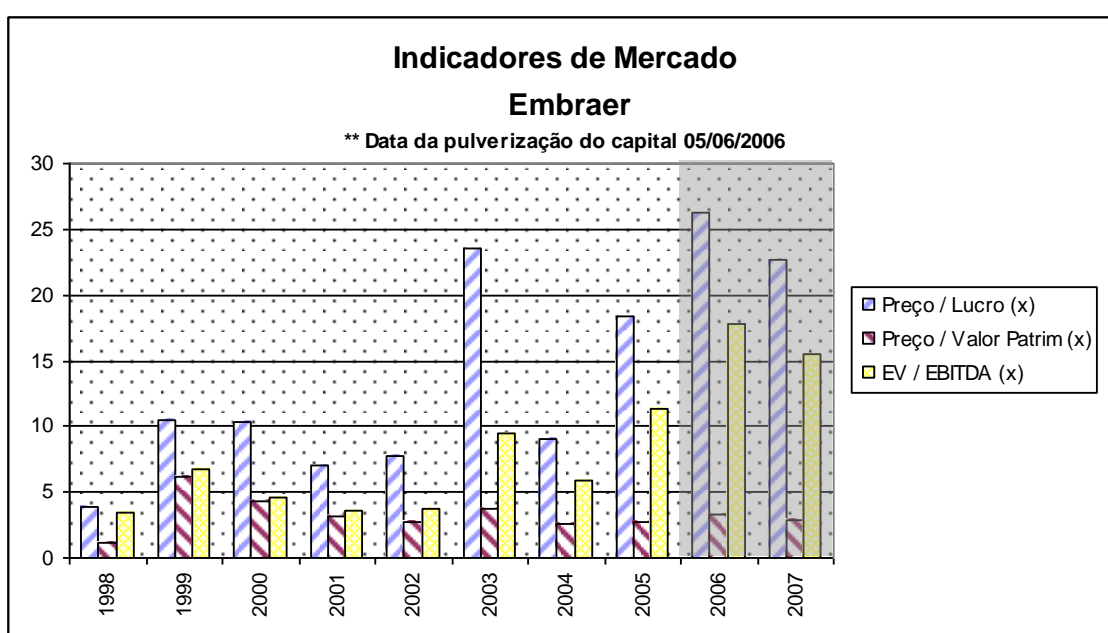
Fonte: Económica

5.2 Valor das Ações

Depois da reestruturação societária houve um aumento nos múltiplos da companhia e um aumento mais significativo depois da pulverização. Entretanto como nesse período houve um aumento dos múltiplos de todo o mercado, não se tem como afirmar que a pulverização foi a responsável pelo aumento. No entanto, a pulverização não fez com que os múltiplos piorassem.

No apêndice D, encontram-se informações adicionais relativos a indicadores econômico-financeiros da Embraer.

Figura 4: Embraer – Indicadores de Mercado



Fonte: Economática

6. Ação de Classe Especial da União – *Golden Share*

A ação especial - *golden share* - pertence à União (República Federativa do Brasil). Essa ação tem os mesmos direitos de voto dos detentores das ações ordinárias, dando ao seu detentor, segundo o artigo 9º do Estatuto da Sociedade, direito de veto em relação às seguintes ações sociais: (i) mudança de denominação da companhia ou de seu objeto social; (ii) alteração e/ou aplicação da logomarca da companhia; (iii) criação e/ou alteração de programas militares, que envolvam ou não a União; (iv) capacitação de terceiros em tecnologia para programas militares; (v) interrupção de fornecimento de peças de manutenção e reposição de aeronaves militares; (vi) transferência do controle acionário da companhia.

4.1.3. ETERNIT S.A.

Entrevistados:

Anna Laura Linkewitsch¹⁶ – Analista de Relações com Investidores – (13/02/2008)

Camila Mation Anker – Assessora de Relações com Investidores – (13/02/2008)

Sérgio Alexandre Melleiro - Presidente do Conselho de Administração (08/04/2008)

1. Histórico
2. Evolução da estrutura societária
3. Determinantes da pulverização da estrutura societária
 - 3.1. Destinação dos recursos da oferta pública de ações
4. Implicações da estrutura pulverizada nas práticas de governança corporativa
 - 4.1. Conselho
 - 4.2. Gestão
 - 4.3. Sistema de remuneração
 - 4.3.1. Plano de opção de compra de ações
 - 4.4. Mecanismo de proteção da dispersão da base acionária – *Poison pills*
 - 4.5. Política de dividendos
 - Estrutura das Assembléias e área de relações com investidores
5. Implicações das mudanças na liquidez e valor das ações
 - 5.1. Liquidez
 - 5.2. Valor das ações

1. Histórico

De acordo com as informações prestadas pelos entrevistados da Companhia, no final dos anos 1930, com a indústria do fibrocimento consolidada na Europa iniciou-se um movimento de expansão para outros continentes, especialmente onde se encontravam as reservas de amianto. Em 1938, foi fundada no Brasil a S.A. Mineração de Amianto (SAMA) que posteriormente foi comprada pela S.A. Brasilit, pertencente ao grupo francês *Compagnie Pont-à-Mousson*.

¹⁶ Esta funcionária se desligou da empresa durante o processo de desenvolvimento do estudo de caso.

A Eternit do Brasil Cimento e Amianto S.A. foi constituída em 1940 em parceria entre a Eternit Suíça e a Eternit Belga. A empresa construiu sua primeira fábrica em Osasco e iniciou sua produção de fibrocimento em agosto de 1941.

Em 1948, a empresa foi registrada na Bolsa de Valores de São Paulo. No ano seguinte inaugurou sua fábrica na cidade do Rio de Janeiro e, para atender à região Nordeste, fundou a Eternit Baiana, na cidade de Simões Filho, em 1967. No mesmo ano, a Eternit se tornou sócia da Brasilit na mineradora SAMA.

A fábrica de Goiânia foi inaugurada em 1971 e, no ano seguinte, inaugurou-se a de Colombo – PR.

Em 1980, a Eternit adquiriu o controle acionário da Wagner S.A., empresa estabelecida em Manaus cujo produto Painel Wagner Wall era voltado para o conceito de construção seca.

Em 1992, foi iniciada a *joint venture* Eterbrás Tec. Industrial, com 55% de participação da Brasilit e 45% da Eternit. Nesse mesmo ano, a companhia adquiriu 50% do capital da Precon Goiás, que em 1995 tornou-se subsidiária integral.

Dois anos depois, a Eternit tornou-se a única sócia da SAMA, que passou a ser denominada SAMA Mineração de Amianto Ltda.

O século XXI iniciou-se com grandes mudanças para a companhia. A participação da empresa na *joint venture* Eterbrás Tec. Industrial foi vendida e o Conselho de Administração elegeu uma nova diretoria.

A nova gestão da empresa teve como foco práticas voltadas para a transparência. Em novembro de 2004 foi implantado o “Programa Portas Abertas” em todas as unidades do grupo. No mesmo ano, foi estruturada uma área de Relações com Investidores no *website* da companhia e realizou-se a primeira reunião tipo APIMEC.

A partir do terceiro trimestre de 2004 a Companhia passou a divulgar informações espontâneas trimestrais de resultados, numa busca pelo aprimoramento do seu relacionamento com o mercado de capitais.

Em 2005, a Eternit aderiu ao Nível 2 da BOVESPA e, em 2006, converteu suas ações preferenciais em ações ordinárias, migrando para o Novo Mercado, nível máximo de governança corporativa da BOVESPA.

Num prazo de 4 (quatro) anos o número de acionistas da empresa passou de 1.600 para mais de 6 mil. Também em 2006, recebeu as certificações ISO 14001 de

Gestão Ambiental e OHSAS 18001 de Saúde e Segurança no Trabalho. Em 2007, a Eternit aderiu ao Pacto Global da ONU.

2. Evolução da estrutura societária

Segundo o presidente do Conselho de Administração, Sérgio Alexandre Melleiro, por volta de 1976, 60% das ações da companhia estavam em poder dos grupos Suíço e Belga, 20% em poder de acionistas pessoas físicas e o restante distribuído no mercado. No final dos anos 80, quando a empresa já possuía mais de 350 acionistas, o grupo Suíço liquidou sua participação.

Em 2003, os grupos Amindus, com sede em Liechtenstein, e Sodepar, grupo Belga, venderam ao mercado suas participações na companhia, grupos esses que juntos detinham quase 100% das ações preferenciais e 6 (seis)% das ações ordinárias. Novos acionistas passaram a deter participações relevantes na companhia: Bahema Participação Ltda, Luiz Barsi Filho, Rio Bravo e outros.

A partir desse mesmo ano é possível verificar pela composição do capital constante dos IAN da companhia o aumento no número de acionistas na empresa e a gradativa diluição do seu controle. Para Melleiro, o marco inicial da pulverização da empresa foi a venda das participações da Amindus e da Sodepar na Bolsa de Valores.

A partir de 2004 o interesse pela companhia por parte de novos investidores se acentua, afirma Melleiro, tendo nesta época mais de 1.500 acionistas. A justificativa, segundo ele, é que a companhia sempre foi uma empresa sólida e tradicionalmente uma boa pagadora de dividendos.

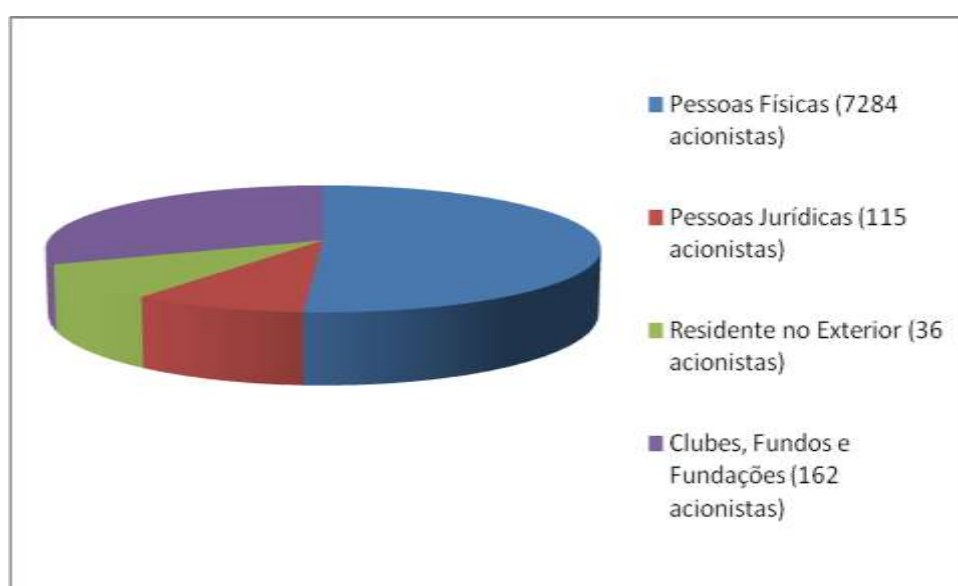
Em janeiro de 2005, os acionistas reunidos em Assembléia Geral Extraordinária deliberam pela adesão ao Nível 2 de Governança Corporativa da BOVESPA. A partir de 02 de março de 2005 as ações da companhia passam a ser negociadas no Nível 2 da Bovespa.

Segundo Camila Mattion Anker, assessora de Relações com Investidores, em junho de 2006, os acionistas detentores das ações preferenciais deliberaram pela conversão dessas em ações ordinárias na proporção de uma ação ordinária para cada preferencial possuída, com os mesmos direitos e obrigações atribuídos às ordinárias já existentes, inclusive com direitos a dividendos e eventuais remunerações de capital (Ata AGE de 20 de junho de 2006).

Em 17 de agosto de 2006, as ações da companhia passaram a ser negociadas no Novo Mercado da BOVESPA. Segundo Melleiro, os técnicos da bolsa paulista precisaram estudar a situação para fazer a migração da Eternit para o Novo Mercado, pois era a primeira empresa, nesta situação, que não tinha controle definido.

Esta informação foi corroborada pela atual presidente da CVM, Maria Helena Santana, na época superintendente de Relações com Investidores da BOVESPA.

Figura 5: Eternit - Número de acionistas em abril de 2008



Fonte: www.eternit.com.br

Quadro 3: Eternit – Acionistas detentores de mais de 5% das ações em 30 de abril de 2008

Acionistas	% participação
Geração Livio Parizoto Fundo de Investimentos em Ações	8,33
Bahema Participações S.A	5,85
Victor Adler	5,63
Luiz Barsi Filho	5,01

Fonte: www.eternit.com.br – acesso em 15.06.2008 – 11h21

3. Determinantes da pulverização da estrutura societária

Para Melleiro, não houve uma decisão formal pela estrutura de capital da empresa se tornar pulverizada. Os acionistas com participações relevantes venderam suas posições, que foram pulverizadas no mercado.

Como não houve um planejamento específico para o processo de pulverização, os executivos e administradores da companhia não conseguiram precisar os benefícios e os custos inerentes.

Segundo Melleiro, os conselheiros, membros do Conselho de Administração desde 2004, sempre tiveram interesse no mercado de capitais, fato este que pode também ter contribuído pelo processo gradual de dispersão.

3.1. Destinação dos recursos da oferta pública de ações

A Companhia tem registro na BOVESPA desde 1948. Não houve um processo de oferta de ações nos últimos anos atrelado ao processo de pulverização do capital.

4. Implicações da estrutura pulverizada nas práticas de governança corporativa

4.1. Conselho

De acordo com Melleiro, o Conselho de Administração foi constituído antes da promulgação da Lei 6.404, em 1976. Fazia parte da cultura dos acionistas estrangeiros ter também profissionais brasileiros abrigados no Conselho para ajudarem no processo de tomada de decisão.

Quando da constituição do primeiro conselho, após a Lei das S.A., o então diretor presidente da companhia, Wilson de Souza Campos Bataglia, passou a ser o presidente do Conselho e a função de presidente da empresa era exercida por profissional técnico indicado pelo acionista controlador. Os preferencialistas elegiam 2 (dois) conselheiros.

Segundo Melleiro, a partir de 2004, com novos integrantes participando do Conselho, houve uma preocupação maior por parte deste conselho com a adoção de práticas de governança corporativa.

Em maio de 2008, o Conselho era composto por 8 (oito) membros com atuação regulada por Regimento Interno e realizava reuniões ordinárias bimestrais e extraordinárias sempre que necessário. Suas principais responsabilidades eram orientar os negócios da companhia, acompanhar sua operação e administração, decidir sobre questões estratégicas, orientar a Diretoria sobre temas relevantes, deliberar sobre a distribuição de dividendos, além de criar comitês para matérias específicas.

O mandato dos membros do Conselho de Administração é de um ano com possibilidade de reeleição em Assembléia Geral Ordinária.

Conforme Melleiro, (informação esta corroborada através dos IAN's da companhia), desde 2004 a composição do Conselho é basicamente a mesma. Houve troca de apenas uma cadeira. A função de secretário do conselho vem sendo exercida por um dos conselheiros.

Para Anna Laura Linkewitsch, analista de Relações com Investidores e Anker, até 2003 o mercado de capitais não era considerado uma prioridade pela empresa e a estrutura do Conselho era diferente. Mercado de capitais, valorização das ações e governança corporativa não faziam parte da agenda do órgão na época.

Informou Melleiro que antes do processo de pulverização, quando havia acionista controlador, os conselheiros eram profissionais do mercado, escolhidos pela experiência profissional que agregavam à companhia. Em maio de 2008, a maioria do conselho era formada por acionistas.

A indicação dos conselheiros tem sido efetuada próprio Conselho, não existindo empresa mecanismos de avaliação do órgão ou os conselheiros.

Os comitês do Conselho foram criados para possibilitar aos conselheiros e diretores um aprofundamento em determinadas áreas dos negócios. Em maio de 2008, existiam 5 (cinco) comitês constituídos, atuando nas áreas de: Recursos Humanos; Jurídico; Divulgação, Imagem e Responsabilidade Social; Controladoria, Tesouraria e Auditoria; e Planejamento Estratégico.

Os comitês reúnem-se bimestralmente e são formados por conselheiros, diretores e outros profissionais da companhia, cujos temas são definidos previamente em pauta elaborada pelo coordenador de cada comitê e secretário. Um relatório é elaborado após

cada reunião pelo secretário do comitê, sendo todos os comitês coordenados pelo diretor presidente da companhia.

Segundo Melleiro, existem estudos efetuados no Comitê de RH sobre o plano de sucessão do diretor presidente, mas não é um plano formal. Este executivo é anualmente avaliado pelo Conselho de Administração.

A pauta da reunião do Conselho é definida pelo diretor presidente em conjunto com o presidente do órgão. Como o diretor presidente participa de todos os comitês, tem ciência de todos os assuntos em andamento na companhia.

Para Melleiro, a grande mudança que houve em relação à dispersão do capital foi uma maior transparência nas práticas da empresa e uma percepção de que a adoção de práticas de governança corporativa auxiliou positivamente no relacionamento com o mercado.

4.2. Gestão

Em decorrência do processo gradual de pulverização, Melleiro não vê alteração no raio de ação dos gestores após a dispersão.

Com exceção do presidente da companhia, na função desde 2000, e do diretor de novos negócios, toda a diretoria foi eleita em abril de 2004. Todos estes diretores eram funcionários da Eternit antes de 2004 com cargos de gerência e assessoria.

Os diretores são convidados a participar das reuniões do Conselho quando são discutidos assuntos relacionados às suas respectivas diretorias.

A diretoria executiva é composta por 7 (sete) profissionais: Presidência e Relações com Investidores; Recursos Humanos; Comercial; Administrativo-Financeiro; Industrial; Mineração e Desenvolvimento; e Novos Negócios.

A coordenação dos trabalhos da auditoria interna é efetuada pela mesma pessoa que coordena a área de Relações com Investidores. Essa funcionária dedica 30% do seu tempo para a primeira atividade e 70% ao departamento de RI.

A responsável pela auditoria interna define junto ao diretor presidente o plano de trabalho anual e também as prioridades quando há solicitações de outras diretorias.

Existe um canal direto entre funcionários e o diretor presidente, prática conhecida nos Estados Unidos como *whistleblower*. Computadores ligados a intranet são utilizados para este canal e comunicação pode ser identificada ou não. Quando o

funcionário opta pela não identificação, este recebe um número de protocolo e a resposta do presidente é afixada em murais com o número de identificação.

4.3. Sistema de remuneração

O Conselho recebe remuneração fixa e uma variável limitada até 1% do resultado líquido da companhia, já para a diretoria, é adotado, além da remuneração fixa, variável que pode atingir até 12 salários por ano.

A percepção da empresa é que o mercado tem visto com bons olhos o Plano de Aquisição de Ações pela diretoria, pois entende ser um mecanismo de alinhamento de interesses entre os acionistas e os executivos para o bom desempenho da empresa. Com a valorização das ações, o executivo pode ganhar mais pelo plano de aquisição. Esse plano foi elaborado em dezembro de 2006. A idéia partiu de um conselheiro e foi discutida no comitê de RH, cuja responsabilidade é a definição das remunerações. O coordenador do grupo é o diretor presidente.

A empresa não tem como procedimento divulgar a remuneração individual dos administradores.

4.3.1.Plano de aquisição de ações

A companhia possui plano de aquisição de ações para a diretoria. Este plano prevê que os diretores, individualmente, podem comprar ações da Eternit utilizando até 100% do valor líquido do bônus recebido. A compra pode ser feita até 30 (trinta) dias úteis após o recebimento do valor, na antecipação do bônus (julho) e no recebimento da parcela que complementa o valor total (janeiro). O valor da ação para compra é o valor de mercado na cotação do dia. As transações são feitas por intermédio de uma corretora.

Como incentivo, a companhia concede bônus complementar a cada diretor no valor líquido igual a 3 (três) vezes a valorização em percentual das ações nos 12 (doze) meses anteriores (incluindo dividendos pagos para efeito de cálculo da valorização anual), vezes o valor em reais aplicado em ações da companhia pelo respectivo diretor. Este bônus complementar deve ser utilizado na sua totalidade para a aquisição de ações da empresa no mercado, por intermédio de corretora.

O total de ações de cada diretor fica com instituição custodiante e apenas pode ser negociado 30% do montante um ano após a aquisição das ações. 10% do total das

ações ficam sempre retidos e só podem ser negociados quando do desligamento ou aposentadoria do diretor. A companhia não possui plano de opção de compra de ações para o conselho.

4.5. Mecanismo de proteção da dispersão da base acionária – *Poison pills*

Segundo Melleiro, como o processo de dispersão de ações foi gradual, o Conselho nunca se preocupou em inserir no estatuto mecanismos de proteção da dispersão da base acionária (*poison pill*).

4.6. Políticas de dividendos

A política de dividendos da Eternit prevê que os resultados do exercício, após a formação de reserva legal - 5% (cinco por cento) do capital social, reserva estatutária a manutenção do capital de giro - 10% (dez por cento) do capital social e valores destinados, mediante proposta do Conselho de Administração, à criação de reserva para contingências, reservas de lucro a realizar e retenção de lucros na forma da Lei das S.A., o saldo será integralmente destinado ao pagamento de dividendos.

Prevê ainda que as reservas de capital só possam ser utilizadas: a) para absorção de prejuízos que ultrapassem os lucros acumulados e as reservas de lucros; b) para resgate, reembolso ou compra de ações; c) para incorporação ao capital social obedecida as determinações legais.

Como dividendo mínimo obrigatório, a Companhia distribuirá, em cada exercício social, 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido do exercício, ajustado nos termos do artigo 202 da Lei 6404/76.

Nos exercícios sociais em que não se justificar, ou não houver necessidade de constituição das reservas para contingências, reserva de lucro a realizar e retenção de lucros, a parcela dos lucros para a qual não houver destinação específica será distribuída como dividendos.

4.6. Estrutura das Assembléias e Área de Relações com Investidores

De acordo com Anker, em 2004 foi criado o departamento de Relações com Investidores. Este departamento é diretamente ligado ao diretor presidente da empresa que também a exerce a função de diretor de Relações com Investidores. Trimestralmente, são divulgados os resultados financeiros e uma avaliação de desempenho da companhia na forma de documentos denominados pela companhia de *release*. Essas informações também são disponibilizadas no *website*. As informações resumidas são enviadas por correio a todos os 8 (oito) mil acionistas (*fact sheet*). Semestralmente, esse departamento promove reunião “tipo Apimec” ou uma teleconferência para a divulgação dos resultados, com a opção de participação também via *webcast*¹⁷.

A partir de 2006 (referente ao exercício social de 2005), a Eternit passou a divulgar relatório anual em seu *website*. É também enviado um sumário executivo impresso a todos os acionistas por correio, contendo as informações integrais em meio magnético. Este departamento também participa de *road shows* organizados por instituições financeiras no Brasil e no exterior.

Para Linkewitsch e Anker, em função do grande número de acionistas, o departamento de Relações com Investidores sempre trabalhou com a hipótese de primeira e segunda convocação para as Assembléias Gerais Extraordinárias da companhia.

Como esse elevado número, não se consegue de forma rápida atingir todos os acionistas, mas, mesmo assim, segundo os entrevistados, o departamento não possui nenhum mecanismo de incentivo diferente dos previstos em lei para participação dos acionistas nas assembléias. A participação média tem sido entre 30 e 40% do total do capital. Todas as informações inerentes aos assuntos tratados nas assembléias são disponibilizadas no *website* da companhia.

Linkewitsch e Anker informaram que está sendo discutida a utilização de manual para acionistas, a fim de obter maior participação nas assembléias.

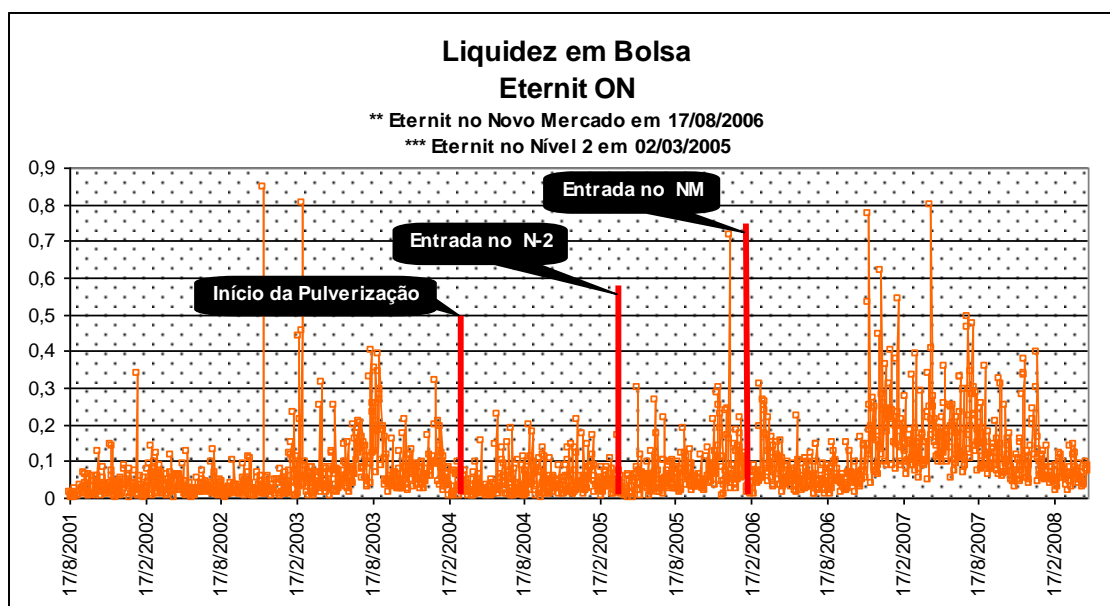
5. Implicações nas mudanças na liquidez e valor das ações

5.1. Liquidez das ações

¹⁷ Webcast refere-se a transmissão de conteúdo multimídia através da Internet de um único ponto para muitos usuários.

O início do processo de pulverização das ações da Eternit é anterior a sua entrada no Novo Mercado e também anterior a sua adesão ao Nível 2. É possível verificar, através do gráfico abaixo, que houve um incremento na liquidez de suas ações.

Figura 6: Eternit – Liquidez em bolsa



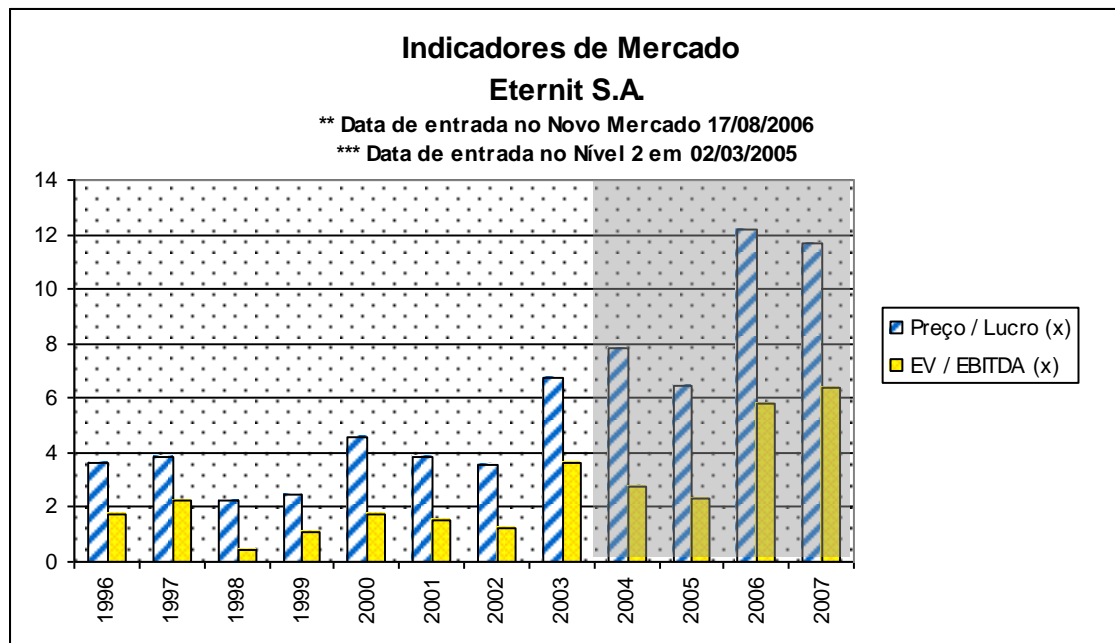
Fonte: Economática

5.2. Valor das ações

Pode-se constatar através do gráfico abaixo uma diferença nos patamares dos múltiplos da Eternit antes e depois do processo da pulverização. Existe uma percepção de valor. Os dois múltiplos evoluíram de forma significativa nos período anterior e posterior a 2004. No entanto o mercado também teve múltiplos positivos após a adesão da empresa ao Novo Mercado.

No apêndice E, encontram-se informações adicionais relativos a indicadores econômico-financeiros da Eternit.

Figura 7: Eternit – Indicadores de mercado



Fonte: Economática

4.1.4. GAFISA S.A.

Entrevistado:

Alceu Duílio Calciolari – diretor financeiro e de Relações com Investidores - 02 de abril de 2008

1. Histórico e evolução da estrutura societária
2. Determinantes da pulverização da estrutura societária
 - 2.1. Destinação dos recursos da oferta pública de ações
3. Implicações da estrutura pulverizada nas práticas de governança corporativa
 - 3.1. Conselho
 - 3.2. Gestão
 - 3.3. Sistema de remuneração
 - 3.3.1. Plano de opção de compra de ações
 - 3.4. Mecanismo de proteção da dispersão da base acionária – *Poison pills*
 - 3.5. Política de dividendos
 - 3.6. Histórico de pagamento de dividendos e juros sobre o capital próprio
 - 3.7. Estrutura das assembleias e área de relações com investidores
4. Implicações das mudanças na liquidez e valor das ações
 - 4.1. Liquidez
 - 4.2. Valor das ações

1. Histórico e evolução da estrutura societária

A Gomes de Almeida Fernandes Ltda. foi fundada em 1954, no Rio de Janeiro, e desde o início passou a operar nos mercados imobiliários do Rio de Janeiro e de São Paulo.

De acordo com Duílio Calciolari, diretor financeiro e de Relações com Investidores, a Gomes de Almeida Fernandes enfrentou dificuldades financeiras em 1994 devido ao descasamento dos indexadores entre seus passivos e ativos (dívidas atualizadas por TR – taxa referencial e ativos atualizados por IGP – Índice Geral de Preços). Neste período, iniciou a busca por sócios que tivessem reconhecido conhecimento nos mercados financeiro e de capitais.

Em dezembro de 1997, a GP Investimentos, um dos principais fundos em investimentos em *private equity*¹⁸ no Brasil e acionistas controladores da Gomes de Almeida realizaram uma associação na qual uma nova companhia, denominada Gafisa S.A., foi constituída, seguida da transferência de parte substancial das atividades futuras de construção e incorporação imobiliária. Em 2004, entidades relacionadas à GP Investimentos adquiriram uma participação significativa na Gafisa e, no ano seguinte, adquiriram a participação remanescente. Em 2005, uma afiliada da Equity International, empresa de investimentos fundada e liderada por Samuel Zell, adquiriu uma participação de, aproximadamente, 32% na Gafisa através de um aporte de capital.

A Gafisa mantém registro como companhia aberta junto à CVM sob o nº 01610-1, desde 21 de fevereiro de 1997. Em 17 de fevereiro de 2006, a Gafisa fez uma oferta pública inicial de ações (IPO) e ingressou no Novo Mercado da BOVESPA, com ações ordinárias sendo admitidas à negociação sob o código “GFSA3”. Antes da oferta de fevereiro de 2006, as ações da empresa tinham baixa dispersão, quase nenhuma liquidez e não fazia parte do segmento de Novo Mercado.

O IPO resultou na pulverização de aproximadamente 47% do total das ações no encerramento da oferta e ocorreu via distribuição pública primária e secundária de ações, ao preço de R\$ 18,50 por ação, sendo que o valor total obtido foi de R\$ 927 milhões.

De acordo com Calciolari, a fim de consolidar sua posição de liderança nos segmentos de classe média e média alta, a Gafisa adquiriu em outubro de 2006, o controle da AlphaVille Urbanismo, grande empresa incorporadora de projetos de desenvolvimento urbano no Brasil, presente em mais de 15 Estados brasileiros e especializada em condomínios residenciais de alto padrão.

Ainda em 2006, a Gafisa criou uma subsidiária dedicada a vendas, a Gafisa Vendas, com atuação no Rio de Janeiro e em São Paulo.

Por outro lado, a Gafisa também reforçou sua presença no segmento de baixa renda, por meio da constituição da FIT Residencial, subsidiária integral para desenvolver projetos urbanos direcionados a baixa renda..

¹⁸ *Private Equity* – Segundo o IBGC (2006), “São fundos de investimento que adquirem participação relevante em algumas companhias, visando revender sua posição com lucro após um período de maturação. Durante esse período de maturação, o fundo espera que a companhia adquira maior porte e se torne mais eficiente, a fim de aumentar seu valor de mercado. Geralmente investem em empresas de capital fechado”.

Em fevereiro de 2007, a Gafisa constituiu uma *joint venture* com a construtora Odebrecht para a construção de projetos residenciais de grande escala no segmento de baixa renda de áreas metropolitanas, denominada Bairro Novo.

Em 16 de março do mesmo ano, a Gafisa efetuou uma segunda oferta de ações, tornando-se a primeira incorporadora residencial brasileira a ter ações listadas na Bolsa de Nova York (NYSE). Foram mais de 39 milhões de ações (47% primárias) com direito a voto e 100% de *tag along*, na proporção de duas ações ordinárias para cada ADS. Foi uma distribuição pública primária e secundária de 31.310.556 ações no exterior.

Segundo Calciolari, o objetivo foi alcançar um número maior de investidores estrangeiros, que não investem em empresas brasileiras listadas apenas na Bovespa, conseguindo captar perto de R\$ 1 bilhão sendo aproximadamente R\$500 milhões em oferta primária.

Em junho de 2007, a GP Investimentos liquidou, por meio de operações no mercado de capitais, sua participação na Gafisa.

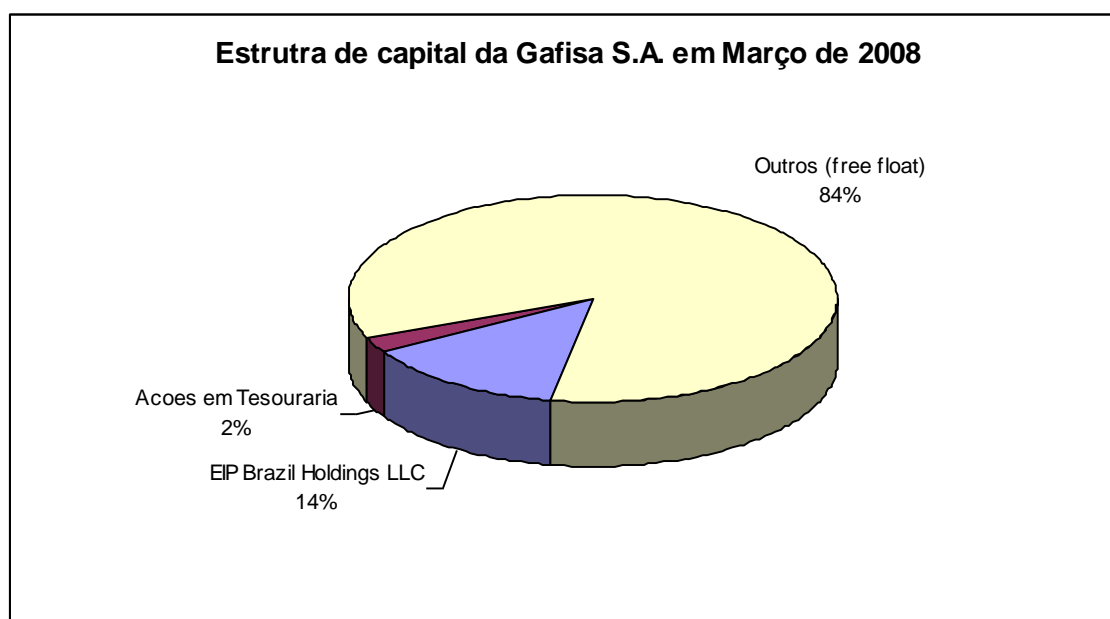
O quadro a seguir mostra a estrutura acionária da Gafisa em 06 de junho de 2008, onde o maior acionista individual detém 13,75% das ações em mercado, e as ações restantes se encontram pulverizadas no mercado.

Quadro 4: Gafisa – Acionistas detentores de mais de 5% das ações em 06 de junho de 2008

Acionistas	% participação
EIP Brazil Holdings Llc	13,75
Ações em Tesouraria	2,36
Outros	83,89
Total	100,00

Fonte: www.gafisa.com.br

Figura 8: Gafisa - Estrutura de capital em março de 2008



2. Determinantes da pulverização da estrutura societária

Segundo Calciolari, em 2005 antes da companhia fazer o seu IPO e aderir ao Novo Mercado, houve uma busca por um investidor estratégico com conhecimento em *real estate*, por isso a EIP foi convidada a investir. Em seguida, com a oportunidade de crescimento acelerado do setor, houve o IPO com a conseqüente pulverização da estrutura de propriedade da empresa.

2.1. Destinação dos Recursos da Oferta Pública de Ações

Segundo informações fornecidas pela companhia, os recursos captados na Oferta Pública Inicial foram de R\$ 926.988.750 (R\$494,39 milhões de emissão primária e R\$432,6 milhões de secundária) e este valor foi utilizado integralmente para o crescimento das operações da Empresa.

De acordo com o Prospecto Inicial da Oferta Pública de Ações (CVM, 2008), esses recursos seriam utilizados da seguinte forma: (a) 40% aquisição de terrenos; (b) 20% obtenção de parcerias e aquisições estratégicas; (c) 20% lançamento de novos

empreendimentos; (d) 15% capital de giro e; 5% investimentos nas atividades operacionais existentes.

Na segunda oferta (16 de março de 2007) foram captados R\$1.031.591.600,00, sendo 67% de emissão primária e 33% de emissão secundária. De acordo com informações recebidas da companhia, esses recursos estão sendo utilizados nas seguintes proporções: (a) aquisição de terrenos 40%; (b) obtenção de parcerias e aquisições estratégicas 20%; (c) lançamento de novos empreendimentos 20%; (d) capital de giro 15% e; (f) investimentos nas atividades operacionais existentes 5%.

3. Implicações da estrutura pulverizada nas práticas de governança corporativa

3.1. Conselho

Para Calciolari, não houve mudanças substanciais na atuação do Conselho de Administração da companhia antes e depois da dispersão do capital, exceto no que diz respeito aos conselheiros independentes participarem mais ativamente na tomada de decisões.

A presença da GP Investimentos na companhia desde 1997 impulsionou a realização de reuniões formais do Conselho desde sua entrada. No início, o Conselho era formado por 3 (três) representantes de cada um dos 2 (dois) acionistas controladores da companhia.

A composição atual é de 7 (sete) conselheiros, 2 (dois) indicados pelo fundo Equity, 1 (um) representante de AlphaVille e 4 (quatro) conselheiros independentes. O conselho pode ter até 9 membros. O conselho realiza em média 4 (quatro) reuniões presenciais e 8 (oito) por teleconferência ao longo do ano.

O diretor financeiro e de Relações com Investidores, destaca que as decisões nesta atual estrutura são tomadas pelos conselheiros independentes, e que existe uma preocupação em se ter uma diversidade de conhecimentos entre os integrantes do Conselho.

O órgão possui três comitês, com reuniões trimestrais: Comitê de Auditoria, Comitê de Remuneração e Comitê de Nomeação e Governança Corporativa. Todos são compostos exclusivamente por conselheiros. Além desses comitês, há dois comitês de gestão intitulados Comitê de Finanças e Comitê de Investimentos.

A companhia não procede à avaliação do desempenho do Conselho ou de seus conselheiros e se utiliza de serviços de empresas de *headhunter* para a identificação de novos conselheiros, cujos nomes são submetidos ao Comitê de Nomeação e Governança Corporativa.

O diretor presidente e o diretor financeiro e de RI participam de todas as reuniões do Conselho. Os demais diretores participam apenas quando convidados.

O Conselho recebe remuneração fixa mensal e, segundo Calciolari, não houve mudanças nesta remuneração com a dispersão do capital.

3.2. Gestão

De acordo com o Estatuto Social, os diretores são eleitos pelo Conselho de Administração, para mandato de 3 (três) anos, permitida a reeleição, podendo, a qualquer tempo, serem por ele destituídos. Compete ao diretor presidente submeter à aprovação do conselho de administração os planos de trabalho e orçamento anuais, os planos de investimento e os novos programas de expansão da Gafisa e das empresas controladas; bem como promover a sua execução nos termos aprovados e formular as estratégias e diretrizes operacionais. Cabe ainda estabelecer os critérios para a execução das deliberações da Assembléia Geral e do conselho de administração, com a participação dos demais diretores; exercer a supervisão de todas as atividades da companhia; coordenar e superintender as atividades da diretoria, convocando e presidindo suas reuniões.

De acordo com o Estatuto Social, a diretoria é composta de, no mínimo 2 (dois) e no máximo 8 (oito) membros, sendo um diretor presidente, um diretor de Relações com Investidores, um diretor financeiro e os demais sem designação especial, podendo haver acúmulo de funções. Em maio de 2008, a diretoria era formada por 5 (cinco) membros.

Segundo Calciolari, a GP instituiu uma cultura de meritocracia e de resultados hoje consolidada, e o monitoramento sobre a gestão não mudou. “Continuamos com o mesmo formato de acompanhamento, reuniões formais e planos agressivos de negócios e resultados.” Em maio de 2008, a equipe de gestão detinha participação na companhia através do plano de opção de ações, o qual, segundo o entrevistado, motiva o alinhamento de interesses entre os executivos e os acionistas.

Nesta data, não existia na companhia plano de sucessão para os principais executivos.

3.3. Sistema de remuneração

3.3.1. Plano de Opção de Compra de Ações

A companhia possui Plano de Opção de Compra de Ações para administradores e outros empregados com o objetivo de estimular a expansão e o êxito no desenvolvimento dos objetivos sociais. Segundo Calciolari, ao permitir, aos administradores e empregados a aquisição de ações da empresa, incentiva-se a integração destes com a companhia; atrai administradores e empregados de alto nível a prestarem seus serviços, oferecendo-lhes a vantagem adicional de se tornarem acionistas; e alinhar os interesses dos administradores e empregados aos interesses dos acionistas da companhia. O plano existe e vem sendo ampliado desde 2000.

3.4. Mecanismo de Proteção da Dispersão da Base Acionária (*Poison Pill*)

Apesar do controle acionário pulverizado, o Estatuto Social não prevê mecanismo (*poison pill*) que dificulte ou impeça a aquisição hostil do controle da companhia ou a aquisição de participações relevantes no capital social. Dessa forma, qualquer investidor poderá adquirir participações relevantes do capital social ou mesmo o controle da empresa, sem a necessidade de promover qualquer espécie de oferta pública de aquisição das ações aos demais acionistas. A inexistência do referido mecanismo de proteção torna o controle mais vulnerável e suscetível a futuras aquisições pelos acionistas minoritários ou novos investidores, hipótese em que poderão ocorrer alterações substanciais na estrutura administrativa, gestão e política estratégica. Segundo Calciolari, a presença de investidor institucional como acionista, com experiência em dezenas de IPO's nos mais diversos países, orientou a Companhia para não incluir nenhuma cláusula de proteção contra potenciais tentativa de tomadas de controle.

3.5. Políticas de dividendos

A Lei das Sociedades por Ações exige que o Estatuto Social especifique a porcentagem mínima dos valores disponíveis para distribuição pela companhia em cada exercício social na forma de dividendos ou juros sobre o capital próprio, também conhecida como distribuição obrigatória.

Essa distribuição toma por base um percentual do lucro líquido ajustado. Nos termos do Estatuto Social, pelo menos 25% do lucro líquido ajustado da Gafisa, calculado de acordo com o BR GAAP e ajustado em conformidade com a Lei das Sociedades por Ações, com relação ao exercício social anterior, deverá ser distribuído como dividendo anual obrigatório. A política de dividendos da companhia é a exigida por lei.

3.6. Histórico de pagamento de dividendos e juros sobre o capital próprio

Em relação aos resultados auferidos nos exercícios de 2007 e 2006 a companhia pagou os dividendos mínimos obrigatórios estipulados em Lei.

Em relação aos exercícios de 2005 a 2002, não houve distribuição de dividendos ou de juros sobre o capital próprio. Em 2002, conforme aprovado pela Assembléia Geral Ordinária realizada em 30 de abril de 2002, foi distribuído, referente ao lucro líquido auferido no exercício findo em 31 de dezembro de 2001, o montante bruto de aproximadamente R\$5,8 milhões a título de juros sobre o capital próprio. Conforme proposto pelos administradores, os acionistas aprovaram a retenção de todo o lucro líquido verificado nos exercícios findos em 2005, 2004, 2003 e 2002 para utilização na expansão dos negócios da companhia.

3.7. Estrutura das Assembléias e Área de Relações com Investidores

Para Calciolari, os investidores de uma maneira geral ainda não têm a cultura de participação em assembléias. Como a companhia tem contratos de ADR, os custodiantes cumprem o quórum, mesmo quando não votam.

A principal preocupação de Calciolari diz respeito às matérias com necessidade de quórum qualificado para sua aprovação. Para ele, os acionistas de empresas de capital disperso ainda estão em “fase de aprendizado”, não tendo se conscientizado de que a gestão precisa da presença e participação dos acionistas nas assembléias para a

votação de decisões estratégicas. De acordo com Calciolari, a companhia busca divulgar amplamente suas assembleias, facilitar o acesso em termos de convocações, data e local e explicar de forma clara os assuntos a serem tratados. Vem sendo estudadas formas de facilitar ainda mais a participação de acionistas no futuro, possivelmente de forma eletrônica.

A Gafisa divulga amplamente seus relatórios financeiros e operacionais de forma equânime para todo o mercado, assim como qualquer fato considerado relevante ou necessário de acordo com a regulamentação dos diversos órgãos regulatórios e de listagem, do Brasil e internacionais. Além dessas informações, a empresa publicou um relatório anual sobre 2007.

4. Implicações nas mudanças na liquidez e valor das ações

4.1. Liquidez das ações

Segundo o entrevistado, a companhia tem a maior liquidez do setor imobiliário, considerando-se o valor negociado na Bovespa e na Bolsa de Nova York. Contribuem para esta liquidez o controle pulverizado e o fato de a listagem em Nova York facilitar a negociação por estrangeiros. A Gafisa é a única empresa do setor imobiliário listada na NYSE.

Devido à inexistência de histórico de múltiplos anterior a pulverização, esta seção não se aplica a esta empresa.

No apêndice F, encontram-se informações adicionais relativos a indicadores econômico-financeiros da Gafisa.

4.1.5. INVEST TUR S.A.

Entrevistados:

Andréa C. Ruschmann – Diretora Financeira e de Relações com Investidores -
28/02/2008

Camila Pannain Giavina-Bianchi – Coordenadora de Relações com Investidores -

Carlos Novis Guimarães – Presidente do Conselho de Administração – 13/05/2008

1. Histórico
2. Evolução da estrutura societária
3. Determinantes da pulverização da estrutura societária
 - 3.1. Destinação dos recursos da oferta pública de ações
4. Implicações da estrutura pulverizada nas práticas de governança corporativa
 - 4.1. Conselho
 - 4.2. Gestão
 - 4.3. Sistema de remuneração
 - 4.3.1. Plano de opção de compra de ações
 - 4.4. Mecanismo de proteção da dispersão da base acionária – *Poison pills*
 - 4.5. Política de dividendos
 - 4.6. Estrutura das assembleias e área de relações com investidores
5. Implicações das mudanças na liquidez e valor das ações
6. Operações com Partes Relacionadas
 - 6.1. Contrato de consultoria – GR Capital

1. Histórico

A Invest Tur Brasil - Desenvolvimento Imobiliário Turístico S.A. foi fundada em 14 de março de 2007 por Carlos Novis Guimarães, José Romeu Ferraz Neto, Márcio Botana Moraes e Joaquim Ferraz. Os fundadores da empresa tinham idéias de projetos no ramo turístico imobiliário e vislumbravam um nicho inexplorado no mercado, porém com enorme potencial de desenvolvimento, dadas algumas experiências que os sócios fundadores vinham tendo em projetos ainda incipientes nesse setor.

Para Carlos Novis Guimarães, presidente do conselho de administração da companhia a complementaridade das experiências dos sócios fundadores foi fator preponderante para a fundação da empresa.

A empresa considera seu modelo de negócios inovador no país, sendo uma das primeiras empresas do Brasil com atuação exclusiva no ramo de desenvolvimento imobiliário turístico e de segunda residência, com foco em turismo de lazer e de negócios, sem vínculo exclusivo com um grupo ou operadora hoteleira. A Companhia busca atuar por meio da introdução de novos conceitos e novas técnicas na elaboração, execução e comercialização dos seus projetos.

Guimarães, que têm uma vasta experiência profissional internacional, tinha uma visão que o setor imobiliário turístico estava subdesenvolvido no país. Segundo ele, o governo brasileiro está comprometido em executar obras de infra-estrutura que irão direta ou indiretamente beneficiar os projetos turísticos.

Sob orientação do Banco de Investimentos Credit Suisse a empresa preparou-se para abrir seu capital na Bolsa de Valores de São Paulo, fato este que ocorreu em julho do mesmo ano.

Durante o processo de *roadshow*, houve interesse por parte dos investidores acima do esperado. A Oferta Pública de Ações (OPA) foi incrementada 2 (duas) vezes, apresentando ao final um montante 57,5% superior ao que inicialmente previsto. Sendo assim, a OPA foi finalizada com a emissão de 945.000 ações, representando a 3ª maior OPA do setor imobiliário e a captação de recursos brutos no valor de R\$945 milhões.

Por ser uma empresa em fase pré-operacional, considerada de maior risco pela Comissão de Valores Mobiliários - CVM, o órgão regulador estabeleceu um lote mínimo de 100 ações para a compra inicial, o que, segundo Andréa Ruschmann, Diretora Financeira e de Relações com Investidores, acabou afastando um pouco os investidores pessoas físicas do processo de aquisição de ações na fase de abertura do capital.

Essa restrição, entretanto, se encerrará ao final de 2008, quando as ações da companhia poderão ser negociadas em quantidades unitárias, sendo que a Companhia acredita que esse evento ajudará na liquidez e na captação de mais investidores pessoas físicas.

Guimarães ressaltou que desde o início, os fundadores têm a preocupação de criar uma cultura de empresa com transparência e com altos padrões de governança.

2. Evolução da estrutura societária

Quando da fundação da empresa em março de 2007, o capital social era de R\$ 1.000 (um mil reais), dividido em 1.000 (mil) ações ordinárias, subscritas da seguinte forma:

Quadro 5: Invest Tur – Composição do capital inicial

Acionista	Quantidade de ações	Valor da subscrição R\$
José Romeu Ferraz Neto	310	310
Márcio Botena Moraes	310	310
Carlos Manuel Novis	310	310
Joaquim Romeu E.T.	70	700
Total	1.000	1.000

Fonte: www.cvm.gov.br. Acesso em 17 de maio de 2008

Em 16 de julho de 2007, sob o código IVTT3, as ações da Invest Tur Brasil iniciaram suas negociações ao preço de R\$1.000 (um mil reais), no Novo Mercado da BOVESPA. O quadro abaixo indica a quantidade de ações ordinárias detidas pelos acionistas da Companhia, antes e após a Oferta Pública Inicial de Ações:

As ações em circulação (em abril de 2008) estão em poderes de aproximadamente 110 investidores pessoas jurídicas e 15 investidores pessoas físicas.

A oferta pública de ações da Companhia foi destinada exclusivamente para Investidores Qualificados (Oferta de Dispersão).

De acordo com o artigo 109 da Instrução CVM 409, são considerados investidores qualificados:

- (i) instituições financeiras; (ii) companhias seguradoras e sociedades de capitalização; (iii) entidades abertas e fechadas de previdência complementar; (iv) pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$300.000,00 e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio; (v) fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados; (vi) administradores de carteira e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; e (vii) regimes próprios de previdência social instituídos pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal ou por Municípios.

Todos os investidores que não se enquadraram na categoria de Investidores Qualificados foram orientados a atentar para a inadequação da OPA, uma vez que esta se destinava exclusivamente a investidores que tinham especialização e conhecimento suficientes para tomar uma decisão de investimento fundamentada.

Em maio de 2008, a Invest Tur possuía 5 acionistas com participação acionária relevante, são eles:

Quadro 6: Invest Tur – Acionistas detentores de mais de 5% das ações em maio de 2008

Acionistas	Quantidade de ações	% participação
Espírito Santo Tourism (Europe) S.A	94.500	10,0
Credit Suisse Securities (Europe) Limited	67.000	7,09
Amber Latin American Investments, LLC	66.900	7,08
Tarpon Investment Group Ltd.	73.400	7,77
Citigroup Global Markets Limited	50.000	5,29

Fonte: www.investtur.com.br/ri. Acesso em 24/05/2008

A Companhia em seu website esclarece que:

- O objetivo das referidas participações acionárias é única e exclusivamente de investimento, não visando a aquisição de controle da Companhia;
- Os investidores não descartam a possibilidade de aumentar ou diminuir a sua participação na Companhia;
- Os investidores acima não possuem, direta ou indiretamente, outros valores mobiliários de emissão da Companhia, incluindo, mas não se limitando a, debêntures conversíveis em ações;
- Os investidores com participação acionária relevante não possuem acordos ou contratos regulando o exercício do direito de voto ou a compra e venda de valores mobiliários de emissão da Companhia.

3. Determinantes da pulverização da estrutura societária

Para Guimarães, a decisão de se constituir uma companhia com estrutura societária pulverizada foi consequência de uma somatória de fatores.

Primeiramente havia uma preocupação com a sustentabilidade do negócio, uma vez que a natureza é um fator preponderante para o sucesso deste tipo de empreendimento. Aspectos de responsabilidade social e ambiental foram (e são) consideradas em cada etapa do projeto.

Em segundo lugar, montar a empresa focada no desenvolvimento imobiliário turístico, com o potencial natural que o país oferece, era uma grande oportunidade.

O terceiro fator considerado é que a economia estava crescendo, as taxas de juros baixando, a renda per capita acompanhava o crescimento da economia, condições macroeconômicas favorecendo a demanda pela segunda residência.

Segundo Guimarães, a princípio os fundadores da empresa cogitaram fazer uma captação privada e no futuro fazer uma captação pública, no entanto verificaram que o mercado de capitais brasileiro estava passando por um momento especial e que havia demanda para ir direto ao mercado público.

Outro fato considerado, de acordo com Guimarães, era que a capacidade de voltar ao mercado para levantar mais recursos no futuro seria maior se a companhia já estivesse no mercado de capitais.

Guimarães ressalta, que a decisão final de que o melhor caminho para levantar recursos seria via mercado de capitais através da dispersão das ações, foi tomada em conjunto com o Banco Credit Suisse, o qual foi o coordenador líder do IPO.

3.1. Destinação dos Recursos da Oferta Pública de Ações

Foram recebidos recursos líquidos de R\$945 milhões provenientes da emissão de ações objeto da Oferta Inicial de Ações (IPO). As despesas incorridas com o IPO foram de R\$ 64 milhões.

De acordo com o informativo de resultado da Companhia do primeiro trimestre de 2008, a Invest Tur já anunciou a aquisição de 16 projetos para desenvolvimento de empreendimentos imobiliários turísticos, que representam R\$ 1,4 bilhão de investimentos, compostos por: hotéis, resorts, terrenos e empreendimentos imobiliários.

A Companhia estima que até o final de 2008 tenha em sua carteira de terrenos pelo menos 20 projetos, que representarão investimentos no valor de R\$ 1,7 bilhão, a serem desembolsados ao longo dos próximos 6 anos.

Com relação aos lançamentos, a Companhia estima que efetuará lançamentos ao final de 2008 com um VGV (valor geral de venda) potencial de R\$ 600 milhões e expectativa de vendas de R\$ 100 milhões para o período.

No prospecto da Oferta Inicial de Ações (IPO) a Companhia alertava o investidor sobre o risco do investimento e que não havia nenhuma garantia quanto à sua capacidade de adquirir as propriedades que foram especificadas no prospecto e, mesmo que sendo capaz de adquirir, não havia garantia de que tais aquisições se dariam nas faixas de preço que estimaram, até mesmo porque não havia celebrado opções de compra ou outros instrumentos que garantissem tal segurança.

Todavia, segundo Ruschmann, em relação às aquisições já realizadas, a Companhia obteve sucesso em fazê-las a preços que permitem garantir a rentabilidade mínima estabelecida no prospecto para esses projetos, que é de 16-18% para projetos hoteleiros e 25-30% para projetos imobiliários, sendo essas taxas calculadas sem a inclusão de capital de terceiros na composição das fontes de financiamento dos respectivos projetos.

Segundo Guimarães, a Companhia realizou parcerias com grupos internacionais de alta-reputação como *Sixsenses*, sediado na Tailândia, e especializado na administração de hotéis para público de alta-renda e também com o grupo *Starwood*, que tem entre suas bandeiras *Le Meridien* e *Sheraton*.

4. Implicações da estrutura pulverizada nas práticas de governança corporativa

4.1. Conselho

Desde o IPO da Companhia, seu Conselho de Administração, é integrado por 6 membros, sendo 4 conselheiros considerados independentes, de acordo com o conceito de independência das regras do Novo Mercado ¹⁹ da Bovespa.

¹⁹ De acordo com a Bovespa (2008), O Conselheiro Independente caracteriza-se por: (i) não ter qualquer vínculo com a Companhia, exceto participação de capital; (ii) não ser Acionista Controlador, cônjuge ou parente até segundo grau daquele, ou não ser ou não ter sido, nos últimos 3 anos, vinculado a sociedade ou entidade relacionada ao Acionista Controlador (pessoas vinculadas a instituições públicas de ensino e/ou pesquisa estão excluídas desta restrição); (iii) não ter sido, nos últimos 3 anos, empregado ou diretor da Companhia, do Acionista Controlador ou de sociedade controlada pela Companhia; (iv) não ser fornecedor ou comprador, direto ou indireto, de serviços e/ou produtos da Companhia, em magnitude que implique perda de independência; (v) não ser funcionário ou administrador de sociedade ou entidade que esteja oferecendo ou demandando serviços e/ou produtos à Companhia; (vi) não ser cônjuge ou parente até segundo grau de algum administrador da Companhia; (vii) não receber outra remuneração da Companhia além da de conselheiro (proventos em dinheiro oriundos de participação no capital estão excluídos desta restrição).

Adicionalmente, serão também considerados independentes os conselheiros eleitos mediante faculdade prevista pelo art. 141, §§ 4º e 5º ou pelo art. 239 da Lei 6.404/76, o último aplicável às companhias de economia mista.

Segundo Guimarães, para compor este primeiro conselho foi buscado pelos fundadores profissionais com conhecimento e experiências que complementassem às dos fundadores.

Desde o processo de *road show* o mercado foi informado que uma cadeira do conselho de administração seria preenchida após o IPO, com um representante dos acionistas financeiros. O administrador do portfólio da Amber Capital na América Latina (acionista da sociedade), Jorge de Pablo Cajal, é este representante.

Em maio de 2008, o Conselho de Administração não possuía regimento interno, não havia procedimentos formais para a avaliação do Conselho e dos conselheiros e, também não plano de sucessão para a gestão.

De acordo com o Estatuto da Companhia, o Conselho de Administração reúne-se, ordinariamente, 4 (quatro) vezes por ano e, extraordinariamente, sempre que convocado pelo Presidente ou pela maioria de seus membros. As reuniões do Conselho podem ser realizadas por conferência telefônica, vídeo conferência ou por qualquer outro meio de comunicação que permita a identificação do membro e a comunicação simultânea com todas as demais pessoas presentes à reunião.

Em 2007 as reuniões ordinárias do Conselho de Administração foram mensais, já que a Companhia era recém formada e tinha uma série de assuntos críticos para o início de sua operação, que dependiam da aprovação do conselho. Conseqüentemente em 2008, segundo Ruschmann, as reuniões deveriam acontecer bimestralmente.

O diretor presidente e a diretora financeira e de relações com investidores participam das reuniões do Conselho.

Segundo Ruschmann, em 18 de abril de 2008, o Conselho de Administração da Invest Tur considerou a criação de um Comitê de Remuneração, que será formado oportunamente e que terá a participação de 2 (dois) até 4 (quatro) Conselheiros. A Invest Tur pretendia efetivar a implantação deste comitê ainda em 2008.

4.2. Gestão

O Estatuto da Companhia prevê a composição da diretoria com 2 (dois) a 6 (seis) Diretores, sendo um deles o Diretor Presidente, um Diretor Financeiro, um Diretor de Relações com Investidores e os demais sem designação específica, sendo

admitida a cumulação de cargos, todos com prazo de mandato de 2 (dois) anos, permitida a reeleição.

Segundo Ruschmann, não existe um plano de sucessão para a diretoria. Foi desenvolvido por consultoria externa um plano de remuneração variável para toda a companhia, o qual estará atrelado ao atingimento das metas, sendo que as mesmas serão aprovadas pelo Conselho de Administração. Em maio de 2008 este planos ainda não havia sido implantado.

Em maio de 2008, a companhia contava com 2 diretores estatutários, diretor presidente e diretora financeira e de relações com investidores.

4.3. Sistema de remuneração

4.3.1. Plano de opção de compra de ações

Os conselheiros recebem uma remuneração fixa mensal e a diretoria uma remuneração fixa mais um plano de opção de aquisição de ações (*stock options*).

Em 25 de junho de 2007, foi aprovado em AGE pelos acionistas, um plano de opção de compra de ações que consiste na outorga de opções de compra de ações ordinárias da Companhia aos seus diretores e empregados em posição de comando ou outras sociedades sob o seu controle.

Estão excluídos deste plano, enquanto perdurar o contrato de consultoria celebrado entre a Companhia e a GR Capital (vide item 6.1 desta seção) os Srs. Carlos Novis Guimarães, Joaquim E. T. Ferraz, José Romeu Ferraz Neto e Marcio Botana Moraes.

A Assembléia Geral da Companhia autorizou o Conselho de Administração a outorgar opções de compra de ações anualmente. O Conselho de Administração da Companhia poderá delegar suas funções a um Comitê formado pelo Presidente do Conselho de Administração e dois outros Conselheiros.

O preço de exercício das opções a serem outorgadas será determinado observando-se as seguintes regras constantes do plano de opções de compra de ações: (a) caberá ao Conselho de Administração fixar o preço de exercício das opções, respeitado o preço mínimo igual ao valor médio da cotação média diária das ações ordinárias da Companhia na Bovespa nos últimos 25 (vinte e cinco) pregões em que

ocorrer a negociação de suas ações, anteriores à data de outorga, ponderada pelo volume de negociação, sendo que (b) excepcionalmente na primeira outorga de opções que se realizar após a Oferta Pública Inicial da Invest Tur em julho de 2007 e na outorga de opções aos seus diretores durante os seis meses seguintes à liquidação daquela oferta, o preço mínimo poderá ser igual ao preço de subscrição.

No dia 18 de abril de 2008, o Conselho de Administração aprovou a primeira outorga de opções relacionada ao desempenho no ano de 2007, tendo sido definido o preço de exercício das opções de compra de ações em R\$ 1.000,00 por ação (preço igual ao de subscrição da Oferta Pública Inicial). Quanto à alocação de tais opções, o Conselho aprovou a parte que caberá à Diretora Financeira e de Relações com Investidores e delegou ao Diretor Presidente a incumbência de completar a alocação aos demais beneficiários, mediante a celebração dos competentes "Contratos de Outorga de Opções de Compra de Ações e Outras Avenças".

As opções somente poderão ser exercidas após o decurso de um ano da data da outorga e, a partir daí, na proporção de, no máximo, 1/3 ao ano, sendo que no caso de não exercício no todo ou em parte, as opções não exercidas serão adicionadas às opções que poderão ser exercidas no ano seguinte, podendo ser exercidas no futuro.

As opções permanecerão válidas por oito anos de sua outorga. Em caso de desligamento do beneficiário ou suas controladas, nas hipóteses previstas no Plano, as opções que não puderem ser exercidas à época do desligamento serão extintas automaticamente ou terão seu prazo de carência antecipado, e as opções ainda vigentes poderão ser exercidas em prazo indicado no Plano, a depender do motivo do desligamento.

O plano é válido por 10 anos, sujeito ao limite total de outorga de opção sobre 5% das ações ordinárias da Invest Tur e ao limite do seu capital autorizado.

Os fundadores da companhia não têm direito a este benefício nos 3 (três) primeiros anos em função da remuneração que recebem pela GR Capital Consultoria.

4.4. Mecanismo de Proteção da Dispersão da Base Acionária – *Poison Pills*

O Estatuto Social da Companhia contém disposição que visa evitar a concentração das ações nas mãos de um grupo pequeno de investidores, de modo a promover uma base acionária mais dispersa.

Referida disposição exige que qualquer acionista que se torne titular das ações da Companhia em quantidade igual ou superior a 35% do capital total (excluídas as Ações em tesouraria e os acréscimos involuntários de participação acionária especificados no Estatuto), realize, no prazo de 60 dias a contar da data de aquisição ou do evento que resultou na titularidade de Ações nessa quantidade, uma Oferta Pública de Ações (OPA) da totalidade das ações nos termos da regulamentação da CVM, por preço não inferior ao maior valor entre (i) o valor econômico apurado em laudo de avaliação; (ii) 120% do preço de emissão das ações no mais recente aumento de capital mediante distribuição pública ocorrido no período de 24 meses que anteceder a data em que se tornar obrigatória a realização da OPA, devidamente atualizado pelo IPC-A até o momento do pagamento; e (iii) 120% da média ponderada das cotações unitárias médias das ações de emissão durante o período de 90 dias de negociação anterior à realização da OPA na bolsa de valores em que houver o maior volume de negociação de ações de emissão da Companhia.

Se qualquer investidor vier a se tornar titular de 35% ou mais do capital social da Companhia em razão da aquisição de Ações na Oferta, tal investidor ficará obrigado a realizar a OPA descrita acima.

Exceto no que diz respeito à obrigatoriedade de realização de tal OPA, não há, no Estatuto ou nos documentos da Oferta, qualquer disposição que limite a capacidade de um investidor adquirir ações que o torne titular de 35% ou mais do capital social.

A disposição do Estatuto Social, que obriga qualquer acionista que venha a adquirir 35% ou mais do capital social a realizar uma OPA, somente poderá ser excluída do Estatuto Social ou alterada por deliberação da Assembléia Geral de acionistas.

Na hipótese da Assembléia Geral aprovar uma alteração do artigo que limite o direito dos acionistas à realização de uma OPA, os acionistas que votarem favoravelmente a tal exclusão ou alteração ficarão obrigados a realizar uma OPA nos termos exigidos pelo próprio artigo do Estatuto Social.

4.5. Políticas de dividendos

A Invest Tur não distribuiu quaisquer quantias a título de dividendos ou juros sobre o capital próprio desde a sua constituição. No exercício de 2007 a companhia

apresentou prejuízo e foi deliberado pelos acionistas, em Assembléia Geral Extraordinária, a destinação deste para a conta de prejuízos acumulados.

O dividendo obrigatório da Invest Tur é de no mínimo 25% do lucro líquido ajustado, na forma da Lei das Sociedades por Ações e do Estatuto Social, apurado nas demonstrações financeiras não consolidadas.

A participação dos administradores no lucro líquido não pode exceder a remuneração anual dos administradores nem um décimo dos lucros, o que for menor.

4.6 Estrutura das Assembléias e Área de Relações com Investidores

A primeira Assembléia Geral Ordinária e Extraordinária da companhia foi realizada em segunda convocação em 04 de abril de 2008, com acionistas representando 24% das ações com direito a voto. Segundo Ruschmann e Giavina-Bianchi, a companhia desenvolveu um trabalho pró-ativo com o objetivo de atrair o maior número possível de acionistas.

A documentação suporte para a AGO/E foi disponibilizada em página especial dentro do *website (hot site)*, para que os acionistas pudessem ter acesso a todo o material suporte às assembléias. Além do *hotsite*, foi enviado por correio o material impresso, com instruções de voto e carta de recomendação da administração para todos os acionistas.

Como complemento, foi enviado individualmente aos principais acionistas e-mail, para verificar se eles poderiam ou não participar da assembléia e, caso não pudessem, a justificativa do motivo. Para os acionistas que confirmaram a presença, foi feito um trabalho via telefone, para instruí-los sobre a documentação e prazos.

A Companhia possui um departamento estruturado de relações com investidores, que tem a política de participar, segundo Ruschmann e Giavina-Bianchi, em conferências realizadas por bancos e promover reuniões no país e no exterior, com o intuito de se aproximar cada vez mais dos atuais investidores e de potenciais, prezando pela transparência e pela consistência e uniformidade em suas informações.

A Invest Tur possui área para divulgação das informações para investidores dentro do *website*, disponibilizando suas informações tanto em português como em inglês.

Em 2007, com menos de 6 (seis) meses de operações, a Invest Tur realizou reuniões públicas em São Paulo e no Rio de Janeiro. Posteriormente, a companhia fez a mesma apresentação a investidores na Europa e nos Estados Unidos.

Em fevereiro de 2008, a companhia promoveu o primeiro *Invest Tur Day*, que ocorreu no Txai Resort Itacaré, na Bahia. Durante o evento, os investidores da Invest Tur tiveram a oportunidade de se reunir com os principais administradores da companhia, profissionais com atuação nas áreas relacionadas ao negócio da Invest Tur e entidades do governo.

5. Implicações nas mudanças na liquidez e valor das ações

Considerando que a Invest Tur era uma empresa em fase pré operacional, esta seção não se aplica a esta Companhia.

No apêndice G, encontram-se informações adicionais relativos aos indicadores econômico-financeiros.

6. Operações com Partes Relacionadas

Segundo Ruschmann e Giavina-Bianchi, em linha com as boas práticas de governança corporativa que a Invest Tur vem adotando e com as regras do Novo Mercado da BOVESPA, em 06 de maio de 2007 foi deliberado em Ata de Reunião de Conselho da companhia o texto abaixo, referente à contratos com partes relacionadas:

“A Diretoria da Companhia expôs ao Conselho de Administração todas as transações relativas às aquisições de projetos e terrenos celebradas com partes relacionadas da Companhia até esta data. Foi verificado pelos Conselheiros que todas essas operações foram celebradas em condições de mercado, conforme avaliações de terceiros que atestam tal feito. Ademais, demonstrou-se que, do total de recursos investidos pela Companhia até o momento na aquisição de ativos para consecução de seu plano de negócios: (i) 1,0% (um por cento) dos recursos foi pago a sociedades do Grupo RFM²⁰ para a aquisição de participação em ativos; (ii) 1,9% (um inteiro e nove décimos por cento) dos recursos foi pago a determinados sócios do Txai para a aquisição de participação em ativos; e (iii) 8,0% (oito por cento) dos recursos foram investidos na aquisição da participação societária da Companhia no Txai; totalizando 10,9% (dez inteiros e

²⁰ Grupo RFM, fundado em 1979 e de propriedade de José Romeu Ferraz Neto, Márcio Moraes e Joaquim Ferraz

nove décimos por cento) pagos a partes relacionadas da Companhia que detinham participação nos ativos adquiridos. Os Conselheiros resolveram ratificar a celebração pela Companhia de todas essas operações.

Neste contexto, a Diretoria sugeriu que a RFM Construtora Ltda, sociedade do Grupo RFM, seja considerada como uma das parceiras no quesito de implantação e orçamento dos empreendimentos imobiliários da Companhia. Sendo assim foi aprovada a celebração entre a Companhia e a RFM Construtora de um contrato de prestação de serviços de implantação e orçamento dos empreendimentos da Companhia, cuja cópia, rubricada pela mesa, permanecerá arquivada na sede da Companhia (“Contrato”).

O escopo dos serviços no âmbito do Contrato são: (i) serviços iniciais de infra-estrutura dos canteiros de obras; (ii) implantação da infra-estrutura dos empreendimentos; (iii) acompanhamento e diligência para a obtenção das licenças e autorizações necessárias; (iv) acompanhamento técnico dos serviços contratados com terceiros durante a execução das obras. O contrato deverá ter prazo determinado de 1 (um) ano e o total de pagamentos feitos à RFM Construtora pelos serviços de implantação e orçamento não poderá ser superior a 5% (cinco por cento) do custo total de cada projeto. Ademais, nos empreendimentos em que for responsável pelos serviços de implantação e orçamento, a RFM Construtora, nem qualquer sociedade do Grupo RFM, poderão participar do processo de concorrência para execução das obras civis de tal empreendimento. Finalmente, vale ressaltar que foi mostrada uma avaliação dos custos que concorrentes cobrariam por serviços similares e confirmado que a proposta da RFM Construtora apresentou melhores condições técnico-financeiras, atestando, portanto, as condições de mercado do Contrato.”

6.1. Contrato de Consultoria – GR Capital

Conforme descrito no Prospecto da Oferta Publica de Ações (CVM,2008), foi aprovada na Assembléia Geral Extraordinária de 25 de Junho de 2007, a celebração de contrato de consultoria com a GR Capital Consultoria Ltda., empresa cujas quotas são detidas pelos acionistas fundadores da Companhia.

Atualmente, há três sócios da GR Capital que ocupam cargos executivos ou no Conselho de Administração da Invest Tur: Carlos Novis Guimarães, presidente do conselho de administração; Márcio Botana Moraes, vice-presidente do conselho de administração e José Romeu Ferraz Neto, diretor presidente.

O contrato tem como objeto a prestação de serviços de consultoria em relação às seguintes matérias:

- Exploração da atividade de desenvolvimento imobiliário turístico, com foco em hotelaria de lazer e de turismo, e outras atividades direta ou indiretamente relacionadas;
- Identificação e avaliação de propriedades destinadas aos potenciais projetos da Companhia;
- Elaboração e coordenação de projetos executivos e pré-projetos para análise de viabilidade e implementação de projetos e associações pela Companhia;
- Financiamentos e outras operações financeiras junto a instituições locais e internacionais, incluindo instituições multilaterais;
- Outros assuntos direta ou indiretamente relacionados às atividades da Companhia.

Pela prestação dos serviços referidos, a Companhia deverá pagar à GR Capital, trimestralmente, em até 50 dias, após o encerramento de cada trimestre, uma quantia igual a 0,25% do capital social integralizado, ou do capital social corrigido, conforme apurado na data de encerramento do trimestre, excluída a parcela do capital social que tenha sido eventualmente integralizada como lucros ou reservas de lucros ou reservas de capital da Companhia.

O montante devido em 2007 totalizou R\$4.724 mil e R\$2.362 mil durante o primeiro trimestre de 2008. O prazo de vigência do contrato de consultoria é até 31 de dezembro de 2010.

Este contrato contém cláusula de não-competição que proíbe a GR Capital de prestar serviços direta ou indiretamente relacionados ao objeto social da Invest Tur.

4.1.6. LOJAS RENNER S.A.

Entrevistados:

José Galló – Diretor Presidente (28/03/2008)

José Carlos Hruby – Diretor de Relações com Investidores (28/03/2008)

Egon Handel – Vice-Presidente do Conselho de Administração (14/04/2008)

1. Histórico
2. Evolução da estrutura societária
3. Determinantes da pulverização da estrutura societária
 - 3.1. Destinação dos recursos da oferta pública de ações
4. Implicações da estrutura pulverizada nas práticas de governança corporativa
 - 4.1. Conselho
 - 4.2. Gestão
 - 4.3. Sistema de remuneração
 - 4.3.1. Plano de opção de compra de ações
 - 4.4. Mecanismo de proteção da dispersão da base acionária – *Poison pills*
 - 4.5. Política de dividendos
 - 4.6. Estrutura das assembleias e área de relações com investidores
5. Implicações das mudanças na liquidez e valor das ações
 - 5.1. Liquidez
 - 5.2. Valor das ações

1. Histórico

A Renner começou suas operações em 1912, no Rio Grande do Sul, como uma indústria têxtil fundada por Antônio Jacob Renner. Em 1940, expandiu sua oferta de mercadorias e tornou-se uma loja de departamentos. Constituída a companhia 25 anos depois, em 1967 realizou sua abertura de capital. Após uma profunda reestruturação no início da década de 1990, a Renner transformou-se em uma loja de departamentos especializada em vestuário com atuação restrita ao Estado do Rio Grande do Sul.

No ano seguinte, a empresa passou por uma completa reestruturação e a partir de 1994 iniciou o plano de expansão, com inauguração de lojas em Santa Catarina e posteriormente no Paraná.

Segundo o diretor presidente, José Galló, nesta época a empresa começou a “conversar com o mercado”.

A partir de 1994 fundos de investimentos (*private equity*) adquiriram ações da companhia e gradativamente influenciaram a adoção de práticas de governança corporativa no aprimoramento da comunicação com o mercado (nacional e internacional) e na implementação de planos de incentivos a executivos alinhados com os acionistas.

Em 1997 a família buscou a identificação de um novo investidor para aportar capital, objetivando tornar-se uma empresa com presença nacional.

Em dezembro de 1998, a J. C. Penney Brazil, Inc., subsidiária de uma rede de lojas de departamentos dos Estados Unidos, adquiriu o controle acionário da companhia, até então detido pela família Renner (já na terceira geração), bem como outras ações detidas por acionistas minoritários. A intenção da J.C. Penney era adquirir todo o controle da companhia, mas não conseguiu comprar todas as ações no mercado, ficando em circulação²¹ aproximadamente 2% das ações. A transação gerou grande insatisfação por parte dos acionistas minoritários (vide item 2), que tiveram de sair sem *tag along*²².

O diretor de relações com investidores José Carlos Hruby enfatiza que, como subsidiária do grupo J. C. Penney, a Renner obteve alguns benefícios operacionais, tais como o acesso a fornecedores internacionais, assessoria de especialistas na escolha de pontos comerciais, bem como procedimentos e controles internos diferenciados. Isso contribuiu para um crescimento substancial da companhia a partir de dezembro de 1998.

Segundo Galló, com o advento da Lei Sarbanes-Oxley nos Estados Unidos em 2001, a empresa, então uma subsidiária de grupo norte-americano, teve seus procedimentos internos adequados às exigências desta lei, o que em parte representou uma melhora na adesão às boas práticas de governança corporativa.

²¹ Ações em circulação significa todas as ações emitidas pela companhia, excetuadas as ações detidas pelo acionista controlador, por pessoas a ele vinculadas, por administradores da companhia, aquelas em tesouraria e preferenciais de classe especial (de propriedade exclusiva do ente desestatizante). É também chamado de *free float*. (Bovespa, 2008)

²² *Tag along* é um mecanismo aplicável em casos de venda de controle. Significa o direito de todos os acionistas venderem suas ações ao comprador do controle, em conjunto com o vendedor do controle. Pelo Regulamento do Novo Mercado da BOVESPA, os demais acionistas têm o direito de vender as suas ações nas mesmas condições que o acionista controlador vendedor (Bovespa, 2008)

Em 2004, a J.C. Penney Company, Inc. decidiu focar suas operações no mercado norte-americano e seguindo a estratégia já realizada em outros países da América Latina (Chile e México) optou pelo encerramento das operações no país.

A decisão entre a venda do controle para um investidor estratégico e a saída através do mercado de capitais, foi decidida conjuntamente com a gestão local. O fato de a empresa ser uma sociedade de capital pulverizado (*corporation*) nos Estados Unidos influenciou muito a decisão pela saída via mercado.

2. Evolução da estrutura societária

Até o final de 1998, o controle da empresa pertenceu a familiares descendentes do fundador, Antonio Jacob Renner.

Em dezembro daquele ano, a J.C.Penney Brazil, Inc. adquiriu participação controladora na empresa. No mesmo dia, decidiu publicar nos jornais oferta pública para compra de 70% das ações preferenciais. Ao longo do processo de recompra foram três os valores oferecidos, sendo a primeira oferta cancelada a pedido da CVM. O preço médio proposto inicialmente foi de R\$ 23,71 por ação até chegar ao valor de R\$ 37,61. Também houve pagamento de dividendos de R\$ 1,32 por ação.

Em 2005, a J.C.Penney optou pela venda das suas ações através de uma Oferta Pública de Ações (OPA), e assim a Renner retornou ao mercado de capitais como a primeira corporação brasileira com 100% das ações negociadas em Bolsa e sem a presença de um acionista controlador. Com um número aproximado de oito mil acionistas, sendo cerca de 80% acionistas estrangeiros.

Simultaneamente à OPA a companhia aderiu ao Novo Mercado da Bovespa em 1º de julho de 2005.

O capital social da Renner é composto exclusivamente por ações ordinárias. O quadro abaixo relaciona os principais acionistas antes e depois da oferta de ações.

Quadro 7: Renner – Posição acionária antes e depois da oferta pública de ações

Posição Acionária antes da Oferta				
	Ações Ordinárias	(%)	Ações Preferenciais	(%)
J. C. Penney Brazil, Inc	14.672.716	97,70		
Mercado (“free float”)	345.640	2,30	24.406.763	100
Total	15.018.356	100	24.406.763	100
Posição Acionária dos Acionistas com mais de 5% de Ações da Companhia após a Oferta				
Sloane Robinson LLP	6.669.500	5,52		
TRowe Price	6.872.800	5,65		
Outros	108.039.515	88,86		
Total	121.581.815	100,0		

Fonte: <http://www.lojasrenner.com.br/ri/>. Acesso em: 10 de abril de 2008

3. Determinantes da pulverização da estrutura societária

3.1. Destinação dos recursos da oferta pública de ações

Em 9 de maio de 2005, a Lojas Renner apresentou à CVM pedido de registro de uma oferta primária e secundária de ações ordinárias. A oferta compreendeu uma distribuição pública primária de 9.274.007 ações ordinárias emitidas pela companhia e uma distribuição pública secundária de 14.672.716 ações ordinárias de emissão da Renner e de titularidade da J.C. Penney Brazil, Inc.

A oferta foi coordenada pelo Banco de Investimentos Credit Suisse First Boston S.A. e realizada em mercado de balcão não-organizado no Brasil nos termos da Instrução da CVM nº. 400/03 e, ainda, com esforços de colocação nos Estados Unidos para investidores institucionais qualificados, residentes e domiciliados no exterior, definidos em conformidade com o disposto na Regra 144A do U.S. Securities Act of 1933, conforme alterado (Securities Act).

A companhia não recebeu nenhum recurso obtido com a venda por parte do acionista na Oferta Secundária. O preço da ação foi fixado em R\$ 37,00.

Em 1º de julho de 2005 as ações da Renner passaram a ser negociadas no segmento Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), sob o código LREN3.

A partir de julho de 2005, 99,9% do total das ações emitidas pela companhia passou a ser composto por ações em circulação (*free float*) e o poder de controle passou a ser exercido de forma pulverizada.

A J.C.Penney Inc. quando fez a oferta pública de ações para adquirir o controle das Lojas Renner, efetuou um empréstimo de aproximadamente US\$ 80 milhões para capitalizá-la e atender a expansão da companhia.

Segundo os administradores entrevistados, os recursos líquidos obtidos pela Renner na oferta primária foram utilizados na liquidação da dívida com o acionista controlador; no pagamento de empréstimos de curto prazo; no reforço de capital de giro; e na expansão das atividades dentro do mesmo ramo de negócios da companhia.

4. Implicações da estrutura pulverizada nas práticas de governança corporativa

4.1. Conselho

A formação do Conselho de Administração da Renner pode ser dividida em 3 (três) fases distintas: fase familiar/profissional; fase J.C.Penney e a fase pós-pulverização.

Até a década de 90, o Conselho de Administração era formado predominantemente por membros da família do fundador.

No início daquela mesma década, as dificuldades financeiras pelas quais a companhia estava passando levou os descendentes dos fundadores a convidar profissionais externos para integrarem o Conselho e conseqüentemente trazerem seus conhecimentos e estratégias para dentro da empresa.

Egon Handel, vice-presidente do Conselho de Administração, lembra-se que a partir de 1995, o Conselho passou a ser composto por seis conselheiros, sendo dois descendentes do fundador, três conselheiros independentes e um representante dos acionistas minoritários.

A presença desse acionista minoritário no Conselho é lembrada por Galló e por Handel como uma atuação positiva que contribuiu efetivamente para o amadurecimento do processo de governança da empresa.

Após a aquisição do controle pela J. C. Penney, o Conselho passou a ser composto pelo diretor presidente da área internacional da empresa nos Estados Unidos,

George Karl Kapplinger, o diretor presidente da Renner (Galló) e por um conselheiro independente (Handel) que já participava do Conselho.

Na fase pós-IPO, o órgão passou a ser formado por seis membros e a partir da AGO de 2008 passou a ter mais um integrante.

A maior parte das decisões do Conselho de Administração é tomada pela maioria dos votos dos membros presentes a qualquer reunião. Segundo Galló, a companhia realiza 8 reuniões de conselho por ano.

O Estatuto Social da Renner prevê quórum qualificado de dois terços para deliberação de algumas matérias no Conselho como proposta de recompra, resgate, reembolso ou amortização de ações; proposta de criação ou emissão de bônus de subscrição ou instrumentos conversíveis em ações; proposta de mudança do objeto social da companhia; proposta de incorporação da companhia em outra, incorporação de outra sociedade pela companhia, incorporação de ações envolvendo-a, sua fusão ou cisão; proposta de liquidação, dissolução ou extinção da companhia ou cessação de seu estado de liquidação; e proposta de participação da companhia em grupo de sociedades. No caso de empate na votação, o presidente do Conselho de Administração tem voto de qualidade.

O Estatuto estabelece que o Conselho de Administração elege, entre seus membros, 3 (três) conselheiros para compor o Comitê de Remuneração e 3 (três) conselheiros para compor o Comitê de Assuntos Financeiros, sendo este último deliberado pelo Conselho a não ser instalado. Adicionalmente, o Estatuto faculta ao Conselho de Administração a criação de outros comitês ou grupos de trabalho com objetivos definidos, além dos já mencionados. Esses órgãos têm natureza consultiva, constituídos para o fim de aconselhamento e assessoramento ao Conselho de Administração no desempenho de suas atribuições.

A partir da AGO de 31 de março de 2008 o Conselho passou a ser integrado por 7 (sete) membros.

Para Handel, que está no Conselho desde 1991, e com experiência de participação em dezenas de conselho, esse órgão na Renner é bem atuante desde a fase familiar.

Segundo os administradores entrevistados, está sendo elaborado um plano de sucessão para os principais executivos da Companhia.

4.2. Gestão

Em 1991, José Galló foi recrutado, como Diretor Superintendente, pela família Renner para comandar o processo de *turn around*. Desde março de 1999 passou a ocupar o cargo de diretor presidente e é membro do conselho de administração desde 1998.

Segundo Galló, a presença de conselheiros independentes no Conselho de Administração eleitos em abril de 1991 estimulou e deu-lhe segurança para que aceitasse o convite para o cargo.

Para Galló, a primeira fase, sua contratação, foi fundamentada no processo de profissionalização da companhia. Na segunda, o acionista controlador não querendo repetir erros cometidos em outros países da América Latina, onde tinham sido trazidos executivos norte-americanos para gerir os investimentos não logrando êxito, mantiveram a administração local, sem a presença de nenhum executivo norte-americano. Com o processo de pulverização os principais executivos foram mantidos na companhia.

O Estatuto da Renner dispõe que sua Diretoria será composta de 2 (dois) a 6 (seis) membros, sendo um diretor presidente e outro diretor de Relações com Investidores, e os demais sem designação específica. Em abril de 2008, a Diretoria da companhia é formada por cinco diretores, os quais possuem mandato vigorando até a Assembléia Geral Ordinária de 2010, quando será votada a eleição dos diretores.

4.3. Sistema de remuneração

4.3.1. Plano de opção de compra de ações

O plano de opção de compra de ações, elaborado e aprovado pelos acionistas depois do processo de pulverização, tem por objetivo atrair, motivar e reter executivos qualificados; promover o alinhamento dos interesses dos gestores da companhia e de seus acionistas; e incentivar os administradores e executivos a contribuir para a obtenção de resultados por meio da concessão de opções de compra de ações da empresa.

Em abril de 2008, 28 executivos fazem parte deste plano, ao contrário dos conselheiros cuja participação é nula.

Em Assembléia Geral Extraordinária realizada no dia 10 de abril de 2007, a companhia alterou o plano de opção de compra de ações pelo qual o Conselho de Administração passou a poder outorgar opções aos administradores e executivos da Renner, de subscrever ou adquirir ações da Companhia até o limite de 4,5% da totalidade das ações emitidas pela Companhia a qualquer tempo.

Caso a quantidade de ações da Companhia seja aumentada, diminuída, ou houver desdobramento ou grupamento ou dividendo de ações, o Comitê deve efetuar os ajustes apropriados no número das ações ordinárias que tenham sido emitidas de acordo com as opções que foram exercidas e com as que foram concedidas, mas não exercidas.

Os ajustes não podem modificar o preço total de subscrição das opções concedidas, mas não exercidas. Nenhuma fração de ação é emitida segundo o Plano ou qualquer desses ajustes.

Pelo Plano em vigor em março de 2008, os participantes podem adquirir ações ordinárias a um preço e prazo previamente estabelecidos, sob a condição da observância das condições estabelecidas no referido Plano.

4.4. Mecanismo de proteção da dispersão da base acionária – *poison pills*

O Estatuto Social da companhia contém disposição com efeito a evitar a concentração das ações nas mãos de um grupo pequeno de investidores, de modo a promover uma base acionária mais dispersa.

A disposição neste sentido exige que qualquer acionista que adquira ou se torne titular de ações de emissão da empresa, em quantidade igual ou superior a 20% (vinte por cento) do total de ações de emissão da companhia 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 empresa, realizar ou solicitar o registro de uma OPA da totalidade das ações dessa modalidade, observando-se o disposto na regulamentação aplicável da CVM, os regulamentos da BOVESPA e os termos do Estatuto Social da companhia.

O percentual de 20% (vinte por cento) explicitado não se aplica na hipótese de uma pessoa tornar-se titular de ações de emissão da companhia em quantidade superior

a 20% (vinte por cento) do total das ações de sua emissão em decorrência (i) de sucessão legal, sob a condição de que o acionista aliene o excesso de ações em até 60 (sessenta) dias contados do evento relevante; (ii) da incorporação de outra sociedade pela companhia, (iii) da incorporação de ações de outra sociedade pela empresa, ou (iv) da subscrição de ações da companhia, realizada em uma única emissão primária, que tenha sido aprovada em Assembléia Geral de acionistas, convocada pelo seu conselho de administração, e cuja proposta de aumento de capital tenha determinado a fixação do preço de emissão das ações com base em valor econômico obtido a partir de um laudo de avaliação econômico-financeira da companhia realizada por empresa especializada com experiência comprovada em avaliação de companhias abertas.

Para fins do cálculo do percentual de 20% (vinte por cento) do total de ações de emissão da organização, não serão computados os acréscimos involuntários de participação acionária resultantes de cancelamento de ações em tesouraria ou de redução do capital social da companhia com o cancelamento de ações.

A OPA deverá ser (i) dirigida indistintamente a todos os acionistas da empresa, (ii) efetivada em leilão a ser realizado na BOVESPA, (iii) lançada pelo preço determinado de acordo com o procedimento a seguir, e (iv) paga à vista, em moeda corrente nacional, contra a aquisição na OPA de ações de emissão da companhia.

O preço de aquisição na OPA de cada ação de emissão não poderá ser inferior ao maior valor entre (i) o valor econômico apurado em laudo de avaliação; (ii) 120% (cento e vinte por cento) do preço de emissão das ações em qualquer aumento de capital realizado mediante distribuição pública ocorrido no período de 24 (vinte e quatro) meses anteriores a data em que se torna obrigatória a realização da OPA, devidamente atualizada pelo IPCA até o momento do pagamento; e (iii) 120% (cento e vinte por cento) da cotação unitária média das ações de emissão da companhia durante o período de 90 (noventa) dias anterior à realização da OPA na bolsa de valores em que houver o maior volume de negociações dessas ações.

Caso a regulamentação da CVM aplicável à OPA prevista neste caso determine a adoção de um critério de cálculo para a fixação do preço de aquisição de cada ação da companhia na Oferta que resulte em preço de aquisição superior, deverá prevalecer na efetivação da OPA prevista aquele preço de aquisição calculado nos termos da regulamentação da CVM.

A realização da OPA não exclui a possibilidade de outro acionista da companhia ou, se for o caso, a própria organização formular uma OPA concorrente, nos termos da regulamentação aplicável.

A alteração que limite o direito dos acionistas à realização da Oferta ou a exclusão deste mecanismo obrigará o acionista que tiver votado a favor de tal alteração ou exclusão na deliberação em Assembléia Geral a realizar a OPA aqui prevista.

4.5. Política de dividendos

Além do pagamento de dividendos previstos na Lei das S.A., o Conselho de Administração da Renner pode declarar dividendos intermediários ou juros sobre capital próprio, à conta de lucros apurados em balanço semestral.

Adicionalmente, o Conselho pode determinar o levantamento de balanços em períodos inferiores há 6 (seis) meses e declarar dividendos ou juros sobre capital próprio com base nos lucros apurados em tais balanços, desde que o total dos dividendos pagos em cada semestre do exercício social não exceda o montante das reservas de capital previstas no parágrafo 1º do art. 182 da Lei das Sociedades por Ações.

O Conselho de Administração poderá, ainda, pagar dividendos intermediários ou juros sobre o capital próprio à conta de lucros acumulados ou de reserva de lucros existentes no último balanço anual ou semestral. Os pagamentos de dividendos intermediários ou juros sobre capital próprio constituem antecipação do valor de dividendos obrigatórios relativos ao lucro líquido do final do exercício em que os dividendos intermediários foram pagos, ressalvada a hipótese de não haver dividendos obrigatórios.

4.6. Estrutura das Assembléias e Área de Relações com Investidores

Após o processo de pulverização, objetivando estimular a presença dos acionistas nas assembléias e, dessa forma, poder deliberar sobre matérias que exijam quórum qualificado, a companhia criou em agosto de 2006 o Manual para Participação de Acionistas nas Assembléias, atualizado a cada assembléia. Consta deste manual um explicativo sobre as matérias a serem deliberadas nas AGO/E, como:

- Examinar, discutir e votar as contas dos administradores e as Demonstrações Financeiras relativas ao exercício social encerrado;
- Examinar, discutir e votar a proposta de destinação do Lucro Líquido do Exercício e a distribuição de Dividendos;
- Eleger os membros do Conselho de Administração e fixar o montante da remuneração global dos administradores;
- Eleger os membros do Conselho Fiscal e fixar o montante da remuneração;
- Explicação sobre os dispositivos do Estatuto Social a serem modificados;
- Modelo de Procuração;
- Documentos e Links relacionados.

A área de Relações com Investidores também convida pelo *mailing* e por telefone os acionistas para participarem das assembléias.

Segundo Hruby, o objetivo da área de Relações com Investidores, consiste em adicionar valor aos acionistas por meio do trabalho contínuo de divulgação de informações consistentes e igualitárias, garantindo a adoção das melhores práticas de governança corporativa e transparência.

Os profissionais desta área trabalham, em conjunto com o diretor de Relações com Investidores, para atender da melhor forma possível ao mercado de capitais em geral, principalmente os analistas de investimentos, os acionistas e os investidores, assim como todos os interessados em obter informações sobre a companhia, com dados a auxiliar na tomada de decisão para que invistam nas ações da Lojas Renner.

As informações, de acordo com Hruby, são sempre divulgadas conforme a legislação brasileira e as instruções da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), garantindo sempre a equidade de informações, de forma transparente, completa e com qualidade.

Hruby informa que, a companhia não divulga ou concede previsões de lucros nem mesmo informações prospectivas (*guidance*), exceto em casos extraordinários em que a Administração julgar necessário fazê-lo. Porém, os profissionais da área de Relações com Investidores e porta-vozes da companhia podem orientar analistas e investidores, com informações a subsidiar suas decisões e a auxiliá-los nos modelos de projeções, com dados e premissas sobre investimentos, número de lojas a serem inauguradas, nível de vendas (baseado no crescimento composto histórico) e principais vetores de melhorias de margens. Informações sobre o potencial da cadeia de lojas,

estratégias de crescimento, vantagens competitivas e oportunidades de negócios também podem subsidiar e orientar os analistas e investidores.

Os profissionais e porta-vozes podem, também, responder às indagações dos analistas e investidores, confirmando a faixa atual de suas estimativas e questionar as premissas utilizadas, caso as projeções dos analistas estejam fora da faixa de consenso.

A empresa inicia um Período de Silêncio (*quiet period*), nos 15 dias que antecedem à divulgação dos resultados. O início deste período é formalmente anunciado ao mercado de capitais e publicado no *website* da companhia. O período está automaticamente encerrado após a divulgação dos *press releases* ou dos balanços anuais.

As formas de divulgação com o mercado de capitais compreendem: Perfil Institucional, *press releases* de Resultados Trimestrais, Balanço Anual, Documentos entregues à CVM, Apresentações Institucionais e Comunicados, Avisos aos Acionistas e Fatos Relevantes. Todos esses documentos são postados no *website* da companhia e os e-mails de alerta servem para complementar a distribuição das informações.

As formas de relacionamento com o mercado são por meio de: divulgações de informações sempre que a Administração julgar necessário; reuniões “tipo APIMEC” e outras reuniões públicas, no Brasil e no exterior; além das teleconferências, em inglês e português, que são realizadas logo após as divulgações de resultados ou quando a Administração julgar necessário.

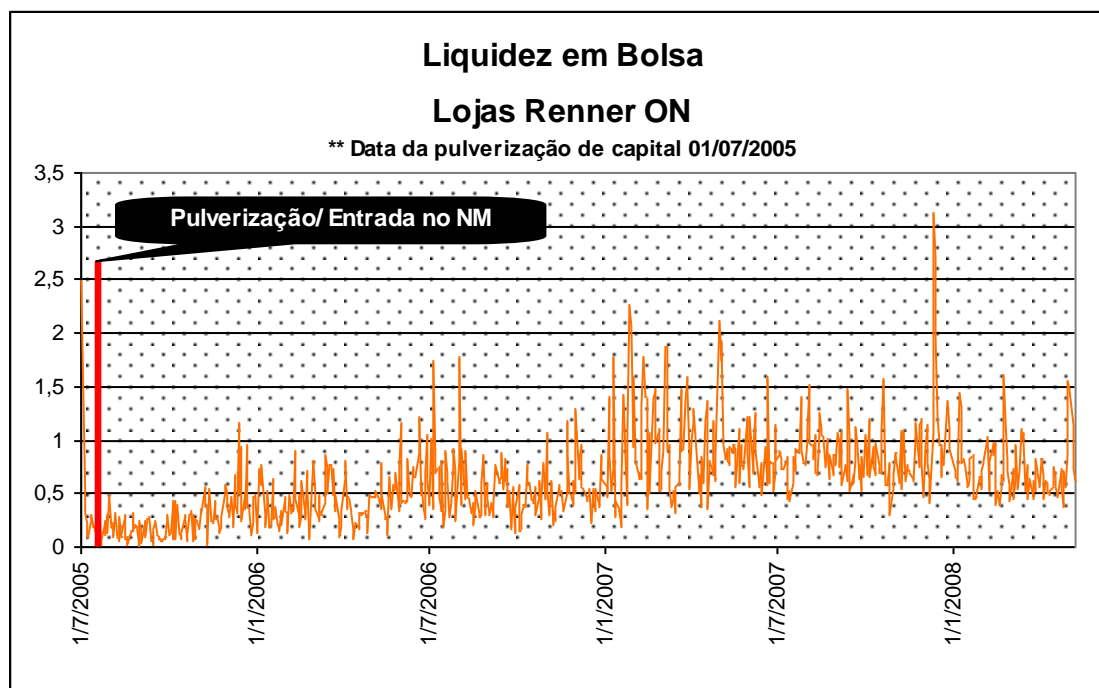
Segundo Hruby, a área de Relações com Investidores segue sempre os princípios legais e éticos, constantes no Código de Conduta Ética da Lojas Renner S.A., no Estatuto Social da companhia, na Política de Divulgação de Ato ou Fato Relevante e de Negociação de Valores Mobiliários da empresa, assim como os princípios e valores da Lojas Renner que regem as atitudes e o comportamento dos profissionais desta área.

5. Implicações das mudanças na liquidez e valor das ações

5.1. Liquidez

As ações das Lojas Renner não tinham liquidez no mercado no período anterior a sua entrada no Novo Mercado e dispersão do seu capital. O incremento foi total, pois não existia a liquidez.

Figura 9: Renner – Liquidez em Bolsa



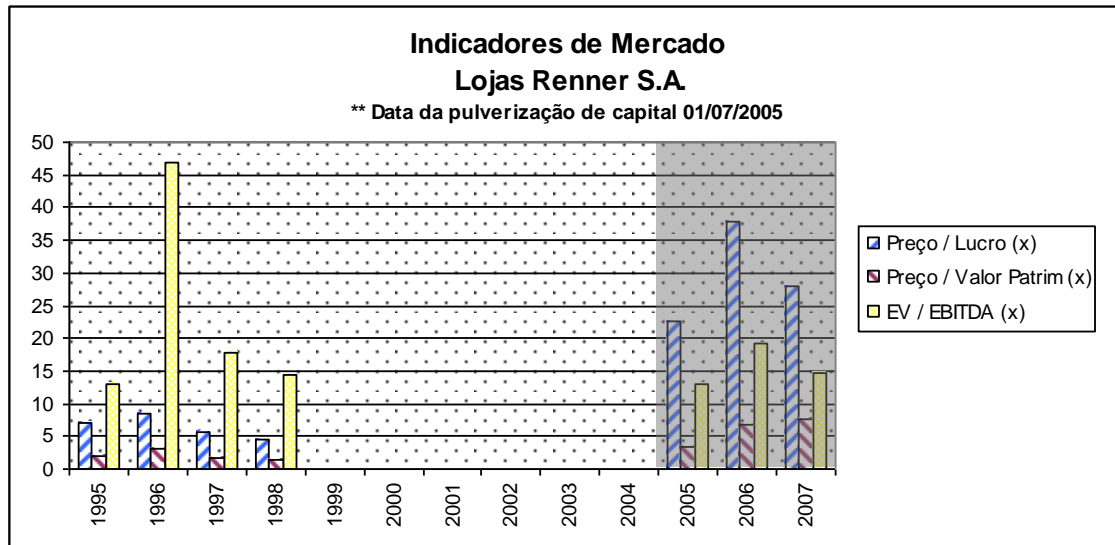
Fonte: Economática

5.2. Valor das ações

A comparação dos múltiplos com o período anterior a pulverização fica prejudicada, pois os dados disponíveis são de um período muito distante, quando a empresa ainda tinha controle familiar. A realidade do mercado era outra.

Não foi possível fazer inferência de causalidade. No apêndice H, encontram-se informações adicionais relativos a indicadores econômico-financeiros da Renner.

Figura 10: Renner – Indicadores de Mercado



Fonte: Económica

Capítulo 5

Síntese dos casos

5.1. Processo de pulverização

Em maio de 2008, um total de 447 (quatrocentos e quarenta e sete) empresas brasileiras tinham seus papéis negociados na Bovespa (Bovespa, 2008) . Desse total, 285 faziam parte do mercado tradicional e 162 (cento sessenta e duas) aderiram voluntariamente aos segmentos especiais de listagem com critérios diferenciados de governança corporativa (Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1), como é apresentado no quadro 8.

Quadro 8: Número de empresas na Bovespa

Mercado	Mai/08	Participação%
Novo Mercado	99	22,1
Nível 2	19	4,3
Nível 1	44	9,8
Básicos e BDRs	285	63,6
Total	447	100

Fonte: Boletim Informativo da Bovespa. Ano 7 – n. 124 - Junho de 2008

A emergência de companhias com controle pulverizado foi um novo fenômeno observado no mercado de capitais brasileiro a partir de 2004.

De acordo com João Batista Fraga, diretor de Relações com as Empresas da Bovespa, em maio de 2008, havia 33 (trinta e três) empresas com controle disperso e difuso com ações negociadas na Bovespa, conforme apresentado no quadro 8, sendo que nesta data, segundo os critérios de classificação da Bovespa, eram 9 (nove) as empresas com capital disperso: BM&F, Bovespa, Cremer, Dasa, Eternit, Embraer, IdeiasNet, Invest Tur e Lojas Renner. Em relação as empresas estudadas a Gafisa não consta da classificação da Bovespa, uma vez que são diferentes os critérios de seleção para este estudo e os utilizado pela Bovespa.

Este estudo analisou, por meio de estudos de casos, as empresas brasileiras pioneiras na adoção de estruturas societárias dispersas, sem a figura de um acionista controlador ou bloco de controle. Foram estudadas as companhias: Cremer, Embraer, Eternit, Gafisa, Invest Tur e Renner”. Das empresas estudadas todas tinham suas ações negociadas no Novo Mercado.

Para Gilberto Mifano, presidente do Conselho da Bovespa “O Novo Mercado não foi pensado quando criado para incentivar a configuração de controle disperso ou difuso, o fato é que as regras do Novo Mercado estimulam esse processo por conta da existência ou da predominância das ações ordinárias”.

No Anexo A, consta relação de todas as empresas que fizeram IPO a partir de 2004 no Novo Mercado e nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (N2 e N1).

Quadro 9: Empresas com % de ações em circulação superior a 50%. Data base: 25/05/08

Companhia	%	Companhia	%	Companhia	%
BMF	100,00	DASA	93,50	Log-in	62,08
BR Malls	100,00	Ideiasnet	90,67	Cyrela BR	58,65
Brasilagro	100,00	Eternit	88,18	Metalfrio	58,38
CSU	100,00	Odontoprev	84,21	Drogasil	57,90
Equatorial	100,00	Cia Hering	76,43	Agra	57,38
Investur	99,99	Lupatech	75,31	Perdigão	56,72
Lojas Renner	99,95	Totvs	69,40	PDG	55,77
Cremer	99,09	GVT	69,00	Rossi	55,29
Bovespa	98,68	Bematech	67,93	Romi	54,71
Gafisa	97,64	ABN	67,21	São Carlos	52,85
Embraer	97,37	Datasul	64,90	Klabin Segall	52,28

Fonte: Apresentação de João Batista Fraga, diretor de Relações com as Empresas da Bovespa no Curso Avançado para Conselheiros do IBGC.

Os estudos foram realizados por meio de entrevistas em profundidade conduzidas com base em um questionário padrão, análise de relatórios corporativos e compilação e análise de outros dados secundários.

Dentre as empresas estudadas, a Invest Tur é a única companhia que nasceu com uma estrutura de capital pulverizado. A empresa foi desenhada e constituída para ter essa característica societária.

Os novos patamares que a economia brasileira alcançou, com a estabilidade da moeda, uma série de indicadores macroeconômicos favoráveis (saldo positivo de conta-

corrente, superávit primário, inflação sob controle) e adoção de práticas de governança corporativa, concomitantemente com uma maior liquidez internacional, está permitindo que o mercado de capitais cumpra com o seu papel de financiar idéias e novos projetos. A Invest Tur, uma empresa que nasceu a partir de um plano de negócios baseado na experiência e credibilidade de seus fundadores, exemplifica este fenômeno.

Verificou-se que em uma delas (Eternit) o processo foi acontecendo gradualmente, com possibilidade de estar relacionado mais a um problema de imagem e de responsabilidade corporativa. Historicamente esta empresa não tinha uma estrutura de propriedade muito concentrada.

A responsabilidade corporativa, devido à utilização de matéria prima (amianto) que (justa ou injustamente) tem uma imagem negativa no mercado internacional, pode ter sido um dos fatores que tornou mais difícil a possibilidade de encontrar no mercado, investidor estratégico interessado em adquirir o controle da empresa. A saída para o controlador estrangeiro foi via mercado de capitais, sem o benefício de receber pelo prêmio do controle.

Duas das empresas estudadas tiveram investimentos relevantes de fundos de *private equity*. É o caso da Cremer e da Gafisa, e ambas passaram pela saída desses fundos de investimento.

No caso da Cremer, inicialmente, uma empresa familiar que foi comprada por um fundo de investimento - o Merryll Lynch – o qual fechou seu capital, reestruturou a empresa e dois anos depois pediu novo registro à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), vendendo a empresa no mercado de forma pulverizada.

Esse tipo de operação, frequente no exterior, conhecida como “*going private*”²³, não é usual no mercado brasileiro.

Em relação à Cremer e a Gafisa o determinante da saída do fundo de *private equity*, pode ter sido uma janela de oportunidade em um momento de euforia do mercado (*market timing*).

Na visão de alguns dos entrevistados, esses fundos usualmente almejam maximizar o retorno na realização do seu investimento e provavelmente obtiveram um preço maior na saída através do mercado de capitais do que obteriam se a venda fosse

²³ “*going private*” é quando o investidor identifica uma empresa cujas ações estão com preços baixos, adquire todas as ações, fecha seu capital, incrementa seu desempenho e a devolve ao mercado de capitais, obtendo um bom retorno sobre o capital investido.

submetida a um *due diligence*²⁴ por parte de um investidor estratégico, o qual também faria uma análise muito maior para concretizar o negócio.

A presença de fundos de *private equity* como acionistas pode ter uma função pedagógica de mudança de cultura nas empresas investidas, pois nos casos estudados houve relato por parte dos administradores, da influência destes fundos para a adoção por parte das companhias, de melhores práticas de governança corporativa.

Esses fundos, para sua própria segurança, infundem práticas de governança, como forma de melhorar a empresa, agregar valor, valorizarem seu investimento e então poderem sair. A participação desses fundos nas empresas estudadas pode ter criado as bases para a pulverização.

Outro fato que merece menção é também a possibilidade do grupo controlador ser recompensado pela colocação de ações secundárias e o mercado ter aceito a possibilidade da existência de companhias sem controlador.

Para Gilberto Mifano, presidente do conselho de administração da Bovespa “por causa de pecados passados, até então, o mercado não enxergava com bons olhos as colocações de ações secundárias, as mesmas eram consideradas tabu, pois o mercado avaliava como se o proprietário estivesse fugindo do negócio”.

A existência de uma porta de saída, dessas empresas receptoras de investimentos de *private equity* pelo mercado de capitais, pode ter estimulado um novo ciclo de investimentos de *private equity*.

No caso da Embraer, o fator motivador foi a necessidade de capitalização da companhia para poder competir no mercado global. A companhia ganhou mais liberdade para emitir ações e captar recursos e suportar o desenvolvimento de programas de expansão.

Nesta companhia, cujo controle era compartilhado por grupos empresariais e fundos de pensão, foi feita a reestruturação societária com troca de ações para poder migrar para o Novo Mercado e adicionaram um novo elemento aos estatutos, que é a limitação estatutária à quantidade de votos por acionista ou grupo de acionistas.

²⁴ O processo de *due diligence* constitui-se na análise e avaliação detalhada de informações e documentos pertinentes a uma determinada sociedade e/ou seu ativo, podendo assumir enfoque contábil ou jurídico. No âmbito jurídico, a *due diligence* objetiva (i) apontar os principais pontos críticos e relevantes existentes na estrutura jurídica da sociedade; (ii) identificar riscos e passivos legais, oriundos dos processos judiciais e administrativos em que esta figura como parte, e, quando possível, quantificar o valor de tais responsabilidades; (iii) identificar providências para a eliminação ou minimização dos riscos identificados; e (iv) determinar a melhor forma e estratégia de estruturação da transação. Fonte: <http://www.lexuniversal.com/pt/articles/2487>

O caso da Renner, visto como um divisor de águas pelo mercado, por ser considerada a pioneira, mostrou que no Brasil pode haver empresas com controle disperso e serem as mesmas eficientes e bem sucedidas. Neste caso, o acionista controlador estrangeiro queria desinvestir no país para concentrar-se no mercado norte-americano, houve uma mudança na estratégia global de investimentos deste acionista. A decisão pela opção da pulverização foi também em função de que o mercado já estava aquecido para ofertas de ações e pelo fato de que a estrutura societária dispersa era algo comum para esse acionista controlador (J.C.Penney).

5.2. Destinação dos recursos

Para as companhias que fizeram emissões primárias, os recursos obtidos tiveram diferentes destinações nessas empresas. Na Cremer parte dos recursos líquidos foi destinada a quitar endividamento bancário junto à instituição financeira e o restante seria utilizado para aquisição de outras empresas.

Na Gafisa, esses recursos foram utilizados para aquisição de terrenos, obtenção de parcerias e aquisições estratégicas, lançamento de novos empreendimentos, capital de giro e para investimentos nas atividades operacionais existentes.

Na Invest Tur, que era uma empresa em fase pré-operacional, os recursos obtidos foram utilizados para viabilização do negócio, com aquisição de projetos para desenvolvimento de empreendimentos imobiliários turísticos.

5.3. Custos e benefícios

Na percepção dos entrevistados, não houve um aumento significativo dos custos, em decorrência da dispersão do capital ou de adoção de práticas de governança corporativa, mas apenas os custos diretos decorrentes da abertura de capital (Cremer, Invest Tur e Renner).

Os benefícios da pulverização citados pelos entrevistados foram: maior acesso ao mercado de capitais para suportar programas de expansão, capacidade de voltar a este mercado para levantamento de mais recursos no futuro, um melhor sistema de governança que possa resultar numa gestão melhor e maior transparência com todos os acionistas e *stakeholders*.

No caso da Renner, tem-se que ressaltar que na época que a mesma era controlada pela J.C.Penney, foi submetida às regras impostas pela lei *Sarbanes Oxley* e dessa forma já havia adotado práticas de governança corporativa.

5.4. Implicações da estrutura pulverizada nas práticas de governança

5.4.1. Acionistas

Constataram-se mudanças fundamentais no relacionamento com os acionistas após a reconfiguração societária, principalmente na participação destes nas assembleias e no processo de determinação dos rumos da companhia. As companhias estão aprendendo a lidar com essa nova situação, empenhando-se para convencer os acionistas da importância de suas participações nas assembleias, de se fazer representar e exercer seu direito de voto.

Algumas companhias como Renner, que foi a pioneira na iniciativa, Cremer, Embraer e Invest Tur elaboraram manuais para a participação dos acionistas nas assembleias.

Verificou-se uma maior atenção por parte das companhias com o Departamento de Relações com Investidores, em relação a maior transparência e divulgação das informações para os acionistas, com utilização de internet, *webcast*, confecção de relatórios anuais, reuniões “tipo Apimec”, entre outras.

Constatou-se a existência de cláusulas estatutárias, algumas delas relacionadas à mecanismos de proteção da dispersão da base acionária, discorrido com mais detalhes na seção específica sobre este tema abaixo, que restringem a compra de novas ações por parte dos acionistas e também o poder de voto destes. No quadro 10 exemplificamos essas restrições.

Quadro 10: Restrição de poder de voto e restrição a novas aquisições de ações

Razão Social	Existência de restrição de poder de voto?	Acionistas com posição superior a x%, para adquirirem novas ações, precisam comunicar à Cia. e à BOVESPA, com 3 dias de antecedência a sua intenção, de forma que a Bovespa possa convocar um leilão, a ser realizado no pregão da bolsa?
EMBRAER	Nenhum acionista, brasileiro ou estrangeiro, poderá exercer votos superiores a 5% do número de ações do capital social. O conjunto de acionistas estrangeiros não poderá exercer votos superiores a 2/3 do total de votos conferidos ao conjunto de acionistas brasileiros.	Não há previsão
INVEST TUR	Somente na alteração/exclusão do <i>poison pill</i> . Neste caso, um voto por acionista independente de sua participação.	Não há previsão
RENNER	Voto censitário na assembléia em que deliberar sobre a alteração ou exclusão da cláusula de proteção da dispersão acionária.	Comunicação de cada 1%, quando atingir 5%.

Fonte: Bovespa. Data de extração do estatuto em 17 de outubro de 2007.

5.4.2. Conselho

É consenso geral de todos os administradores entrevistados que houve um aumento na responsabilidade dos conselheiros, uma maior conscientização do real papel do Conselho, menor ingerência na gestão e um crescimento no número de conselheiros independentes atuando nesses Conselhos.

Ao contrário de outros países, onde o mercado de capitais é mais amadurecido, como nos Estados Unidos e Inglaterra, e houve tempo para uma evolução gradual desses mercados ao longo dos anos, possibilitando o aperfeiçoamento e cristalização da adoção de práticas de governança, no Brasil vem ocorrendo mudanças mais abruptas. Em processos de transição que acontecem muito rapidamente, nem sempre há tempo suficiente para que as práticas de governança sejam disseminadas e implementadas e em decorrência disto, o poder político pode tornar a gestão muito forte, sem que haja tempo para que o sistema de governança corporativa esteja consolidado.

Nesses casos é cada vez mais importante o papel e desempenho do conselho de administração, de forma a balizar o poder dos gestores para que estes não tomem decisões desalinhadas com o interesse dos acionistas.

Verificou-se que ainda não é um procedimento adotado pelas empresas a prática de avaliação do desempenho do Conselho e dos conselheiros.

Das empresas analisadas a Embraer é a única que têm representantes dos empregados no Conselho. Consta do seu estatuto uma restrição referente a eleição do conselho, 8 (oito) dos 11(onze) membros são eleitos somente por chapa, um é indicado pela União e 2 (dois) são eleitos em separado pelos empregados.

5.4.3. Gestão

Na opinião dos entrevistados, houve um fortalecimento e maior independência da gestão após o processo de dispersão do capital. Em algumas das empresas estudadas antes da pulverização, havia uma supervisão maior por parte do acionista controlador, muitas vezes interferindo no processo de tomada de decisão.

Constatou-se também que nenhuma das companhias possui um plano de sucessão formalizado para o executivo principal e demais diretores.

5.4.4. Remuneração dos administradores

O sistema de remuneração dessas companhias também foi analisado. A Cremer é a única que além da remuneração fixa, tem opções de compra de ações além da gestão também para o Conselho de Administração. Esse sistema de remuneração está sendo estudado na Embraer, mas ainda não foi adotado. No caso da Gafisa, Invest Tur, Renner e Eternit, existem planos de aquisição de ações para a diretoria, mas não para o conselho. O Conselho na Eternit recebe além da remuneração fixa, recebe uma variável limitada até 1% do resultado líquido da companhia.

Em empresas com capital pulverizado, a questão de remuneração dos administradores deve ser transparente, pois o sistema de freios e contrapesos não está presente, pela falta do controlador. A transparência e o detalhamento da remuneração deveriam ser privilegiados.

As companhias estudadas divulgam a remuneração aos seus administradores de forma global, não adotando a prática de separar a remuneração do conselho e da diretoria.

5.5. Mecanismos de Proteção da base acionária - Poison Pills

Verificou-se neste estudo que as companhias Cremer, Embraer, Invest Tur e Renner possuem mecanismos de proteção da dispersão da base acionária, cujo propósito é inibir tomadas de controle repentinas denominadas de aquisição hostil (*hostile take over*).

Esses mecanismos de restrição à concentração têm combinações de critérios distintos, estabelecidos nos estatutos, conforme alguns exemplos descritos no Quadro 11. Os Quadros completos com todos os mecanismos de proteção da dispersão da base acionária constam do anexo (apêndice) B

Os acionistas que tiverem a intenção de aumentar sua participação no capital da companhia acima do nível definido pelo estatuto, terão que fazer uma Oferta Pública de Ações (OPA) a todos os demais acionistas. Os preços e características da oferta estão estabelecidos em estatuto e são de 20% (vinte por cento) na Cremer e na Renner e de 35% (trinta e cinco por cento) na Embraer e na Invest Tur.

Caso o comprador não cumpra as exigências dessa OPA, o Conselho de Administração pode convocar uma Assembléia Geral Extraordinária, onde o adquirente não poderá votar, para deliberar sobre a suspensão do exercício dos seus direitos. Essa cláusula consta do estatuto das 4 (quatro) empresas.

Outro caso, como o da Renner, é que os acionistas que propuserem mudanças no estatuto relacionadas à exclusão das cláusulas de *poison pills*, devem realizar uma OPA para adquirir ações dos outros acionistas que não aprovam a mudança.

Em algumas dessas empresas, além da exigência da realização da OPA, quando o acionista passa a deter ações acima do limite estabelecido no estatuto, a Bovespa deve organizar um leilão para verificar se existem outros interessados na compra (Renner).

A inserção desses mecanismos de proteção nos estatutos das companhias é um assunto controverso, podendo trazer efeitos colaterais para as companhias. Podem ser analisados positivamente pela ótica que impedem a compra do controle por um adquirente de má fé que extrairia benefícios privados do controle e pela ótica negativa,

pois podem possibilitar o entrenchamento de uma administração ineficiente, que só seria destituída no caso de uma aquisição hostil. Outro efeito colateral a ser ponderado é que o prêmio a ser pago na OPA pode inviabilizar bons negócios para os acionistas.

A questão a ser ponderada é sobre qual é a verdadeira motivação dos *poison pills*, a proteção aos acionistas ou a manutenção do *status quo* da gestão, pois a possibilidade de uma aquisição hostil é um mecanismo para que os gestores sejam eficientes.

Outra questão a ser ponderada, é se os administradores têm conhecimento real das conseqüências dessas cláusulas.

Quadro 11: Mecanismos de proteção da dispersão da base acionária

Razão Social	Cláusula de proteção da dispersão acionária na forma de OPA	Sanções / Penalidades, caso o comprador não cumprir as exigências dessa OPA	Procedimento de exclusão ou alteração que limite o direito à realização da OPA	Gatilho (% que dispara)	Conselho de Administração tem que se pronunciar sobre a conveniência da OPA?
CREMER	Sim	AGE, sem o voto do comprador, para deliberar sobre a suspensão do exercício dos direitos do mesmo.	AGE poderá dispensar o adquirente da obrigação da OPA, caso seja do interesse da companhia (Art. 49, par. 8º)	20%	Não
EMBRAER	Sim	AGE sem o voto do comprador, para deliberar sobre a suspensão do exercício dos direitos do mesmo.	Não há disposição especial	35%	Tem que submeter à União (em 15 dias), detentora da <i>golden share</i> , que pode aceitar ou não a OPA.
INVEST TUR	Sim	AGE, sem o voto do comprador, para deliberar sobre a suspensão do exercício dos direitos do mesmo.	Maioria absoluta de votos presentes, computando-se um único voto por acionista, independentemente da sua participação no capital social.	35%	Não
RENNER	Sim	AGE, sem o voto do comprador, para deliberar sobre a suspensão do exercício dos direitos do mesmo.	Maioria absoluta de votos em AGE, sendo que cada acionista tem direito a um voto. Quem votar favoravelmente pela alteração que limite o direito à realização da OPA ou pela exclusão, tem que fazer essa oferta.	20%	Não

Fonte: Bovespa. Data de extração do estatuto em 17 de outubro de 2007.

5.6. Dividendos

Em relação ao pagamento de dividendos, todas as empresas pagam o mínimo obrigatório previsto na Lei das Sociedades Anônimas. No caso da Cremer, quando o pagamento de dividendos for um valor ao menos igual a 35% do lucro líquido do exercício, o Conselho de Administração poderá deliberar, ad referendum da Assembléia Geral, o pagamento de uma participação nos lucros aos administradores, não superior a 10% (dez por cento) do remanescente do resultado do exercício, limitada à remuneração anual global dos administradores.

A política de dividendos da Eternit prevê que sobre os resultados do exercício, após a formação de reservas como a legal, a estatutária, para possíveis contingências, e a de lucro a realizar, todo o saldo remanescente será integralmente destinado ao pagamento de dividendos.

5.7. Implicações nas mudanças na liquidez e valor das ações

Em função da inexistência de histórico no período anterior à pulverização, a análise quando as mudanças na liquidez e no valor das ações ficou prejudicada para a Cremer, Gafisa e Invest Tur.

Embraer e Eternit apresentaram evolução positiva em seus múltiplos, entretanto como houve aumento dos múltiplos no mercado como um todo, não se pode afirmar que a pulverização foi a responsável pelo aumento. Pode-se, porém, afirmar que o fato das ações estarem dispersas no mercado não fez com que houvesse uma piora nos múltiplos. Não houve um impacto negativo.

A Eternit é a única que o processo de pulverização não coincide com sua entrada no Novo Mercado.

No caso da Renner a análise também foi prejudicada porque suas ações no período anterior a dispersão, não tinham liquidez.

Em função do curto histórico dessas empresas, não dá para fazer inferências de causalidade.

O foco desse trabalho foi aprofundar a discussão relativa às práticas de governança e entender as causas que levaram as empresas a pulverização. As informações financeiras constantes dos Apêndices C a H serviram para enriquecer o estudo.

O Quadro a seguir mostra uma síntese de todos os casos analisados nas seções anteriores

Quadro 12: Síntese dos casos analisados

	Empresa	Cremer		Embraer		Eternit		Gafisa		Investtur		Renner	
	Ano da pulverização	2007		2006		2004		2006		2007		2005	
		Antes	Depois	Antes	Depois	Antes	Depois	Antes	Depois	Antes	Depois	Antes	Depois
Propriedade	Apenas ações com direito a voto?	Sim +	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Não	Sim	-	Sim	Não	Sim
	Fundos de <i>private equity</i> como acionistas?	Sim	Não ++	Não	Não	Sim	Sim	Sim	Sim	-	Não	Sim	*
	<i>Poison Pills</i> ?	Não	Sim	Não	Sim	Não	Não	Não	Não	-	Sim	Não	Sim
Conselho	Separação Diretor Presidente / Presidente do Conselho?	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	-	Sim	Não	Sim
	Diretor presidente membro do conselho?	Sim	Sim	Sim	Não	Não	Sim	Não	Não	-	Não	Sim	Sim
	Número de membros do conselho?	6	7	13	11	7	8	7	7	-	6	3	7
	Outros executivos no conselho além do CEO?	Não	Não +++	Não	Não	Não	Não	Não	Não	-	Não #	Não	Não
	Secretário do conselho é conselheiro?	Não	Não	Não	Não	Sim	Sim	Sim	Sim	-	Não ##	Sim	Sim
	Representantes de fundos de <i>private equity</i> no conselho?	Sim	Não ++++	Não	Não	Não	Não	Sim	Sim	-	Não	Não	Não
	Avaliação formal do conselho?	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	-	Não	Não	Não
	Avaliação formal dos conselheiros?	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	-	Não	Não	Não
Remuneração variável para conselho? (<i>stock options</i>)	Não	Sim	Sim	Não	Não	Não	Não	Não	Não	-	Não	Não	Não
Comitê Auditoria e Conselho Fiscal	Comitê de auditoria?	Não	Não	Não	Sim ☒	Não	Não	Não	Sim	-	Não	Não	Não
	Comitê de auditoria formado por independentes?	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Sim	Sim	-	Não	Não	Não
	Conselho fiscal?	Sim	Sim +++++	Sim	Sim ☒	Não	Não	Não	Não	-	Não	Não	Sim
Gestão	Plano de sucessão formal atualizado para CEO?	Não	Não	Sim	Informal	Não	Não	Não	Não	-	Não	Não	Não
	Avaliação formal anual do CEO?	Não	Sim	Informal	Informal	Não	Sim	Não	Não	-	Não	Não	Não
Remuneração	Política de remuneração formal e vinculada a resultados?	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	-	Sim	Sim	Sim
	Divulga remuneração concedida a conselheiros e diretores separadamente?	Global	Global	Global	Global	Global	Global	Global	Global	-	Global	Global	Global
Relatório Anual, Assembléias e Política de Dividendos	Seção de governança no Relatório Anual?	Não	Não +++++	Sim	Sim	Não	Sim	Não	Sim	-	Não possui relatório	Não	Sim
	Existência de restrição de poder de votos	Não	Não	Sim	Sim	Não	Não	Não	Não	-	Não	Não	Não
	Manual de participação em assembléias?	Não	Sim	Não	Sim	Não	Não	Não	Não	-	Sim	Não	Sim
	<i>Hot site</i> para AGO/E	Não	Sim	Não	Não	Não	Não	Não	Não	-	Sim	Não	Sim
Política de dividendos	35%	35%	25%	25%	25%	×	25%	25%	-	Sim	25%	25%	

+ A partir de 2005, todas as ações eram ordinárias

++ A Cremer Holdings, que tem como acionista controlador o fundo de *private equity* MLGPE detinha ações da Cremer até maio de 2008

+++ O antigo CFO foi conselheiro durante o ano de 2007; após seu desligamento o Conselho definiu que apenas o CEO continuaria como conselheiro

++++ O conselheiro Marcelo Di Lorenzo é diretor da Merrill Lynch, mas não representa nenhum fundo

+++++ o conselho fiscal foi instituído na AGE de abril de 2008, e não imediatamente após o IPO; antes de 2004 a Cremer teve conselho fiscal

+++++ Há uma seção extensa no IAN

☒ Trata-se de um conselho fiscal turbinado, que também desempenha funções de comitê de auditoria

× Sobre os resultados do exercício, após a formação de reservas como a legal, a estatutária, para possíveis contingências, e a de lucro a realizar, todo o saldo remanescente será integralmente destinado ao pagamento de dividendos.

\$ Pode haver até 9 conselheiros

Informalmente, a Diretora Executiva Financeira frequentemente participa das reuniões de Conselho

Um advogado sempre participa das reuniões

* A companhia não tem como afirmar se fundos de *private equity* detém participações na empresa

Quadro 13: Dados gerais das companhias

	CREMER	EMBRAER	ETERNIT	INVEST TUR	GAFISA	RENNER
Ramo de atuação	Produt os hospitalares, cuidados pessoais e fitas adesivas e revenda de produtos para saúde	Aviação	Construção civil, Materiais de construção	Exploração de imóveis turísticos	Construção civil	Comércio Atacadão e varejo
Data de adesão ao Novo Mercado	30/04/2007	05/06/2006	17/07/2006 NM 02/03/2005 N2	16/07/2007	17/02/2006	01/07/2005
Valor total obtido no IPO	R\$551,6 milhões	R\$1,79 bilhão	-	R\$945 milhões	R\$ 927 milhões	R\$850 milhões
Tipo de Oferta	Primária (R\$ 210 milhões) e secundária (R\$341 milhões)	Secundária	-	Primária	Primária (R\$ 494 milhões) e secundária (R\$ 433 milhões)	Primária (R\$ 331 milhões) e secundária (R\$518 milhões)
Preço por ação no IPO	R\$ 17,50	R\$21,35	-	R\$1 mil	R\$18,50	R\$37,00
Ações em circulação* (Em 26/05/08)	99,09	97,34	88,18	99,99	97,64	99,95

Fontes: Bovespa e Revista Capital Aberto Especial IPO Coletânea de Casos

Fonte: Fonte: Apresentação de João Batista Fraga, diretor de Relações com as Empresas da Bovespa no Curso Avançado para Conselheiros do IBGC

Considerações Finais

A emergência de companhias com controle pulverizado foi um fenômeno novo observado no mercado de capitais brasileiro a partir de 2004.

Este estudo analisou, por meio de estudos de casos, as empresas brasileiras pioneiras na adoção de estruturas societárias dispersas, sem a figura de um acionista controlador ou bloco de controle.

O trabalho possui dois objetivos principais: identificar os fatores motivadores que levaram estas empresas a adotarem tal estrutura de propriedade e investigar as principais mudanças ocorridas pós-mudança societária, principalmente em relação às práticas de governança corporativa adotadas.

Como principal resultado, o estudo verificou que na percepção dos administradores das empresas investigadas, este tipo de estrutura societária traz uma nova perspectiva para as companhias, com possibilidades de aumentar sua competitividade, em relação às outras empresas, por meio da desvinculação do empreendimento dos seus projetos da aversão ao risco e da capacidade de investimentos do seu acionista controlador.

Nas empresas com capital disperso, o gestor (tomador da decisão do investimento) tem como principal mandato o crescimento e o bom desempenho da companhia, não tendo a aversão ao risco que o controlador poderia vir a ter em decorrência da concentração do investimento.

Observa-se que essas companhias têm a possibilidade de concretizar seus investimentos com base em novas emissões de ações, levantando recursos com maior rapidez e custos razoáveis para perseguir suas estratégias de longo prazo.

Essa nova forma de estrutura societária traz novas questões de governança e de gestão, como o deslocamento do conflito de agência entre o acionista majoritário e o acionista minoritário, para o conflito entre os acionistas e a gestão. Como consequência, ressalta-se cada vez mais a importância dos executivos das companhias, no papel de fiduciários do mercado e do seu dever de lealdade e de diligência que esses administradores devem exercer.

Outra questão relevante é a forma de remuneração desses administradores e a divulgação que é dada à mesma. Uma vez que, nesse tipo de estrutura societária deixa de existir a figura do controlador para coibir abusos por parte dos administradores em

relação as suas próprias remunerações, a adoção de avaliação de desempenho dos conselheiros e dos gestores, atrelada a um sistema de comunicação transparente do resultado dessas avaliações e também da remuneração, pode ser uma forma para minimizar o conflito.

Em relação às principais modificações ocorridas pós-mudança societária, principalmente em relação às práticas de governança corporativa adotadas, questiona-se se as mesmas alterações ocorreram por causa da dispersão acionária ou se em decorrência, da adesão das companhias ao Novo Mercado da Bovespa, já que todas têm suas ações negociadas neste segmento especial, em que os critérios de governança corporativa são mais seletivos.

A adesão ao Novo Mercado pode ter levado os investidores a optarem por ter seus portfólios menos concentrados, uma vez que aumentaram as dificuldades de expropriação por parte do controlador, conseqüentemente, diminuindo os benefícios privados de controle.

O fato das empresas terem seus papéis negociados no Novo Mercado ou terem a perspectiva de entrarem neste segmento diferenciado, comprometendo-se com a adoção de melhores práticas de governança corporativa, pode ter sido condição fundamental para o sucesso do processo de pulverização do seu capital. Se essas empresas não estivessem comprometidas com melhores práticas de governança, os investidores possivelmente não entrariam no negócio para financiar uma empresa sem controle definido.

Como resultado geral observa-se que a estrutura societária de capital disperso pode ser um novo modo de constituição empresarial brasileira ao invés da tradicional estrutura concentrada. Entretanto, não fica claro se essa opção tornou-se viável apenas por uma janela ou por um momento de certa "euforia" do mercado. Essa estrutura ainda precisará ser "testada" ao longo do tempo, principalmente em momentos de grandes decisões empresariais, substituição de lideranças e momentos de baixa do mercado.

Em função do movimento de pulverização de capital ainda ser muito recente no Brasil, o trabalho se justifica pela escassez de estudos similares no país e em empresas com estruturas pulverizadas de outras economias emergentes.

Os resultados encontrados podem estar limitados pelo fato da amostragem ser pequena e de todos os entrevistados que forneceram as informações das Companhias são administradores, com possibilidade de terem uma visão enviesada.

Ainda há muito que pesquisar no Brasil. Como estudos posteriores, sugere-se pesquisas comparativas entre empresas de capital disperso e de capital concentrado dentro do mesmo setor, mostrando a adesão às boas práticas de governança corporativa; análises dos níveis de relacionamentos e possíveis conflitos entre o Conselho de Administração e a Gestão em estruturas de propriedade pulverizada; aspectos positivos e negativos dos mecanismos de proteção da dispersão da base acionária; impactos na estrutura de governança em empresas de capital disperso e; quais os fatores que influenciam na decisão sobre estrutura de capitais.

Referências Bibliográficas

ALCHIAN, A.; DEMSETZ, H. Production, information costs and economic organization. **The American Economic Review**, v.62, n.5. Dec., 1972.

BEBCHUK, L. A rent protection theory of corporate ownership and control. NBER Working Paper no. w7203, Harvard Law School, Cambridge, MA, July, 1999.

BERLE, A.; MEANS, G. **The Modern Corporation and Private Property**. Transaction Publishers. New Brunswick. Ninth printing, 2007.

BECHT, M.; BOLTON, P.; ROELL, A., **Handbook of the Economics of Finance**, Editado por G.M. Constantinides, M. Harris and R. Stulz, Elsevier B.V., 2003.

BOVESPA: **Boletim Informativo**. São Paulo, ano 6, no.111, nov.2007.

_____: **Boletim Informativo**. São Paulo, ano 7, no.124, jun.2008.

_____. Perguntas Frequentes. Disponível em< <http://www.bovespa.com.br>> Acesso em 10 out.2007.

BRYMAN, A, **Research Methods and Organization Studies**. Routledge. London and New York, 1989.

_____, **Social research methods**. 2nd. Ed. Oxford: University Press, 2004.

CARVALHAL DA SILVA, A. **A influência da estrutura de controle e propriedade no valor de mercado, estrutura de capital e política de dividendos das empresas brasileiras de capital aberto**, 2002. Tese (Doutorado em Administração de Empresas) Instituto Coppead de Administração/Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.

_____. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. In: CARVALHAL DA SILVA, A; LEAL, R.P.C. **Governança corporativa. Evidências empíricas no Brasil**. São Paulo: Atlas, 2007, p.107-129.

_____; LEAL, P.C.A. **Governança Corporativa. Evidências empíricas no Brasil**. São Paulo: Atlas, 2007.

CARVALHO, A.G., Governança corporativa no Brasil em perspectiva. **Revista de Administração**, v.37, no.3, p.19-32, 2002

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários a Lei das Sociedades Anônimas**, São Paulo, Saraiva, 2001.

CARVALHOSA, Modesto; Eizirik, Nelson. **A Nova Lei das Sociedades Anônimas – São Paulo: Saraiva, 2002.**

CLAESSENS, S. Expropriação de acionistas minoritários nos países asiáticos. In: LEAL, R.P.C.; CARVALHAL DA SILVA, A.; FERREIRA, V.A.C. **Governança Corporativa no Brasil e no mundo**. Rio de Janeiro: E-papers Serviços Editoriais Ltda, 2002.

_____.; DJANKOV, S.; LANG,L. Disentangling the incentive and entrenchment effect of large shareholdings. **Journal of Finance**, v.57, no. 6, p.2741-2771, 2002.

CREMER. História e perfil corporativo. Disponível em: <http://www.cremer.com.br/ri/index.shtml>. Acesso em: 16 mar. 2008

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa. 2002. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/cartilha/cartilha.doc>. Acesso em: 10 out. 2007.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. Consulta a Prospectos Definitivos. 2008 Disponível em: www.cvm.gov.br

COFFEE Jr, J. C. The rise of dispersed ownership: The roles of law and the separation of ownership and control. **The Yale Law Journal**; October 2001.

DYCK, A.; ZINGALES, L. Private benefits of control: An international comparison. **The Journal of Finance**. Vol LIX, no.2, p. 537- 600, Apr.2004.

DUTRA, M.G.L.; SAITO, R. Conselhos de administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. In: **ENCONTRO ANUAL DA ANPAD**, 25. Campinas, 2001.

EISENHARDT, K.M. Agency Theory: An assessment and review. **The Academy of Management Review**. Vol 14, n.1, p.57-74, January 1989.

FRENTROP, P. **A History of Corporate Governance**. 1602-2002. Deminor. 2002

FURIATI,B. **Lei das S.As Aplicada ao Mercado de Capitais**. São Paulo; Saint Paul Editora, 2007

GODOY, A. S. Introdução à pesquisa qualitativa e suas possibilidades. **RAE – Revista de Administração de Empresas**, v. 35, n. 2, p. 57-63, 1995

GODOY, A. S. Estudo de Caso Qualitativo. In: SILVA, A. B. da; GODOI, C. K.; BANDEIRA-DE-MELLO, R. **Pesquisa Qualitativa em estudos organizacionais: paradigmas, estratégias e métodos**. São Paulo: Saraiva, 2006. p. 115-146.

GORGA, E.C.R. Direito Societário Brasileiro e Desenvolvimento do Mercado de Capitais: Uma perspectiva de “Direito e Economia”.2005. 315 p. Tese (Doutorado em Direito). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo.

GORGA, E.C.R. Análise da Eficiência de Normas Societárias, Emissão de Preferências, Tag Along e Composição do Conselho Fiscal. **Latin American and Caribbean Law and Economics Association (ALACDE) Annual Papers. Paper 05030701**, 2007

HALLQVIST, B. Código das melhores práticas de governança corporativa - o conselho de administração. **Revista de Administração**. V.35, n.2, p.72-76, abr./jun. 2000.

HELWEGE, J; PIRINSKY, C.; STULZ, R. Why do firms become widely held? An analysis of the dynamics of corporate ownership. **Journal of Finance**, v.62, issue 3, jun. 2007

IBGC, Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Governança Corporativa em empresas de controle familiar: casos de destaque no Brasil**. Organização IBGC. – São Paulo: Saint Paul Editora, 2006.

IBGC, Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/ibConteudo.asp?IDArea=2>>. Acesso em: 30 out. 2007.

JENSEN, M.C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v.3, n.4, 1976.

_____. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. **The American Economic Review**, Nashville, v.76, n.2, p.323-329, May 1986.

_____. **A theory of the firm: governance, residual claims, and organizational forms**. 1.ed. Harvard University Press, 2001b., 320p.

LAMY FILHO, Alfredo; BULHÔES PEDREIRA, José Luiz. A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, modificações. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. v. 1. p. 104.

LA PORTA, R.; SHLEIFER, A; LOPEZ-DE-SILANES, F.; VISHNY, R. Law and finance. **Journal of Political Economy**, v.106, p.1113-1155, 1998.

_____; Corporate ownership around the world. **Journal of Finance**, v.54, p.471-518, 1999.

_____; Tunneling. **American Economic Review**, vol 90, n.2, p.22, May 2000a

_____; Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v.58, p.3-27, October, 2000b.

LEAL, R.P.C. Práticas de governança e valor corporativo: Uma recente revisão da literatura. In: CARVALHAL DA SILVA, A; LEAL, R.P.C. **Governança corporativa. Evidências empíricas no Brasil**. São Paulo: Atlas, p.3-21, 2007.

_____. Casos Internacionais. In: LEAL, R.P.C.; CASTRO, V.A.C.; CARVALHAL DA SILVA, A.; FERREIRA, V.A.C. **Governança Corporativa no**

Brasil e no Mundo (organizadores) - Rio de Janeiro: E-papers Serviços Editoriais Ltda, 2002.

_____; CARVALHAL DA SILVA. Corporate governance and value in Brazil (and in Chile). **Inter-American Development Bank Working Paper**, 2004a.

_____; CARVALHAL DA SILVA;. Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. COPPEAD UFRJ **Working Paper**, Rio de Janeiro, 2004b.

_____; CARVALHAL DA SILVA; VALADARES, S. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. In: CARVALHAL DA SILVA, A; LEAL, R.P.C. **Governança corporativa. Evidências empíricas no Brasil**. São Paulo: Atlas, 2007. p.49-58.

_____.; CASTRO,V.A.C.; CARVALHAL DA SILVA, A.; FERREIRA, V.A.C. **Governança Corporativa no Brasil e no Mundo** (organizadores) - Rio de Janeiro: E-papers Serviços Editoriais Ltda, 2002.

_____.; OLIVEIRA, C.L.T. Uma avaliação das práticas dos conselhos de administração no Brasil. In: CARVALHAL DA SILVA, A; LEAL, R.P.C. **Governança corporativa. Evidências empíricas no Brasil**. São Paulo: Atlas, 2007. p.79-87.

MACHADO FILHO, C.P. **Responsabilidade social e governança. O debate e as implicações**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2006.

MODIGLIANI, F., PEROTTI E. Security versus bank finance: the importance of a proper enforcement of legal rules. FEEM Working Paper no.37.99, feb.2000. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=200559. Acesso em 07/06/2008

MONACO, D.C. **Estudo da composição dos conselhos de administração e instrumentos de controle das sociedades por ações no Brasil**, São Paulo, 2000. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

MONKS, R.A.G., MINOW, N. **Corporate governance**. Blackwell Publishing. USA. Third edition, 2004.

MORCK, R.K.; **A history of corporate governance around the world**. The University of Chicago Press, by the National Bureau of Economic Research. 2005.

_____; SHLEIFER, A.; VISHNY,R. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, v.20, p.293-315, 1988.

NENOVA, T. The value of corporate voting rights and control: A cross country analysis. **Journal of Financial Economics**, n.68, p.325-351, 2003

OCDE – Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico. Os Princípios da OCDE sobre o governo das sociedades, acessado em 20 de novembro de 2007 <http://www.oecd.org/dataoecd/1/42/33931148.pdf>

PROCIANOY, J.L. O processo sucessório e a abertura de capital nas empresas brasileiras: objetivos conflitantes. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v.34, n.4, p. 74-84, jul./ago.1994.

PROCIANOY, J.L.; SCHNORRENBERGER, A. A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias brasileiras. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, V.58, n.1, jan./mar.2004.

RABELO, F.M. Fundos de Pensão, Mercado de Capitais e *Corporate Governance*. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v.38, n.1, p. 38-51, jan./mar.1998

SAITO, R. Share repurchase, rules and expropriation of minority shareholders: Evidence from Brazil. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=602005>. Sep. 2002

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. A survey of corporate governance. v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SILVA, A.B.; GODOY, C.K; MELLO, R. **Pesquisa Qualitativa em Estudos Organizacionais: paradigmas, estratégias e métodos**. São Paulo: Saraiva, 2006.

SILVEIRA, A.M.; BARROS, L.A.B.C.; FAMÁ, R. Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração de Empresas**, v.43, p.50-64, 2003.

_____; LANZANA, A.P; BARROS, L.A.B.C; FAMÁ, R. Efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração**, v.39, no.4, p.362-372, 2004.

_____. **Governança corporativa: desempenho e valor da empresa no Brasil**. São Paulo, Saint Paul Editora, 2005.

_____. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. São Paulo, Saint Paul Editora, 2006.

SIQUEIRA, T. Concentração da Propriedade nas Empresas Brasileiras de Capital Aberto. **Revista do BNDES**, n.10, dezembro 1998.

STAKE, R.E. **The art of case study research**. Thousand Oaks, CA: Sage, 1995.

VALVERDE, T. M., Sociedade por Ações. Rio de Janeiro: Forense, 1959 vol I

YIN, R.K., **Estudo de caso: planejamento e métodos**. Porto Alegre: Bookman, 3^a. ed., 2005.

WEFFORT, E.F.J. O Brasil e a Harmonização Contábil Internacional. Influências dos Sistemas Jurídico e Educacional, da Cultura e do Mercado. São Paulo: Atlas, 2005.

APÊNDICE A: Roteiro da entrevista

Fatores motivadores e as principais conseqüências da dispersão de capital em empresas brasileiras sob a perspectiva de governança corporativa

Empresa:

Data:

Nome:

Cargo:

Telefone:

Email:

Dispersão do capital

1. Quando ocorreu a dispersão de capital?
2. Quais os fatores motivadores para a dispersão?
3. Quais os benefícios esperados antes do processo?
4. Quais os benefícios perceptíveis após a dispersão?
5. Quais os custos implícitos e explícitos envolvidos?
6. Quais os fatores negativos?
7. Quais os riscos envolvidos?
8. Quais foram as reações internas e externas enfrentadas na mudança?
9. Qual foi a seqüência de implementação do processo de dispersão (*time line*)?
10. Qual foi a reação do mercado?

Composição e funcionamento do Conselho de Administração

11. Como funciona o Conselho de Administração? Explique os critérios para elaboração da pauta do conselho, presença de diretores nas reuniões, relacionamento com as auditorias interna e independente, formalização das atividades em regimento interno, elaboração de atas, efetiva participação dos conselheiros nas reuniões, etc.
12. Quais as mudanças que ocorreram nesses fatores depois da pulverização?
13. Como é estruturado e onde está registrado o processo de avaliação de desempenho do conselho de administração?
14. Esse processo já existia antes da dispersão?

15. A empresa possui Comitês do Conselho de Administração? Quais? Qual sua composição e *modus operandi*?
16. Esses comitês já existiam antes da dispersão? Quais as mudanças ocorridas?
17. Quantos conselheiros independentes a empresa possui? Qual o conceito de independência utilizado para considerá-los independentes?

Política de remuneração

18. Qual é a forma de remuneração dos administradores (conselheiros e diretores)? Na sua percepção está alinhada com os objetivos de longo prazo dos acionistas?
19. Quais são as formas de remuneração utilizadas pela empresa?
20. A estrutura de remuneração inclui bônus e *stock options*?
21. Quais as mudanças ocorridas na forma de remuneração depois da dispersão?
22. Qual é a participação da remuneração variável no total?

Mecanismos de defesa

23. Existem mecanismos de defesa contra aquisições hostis?
24. Quais são estes mecanismos?

Diretoria Executiva

25. Existe um plano de sucessão atualizado para os atuais executivos (CEO e demais diretores)? Como é estruturado e formalizado este plano e com qual frequência ele é reavaliado? Esse plano existia antes da dispersão?
26. Como é estruturado e onde está registrado o processo de avaliação de desempenho do atual diretor presidente (CEO)? Esse processo existia antes da dispersão?
27. Houve alteração no raio de ação dos gestores após a dispersão. Os gestores têm mais ou menos autonomia para decidir?

Relacionamento com acionistas

28. Como é a participação dos acionistas nas assembleias? Existem regras formais ou mecanismos de incentivo visando assegurar a participação dos acionistas? Quais?
29. Quais mecanismos são empregados para assegurar a transparência das informações? Quais relatórios os acionistas recebem?

Política de dividendos

30. A empresa possui uma política formal de dividendos disponível no website e/ou no relatório anual?
31. Como é definida e revisada esta política?

32. A empresa divulga no seu *website* um histórico do pagamento de dividendos?

Adoção de boas práticas de governança

33. Quais são os principais benefícios e custos, do ponto de vista da empresa, para adoção das melhores práticas de governança corporativa?
34. Do seu ponto de vista, quais foram as principais práticas de governança já adotadas pela empresa? Como e quando a empresa as adotou? Houve mudanças depois da dispersão?
35. Quais benefícios foram colhidos pela firma em decorrência da adoção das boas práticas de governança?
36. Quais são os planos futuros da empresa em relação à: i) governança corporativa; ii) participação dos acionistas nas assembleias; iii) aprimoramento no relacionamento com os acionistas, iv) funcionamento do conselho?

APÊNDICE B: Mecanismo de proteção da base acionária

MECANISMOS DE PROTEÇÃO DA DISPERSÃO DA BASE ACIONÁRIA.					
continua					
Razão Social	Há a insinuação da necessidade de se atingir o nível do gatilho para efetivar a oferta?	Prazo para efetivar ou solicitar o registro da oferta de aquisição (Dias)	Dirigida a indistintamente a todos os acionistas?	Efetivada em leilão na Bovespa?	Pagamento à vista, em moeda corrente nacional?
CREMER	Sim	30	Sim	Sim	Sim
EMBRAER	Sim	60 dias após o aceite da União. Se a União recusar, tem 30 dias para alienar o excedente.	Sim, após aprovação da União.	Sim	Sim
INVEST TUR	Sim	60	Sim	Sim	Sim
RENNER	Sim	60	Sim	Sim	Sim

MECANISMOS DE PROTEÇÃO DA DISPERSÃO DA BASE ACIONÁRIA PREÇO DA OPA			
continua			
Razão Social	Valor Econômico [%]	Em caso de valor econômico, qual é o procedimento para escolha da empresa de avaliação	Em caso de valor econômico, há previsão sobre a revisão de preço e desistência
CREMER	100%	Ofertante escolhe	Ambas: 1) revisão em AGE (a pedido de 10% das ações); 2) desistência, mediante a condição de alienar o excesso
EMBRAER	Não é valor econômico. 0,6 vezes o valor dos pedidos firmes em carteira, conforme a última posição publicada pela Companhia, deduzido do endividamento consolidado líquido/nº ações + Prêmio de 50%	Não aplicável	Não aplicável
INVEST TUR	100%	Integralmente nos moldes das ofertas de cancelamento/saída do Novo Mercado	Nenhuma
RENNER	100%	Ofertante escolhe	Nenhuma

Fonte: Bovespa. Data de extração do estatuto em 17 de outubro de 2007

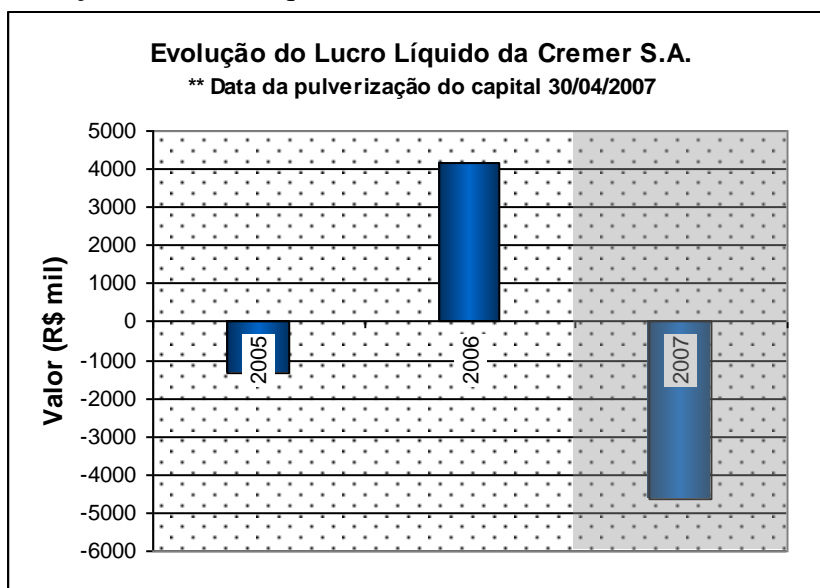
MECANISMOS DE PROTEÇÃO DA DISPERSÃO DA BASE ACIONÁRIA PREÇO DA OPA			
continua			
Razão Social	Emissão pública de ações	Cotação média	Cotação histórica
CREMER	100% (atualizado pelo IPCA)	100% (90 dias)	Não aplicável
EMBRAER	Não	Não	150% da cotação unitária mais alta atingida nos 12 meses anteriores à OPA, registrada em qualquer bolsa de valores onde são negociadas as ações
INVEST TUR	120% do preço de emissão das ações no mais recente aumento de capital realizado mediante distribuição pública ocorrido no período de 24 (vinte e quatro) meses que anteceder a Oferta, atualizado pelo IPCA.	120% da média ponderada da cotação unitária média das ações de emissão da Companhia durante o período de 90 dias de negociação anterior à oferta.	Não
RENNER	120% do preço de emissão das ações em qualquer aumento de capital realizado mediante distribuição pública ocorrido no período de 24 meses que anteceder a data em que se tornar obrigatória a realização da OPA, devidamente atualizado pelo IPCA até o momento do pagamento	120% da cotação unitária média das ações de emissão da Companhia durante o período de 90 dias anterior à realização da OPA na bolsa de valores em que houver o maior volume de negociações das ações de emissão da Companhia.	Não

MECANISMOS DE PROTEÇÃO DA DISPERSÃO DA BASE ACIONÁRIA PREÇO DA OPA		
conclusão		
Razão Social	Múltiplo	Preço histórico pago pelo comprador
CREMER	Não	100%
EMBRAER	14,5 vezes o EBITDA consolidado médio deduzido do endividamento consolidado líquido/nº ações + Prêmio de 50%	150% do preço mais alto pago pelo adquirente nos 36 meses anteriores à OPA
INVEST TUR	Não	Não
RENNER	Não	Não

Fonte: Bovespa. Data de extração do estatuto em 17 de outubro de 2007

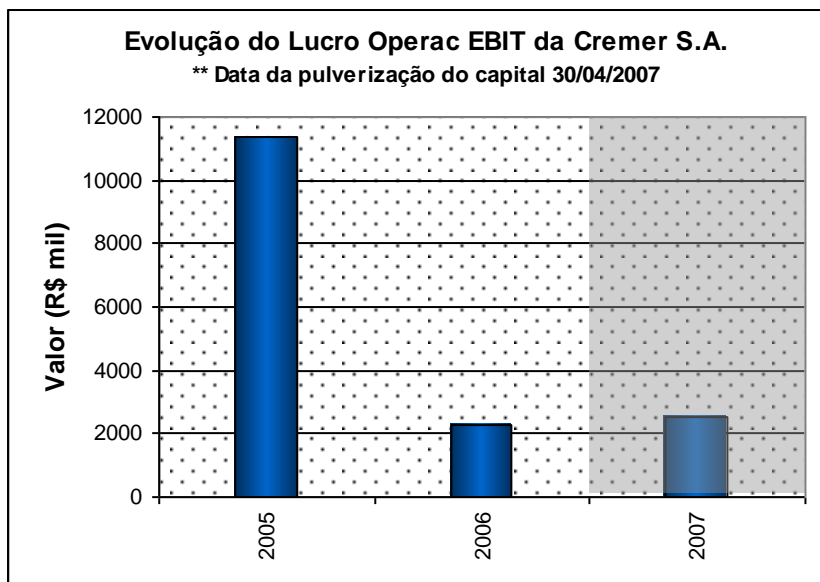
APÊNDICE C: CREMER – Indicadores econômico-financeiros

Evolução do Lucro Líquido



Fonte: Economática

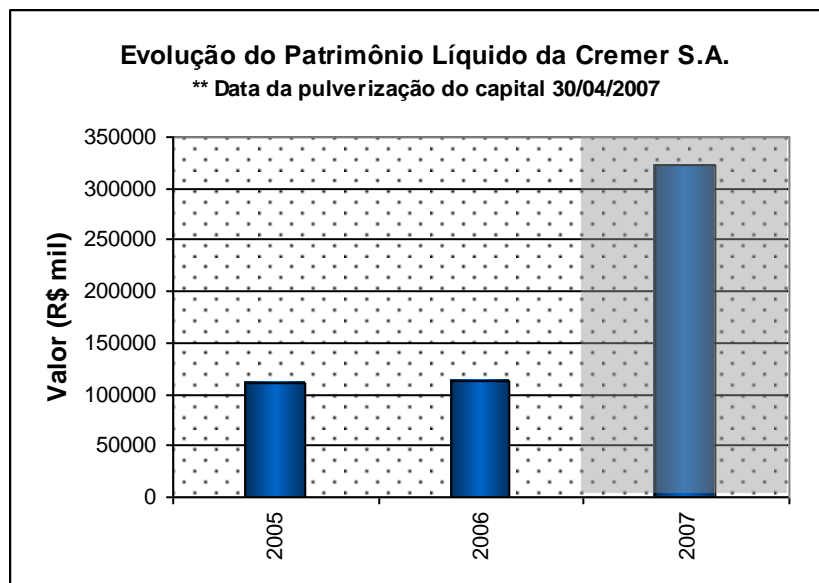
Evolução do Lucro Operacional Ebit



Fonte: Economática

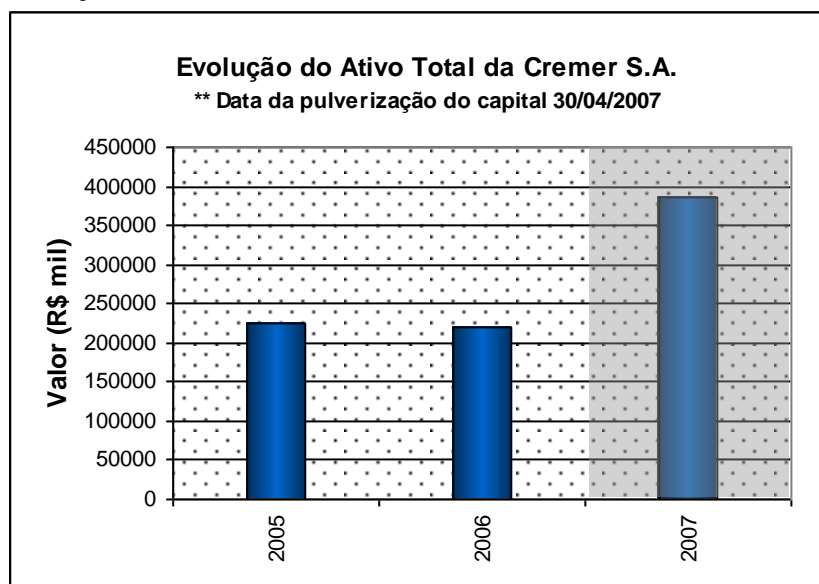
APENDICE C
CREMER – INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS

Evolução do Patrimônio Líquido



Fonte: Economática

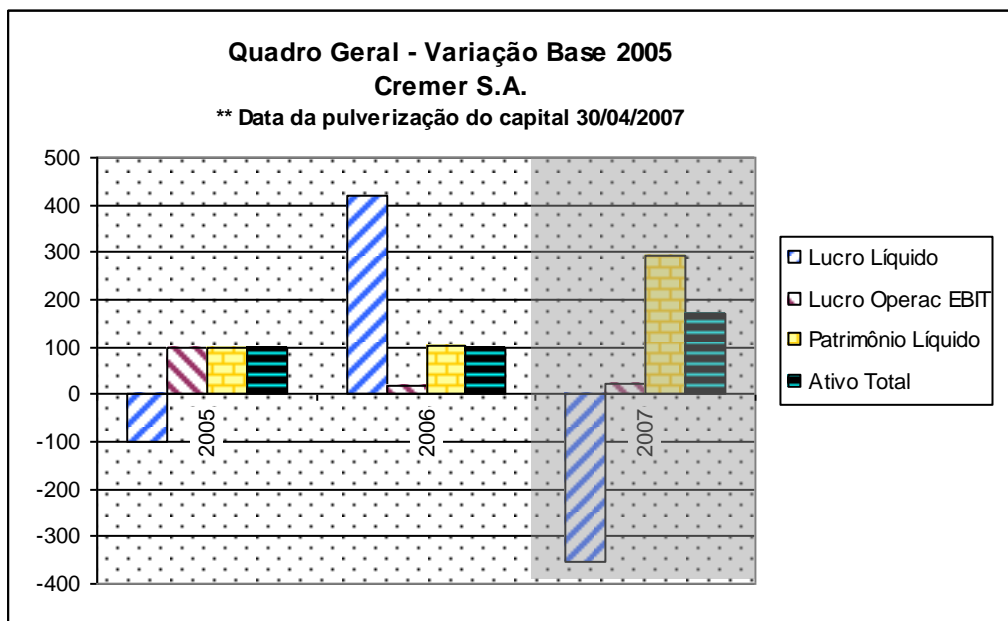
Evolução do Ativo Total



Fonte: Economática

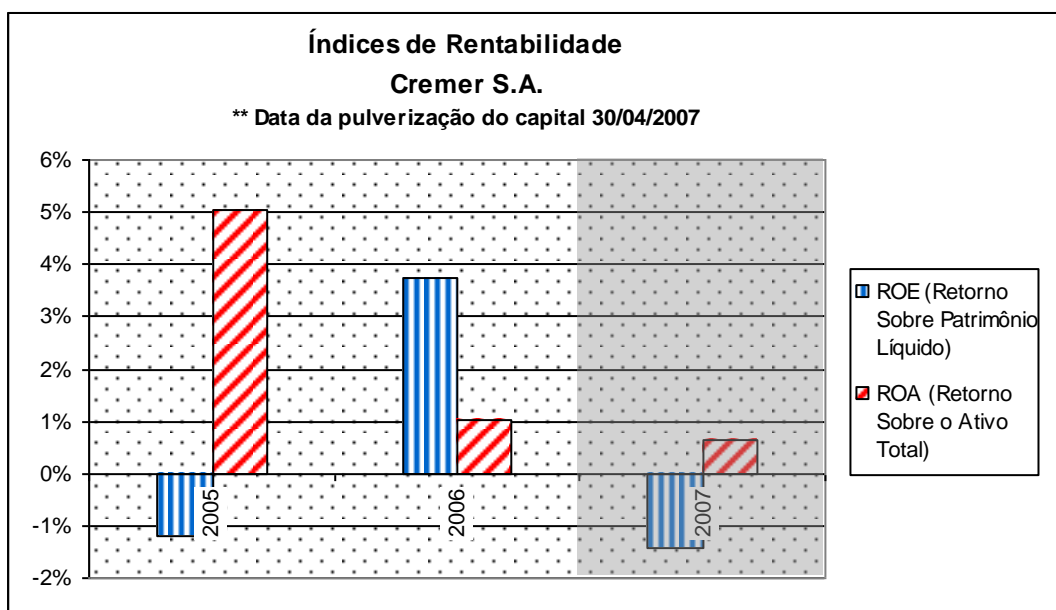
APENDICE C
CREMER – INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS

Quadro Geral – Lucro Líquido, PL e Ativo Total – Variação base 2005



Fonte: Economática

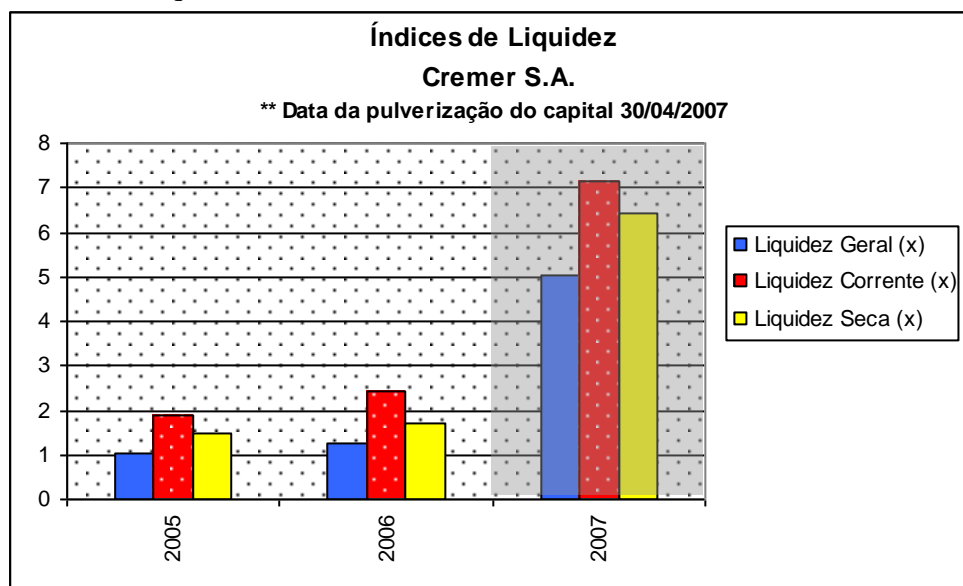
Índices de Rentabilidade



Fonte: Economática

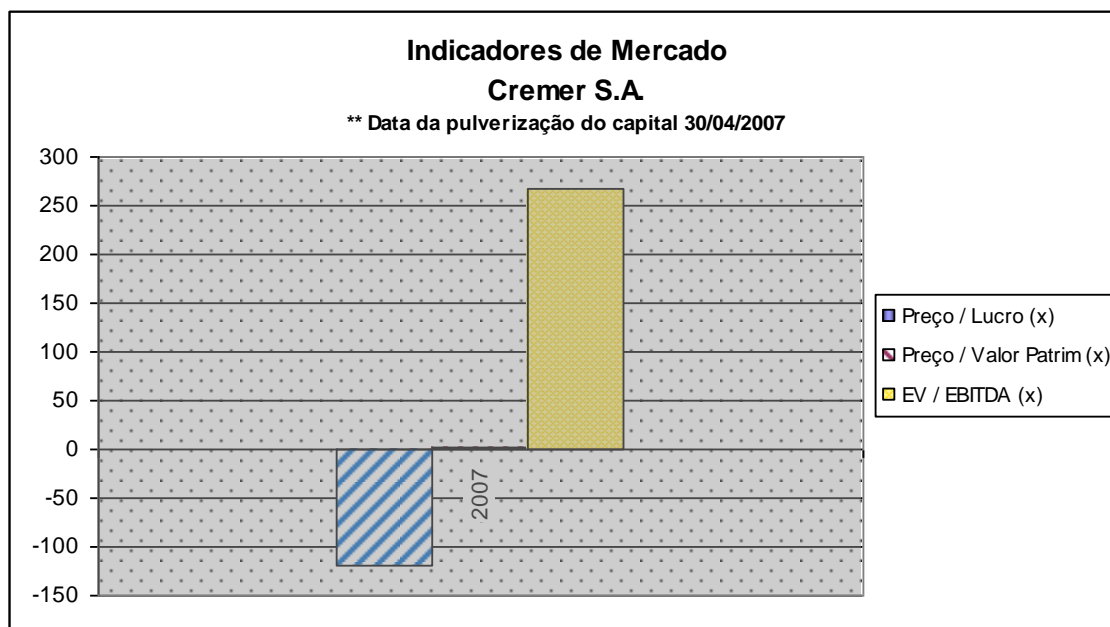
APENDICE C
CREMER – INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS

Índices de Liquidez



Fonte: Economática

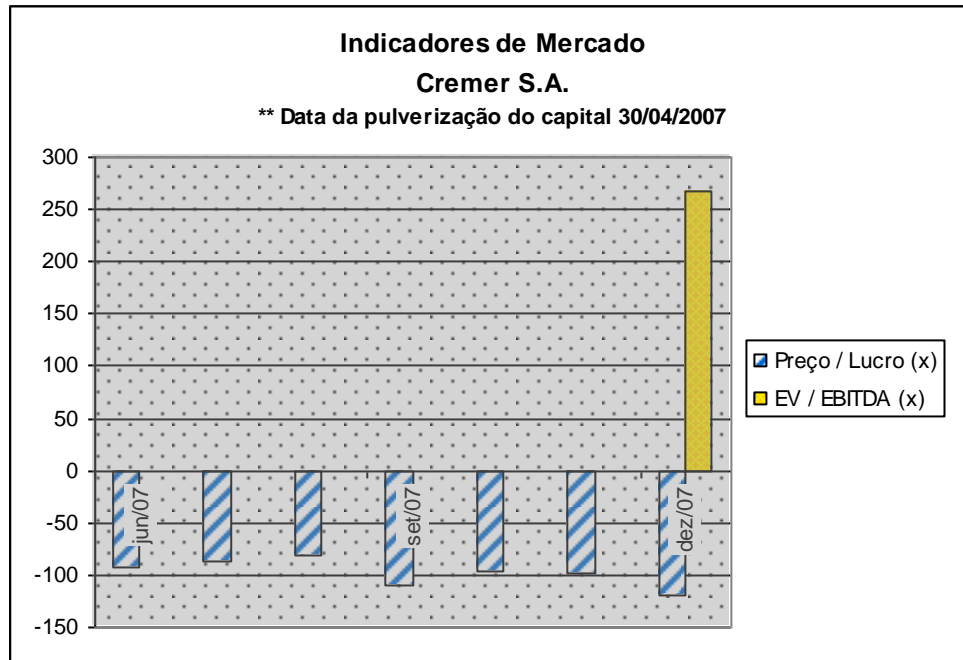
Indicadores de Mercado



Fonte: Economática

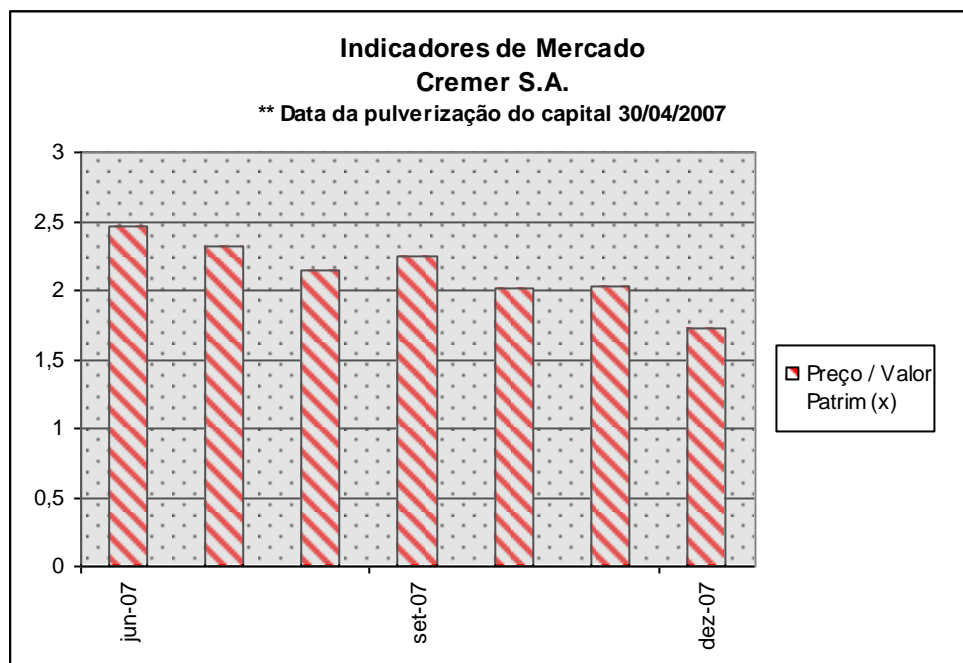
APENDICE C
 CREMER – INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS

Indicadores de Mercado



Fonte: Economática

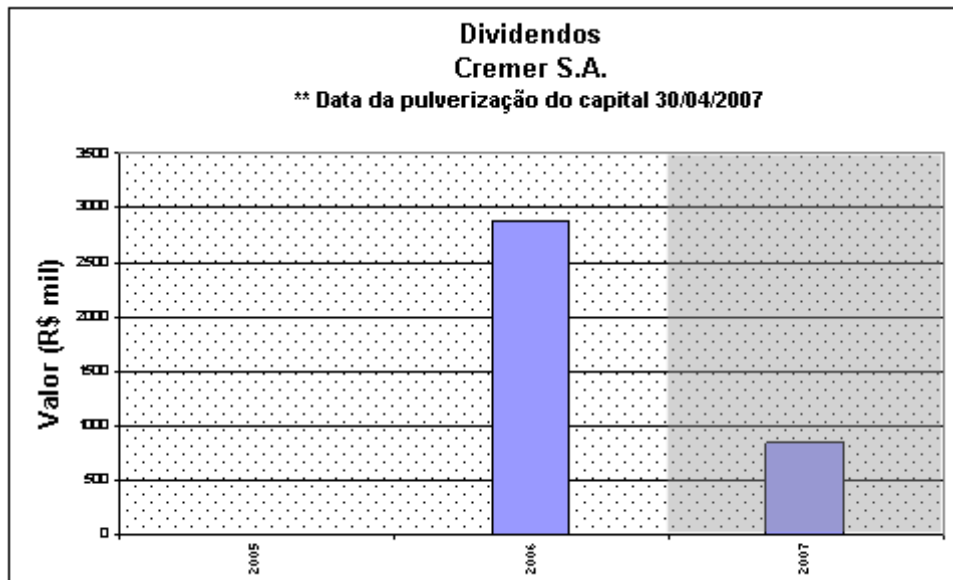
Indicadores de Mercado



Fonte: Economática

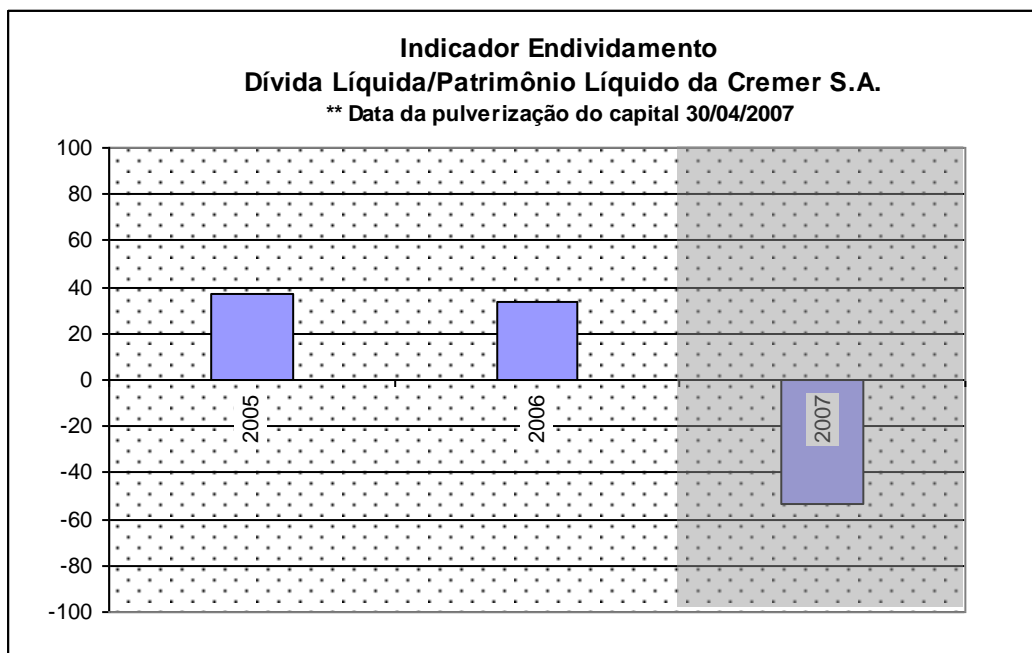
APENDICE C
CREMER – INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS

Dividendos



Fonte: Economática

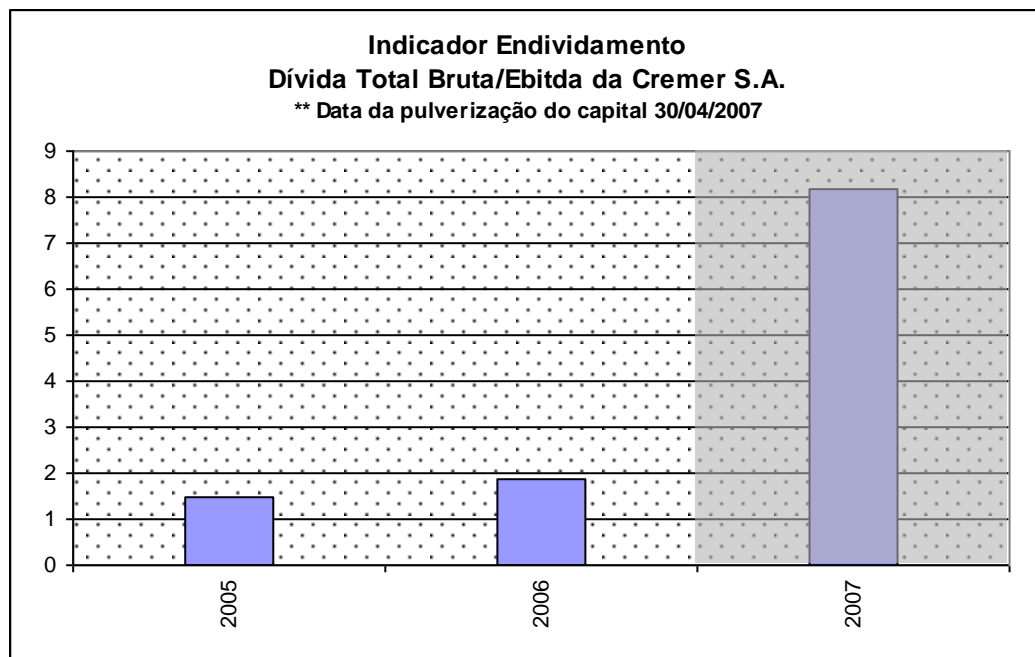
Indicador de Endividamento



Fonte: Economática

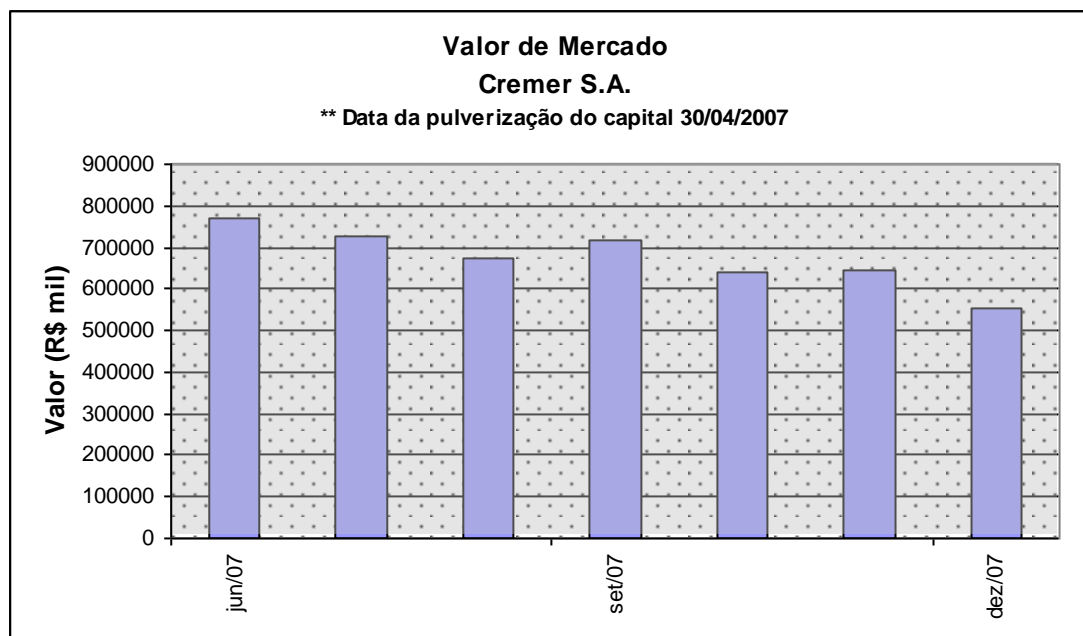
APENDICE C
 CREMER – INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS

Indicador de Endividamento
 Dívida Total/Ebita



Fonte: Economática

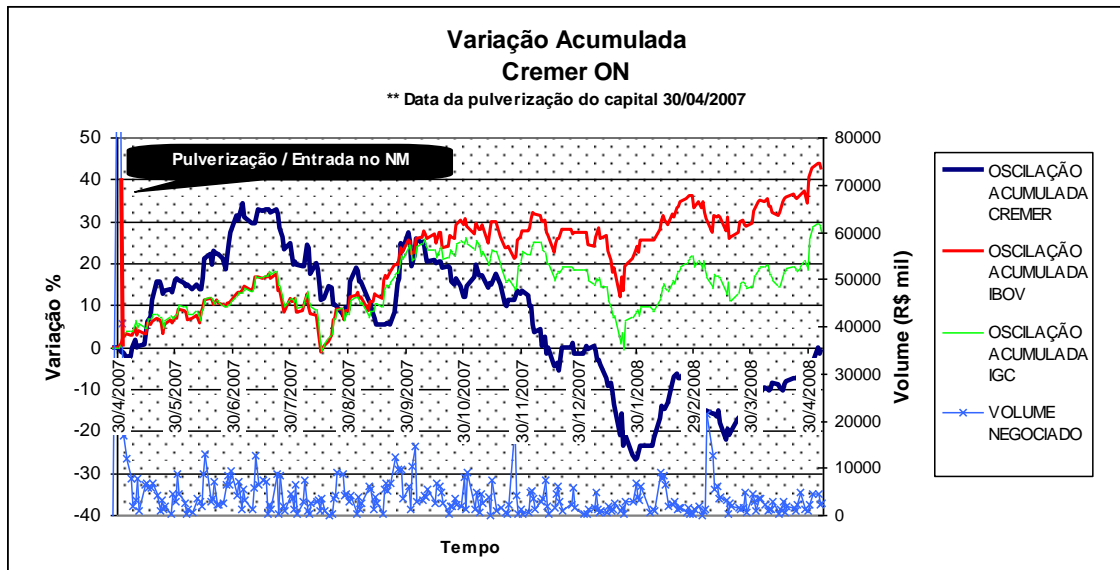
Valor de Mercado



Fonte: Economática

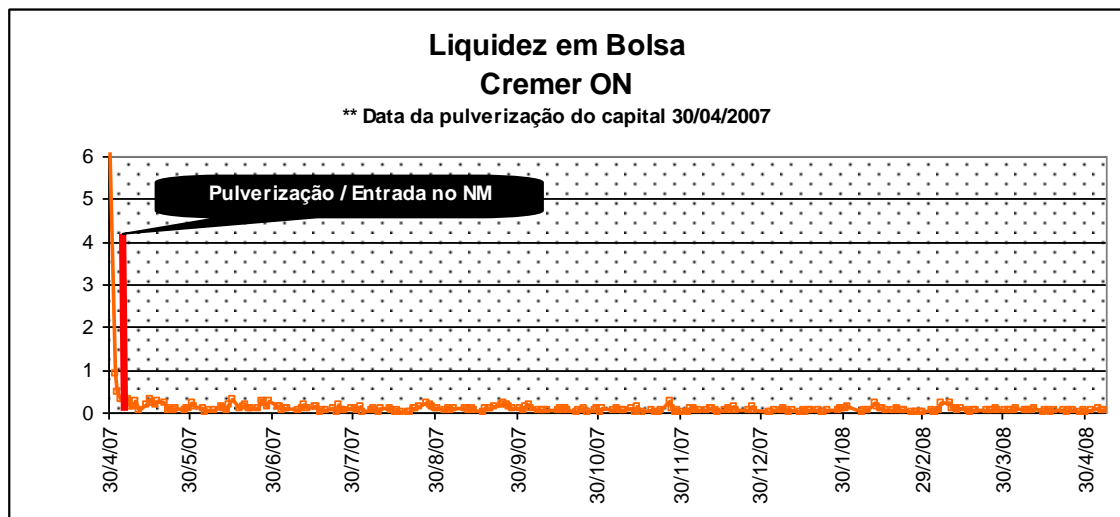
APENDICE C
CREMER – INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS

Varição Acumulada - Volume Negociado



Fonte: Economática

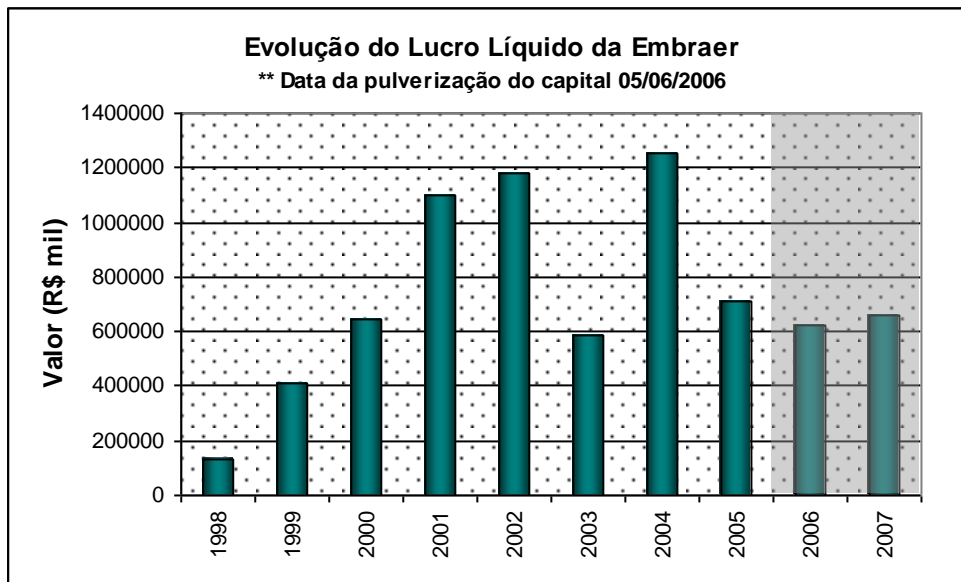
Liquidez em Bolsa



Fonte: Economática

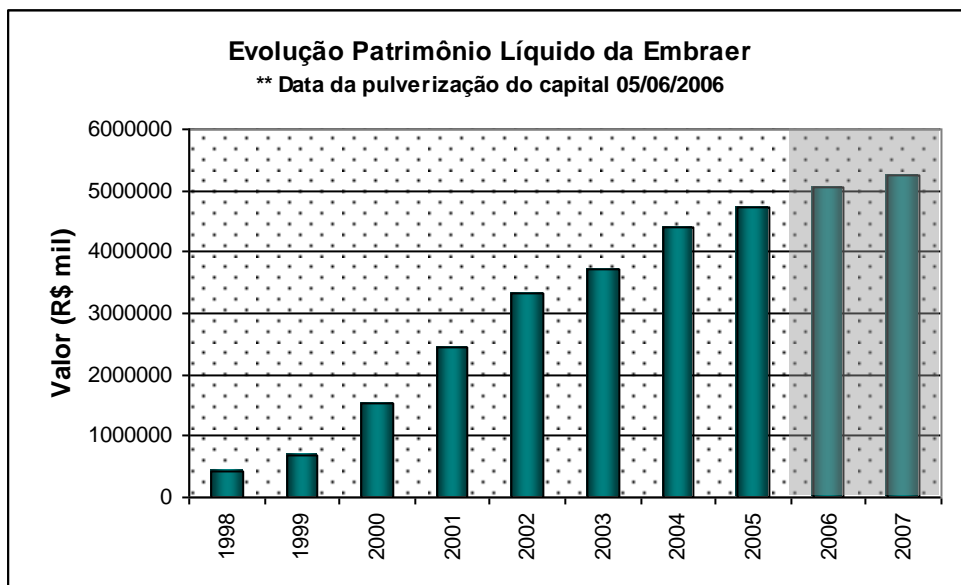
APÊNDICE D: EMBRAER – Indicadores econômico-financeiros

Evolução do lucro líquido



Fonte: Economática

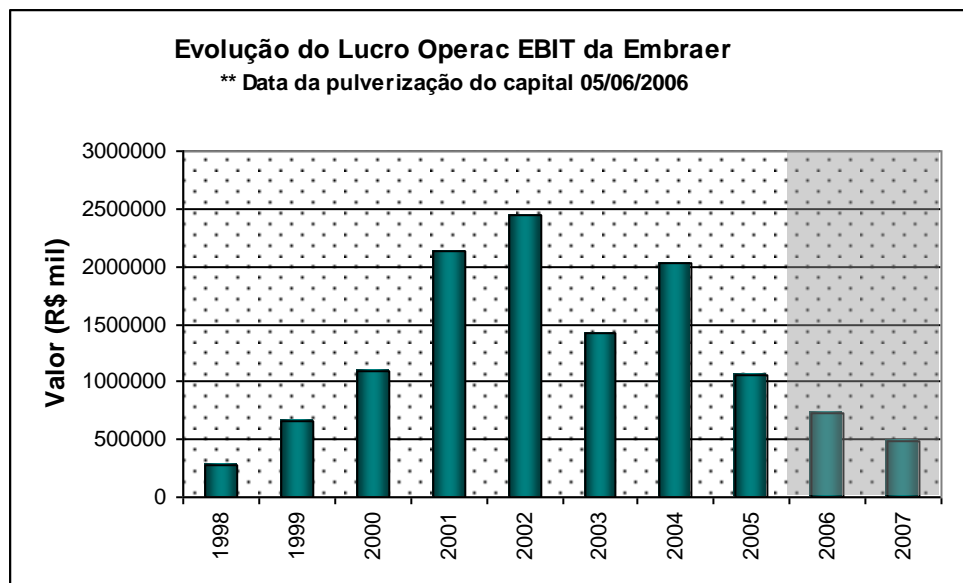
Evolução do Patrimônio Líquido



Fonte: Economática

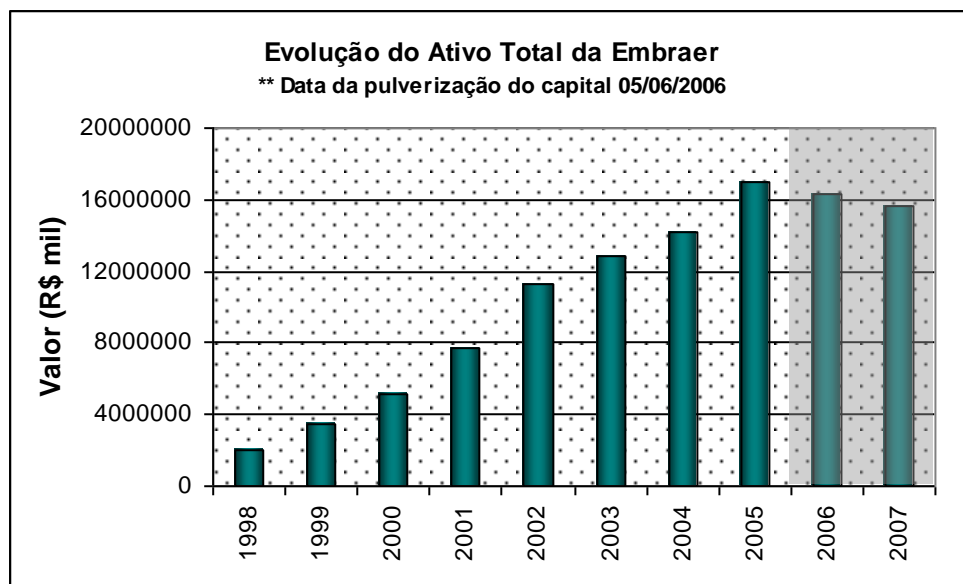
APENDICE D
EMBRAER – INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS

Evolução do lucro operacional EBIT



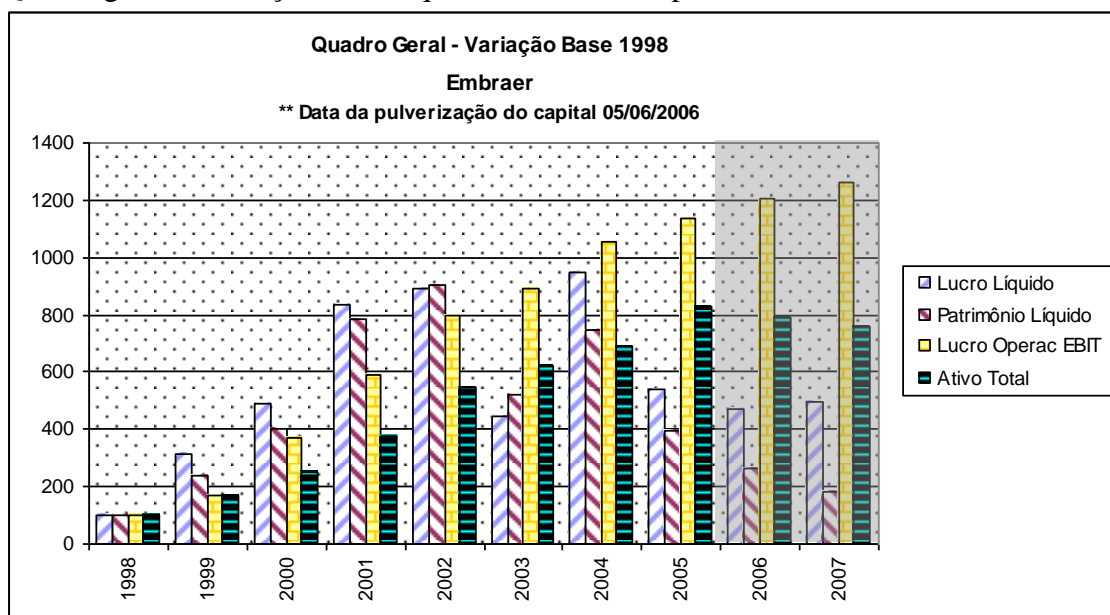
Fonte: Economática

Evolução do ativo total



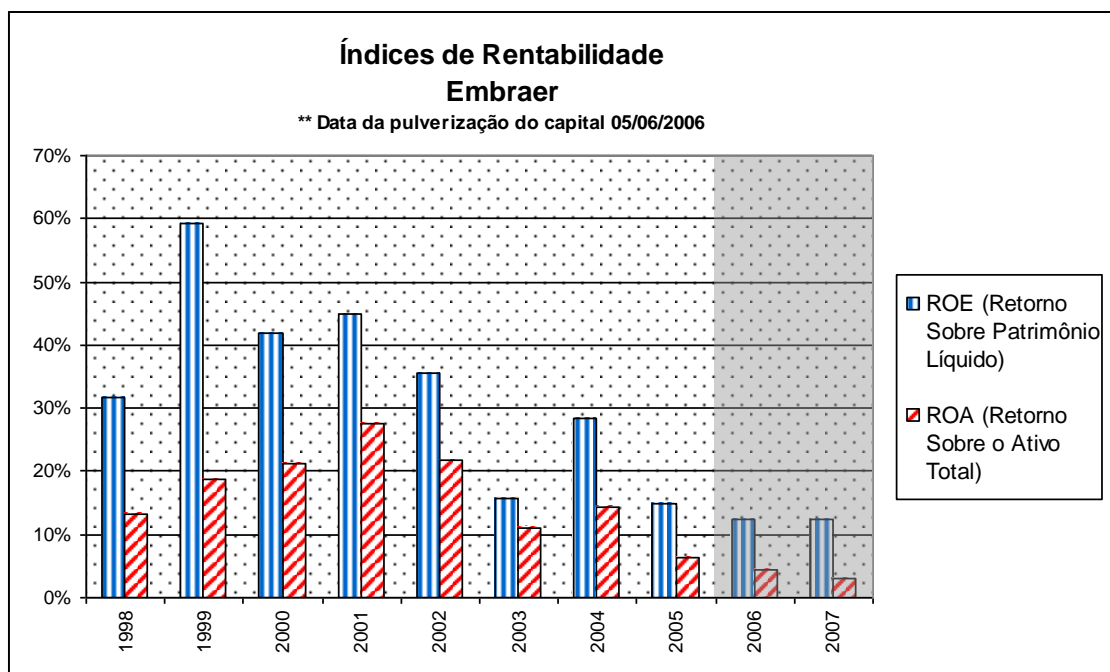
Fonte: Economática

Quadro geral – Variação lucro líquido, PL e Lucro operacional



Fonte: Economática

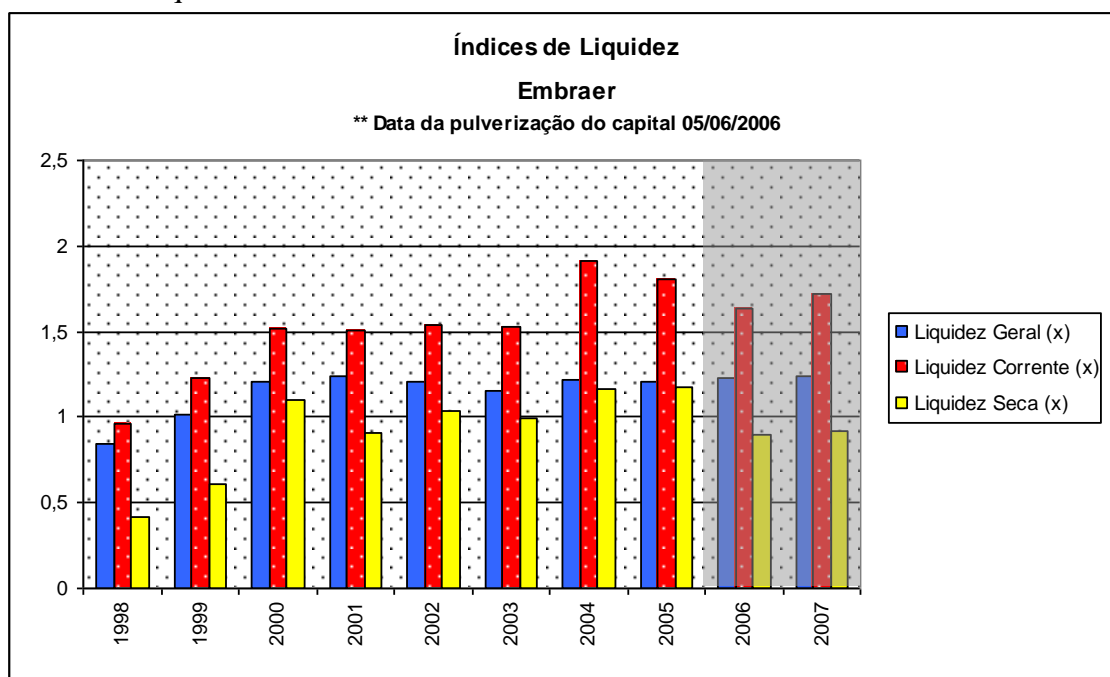
Índices de rentabilidade



Fonte: Economática

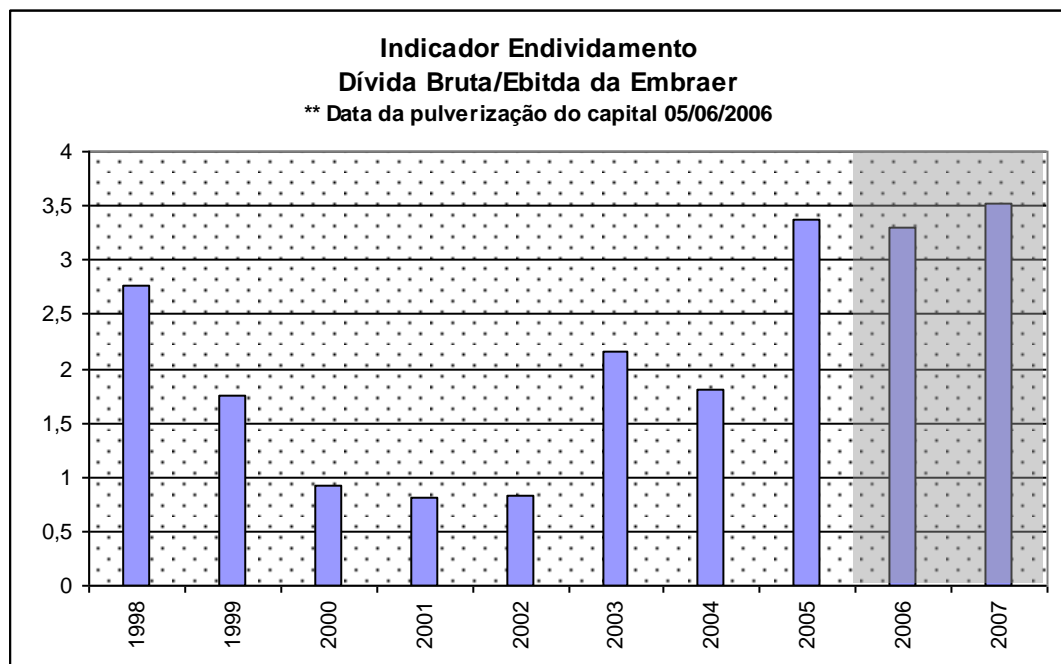
APENDICE D
EMBRAER – INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS

Índices de Liquidez



Fonte: Economática

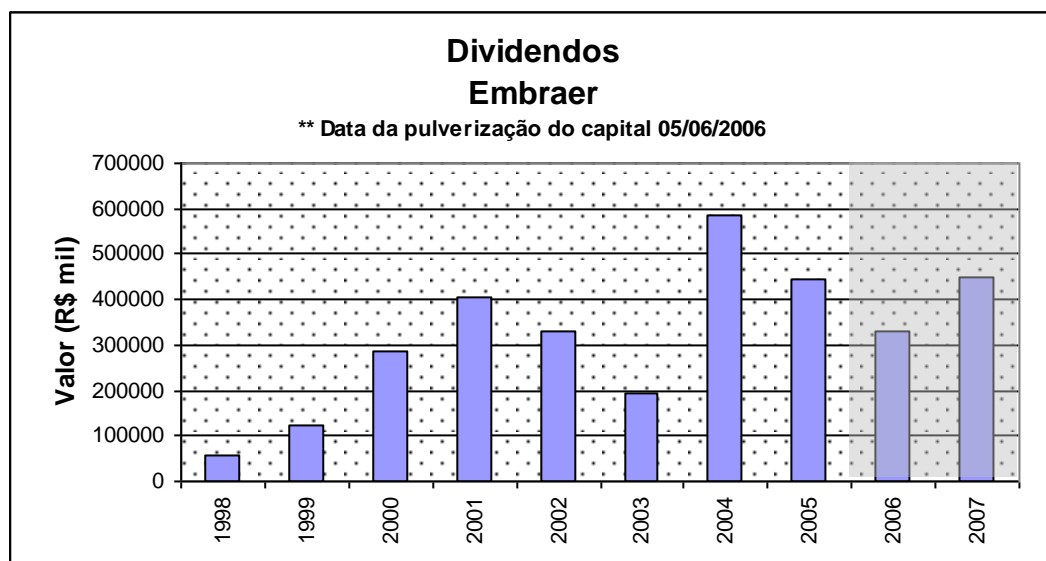
Endividamento – dívida bruta/ebitda



Fonte: Economática

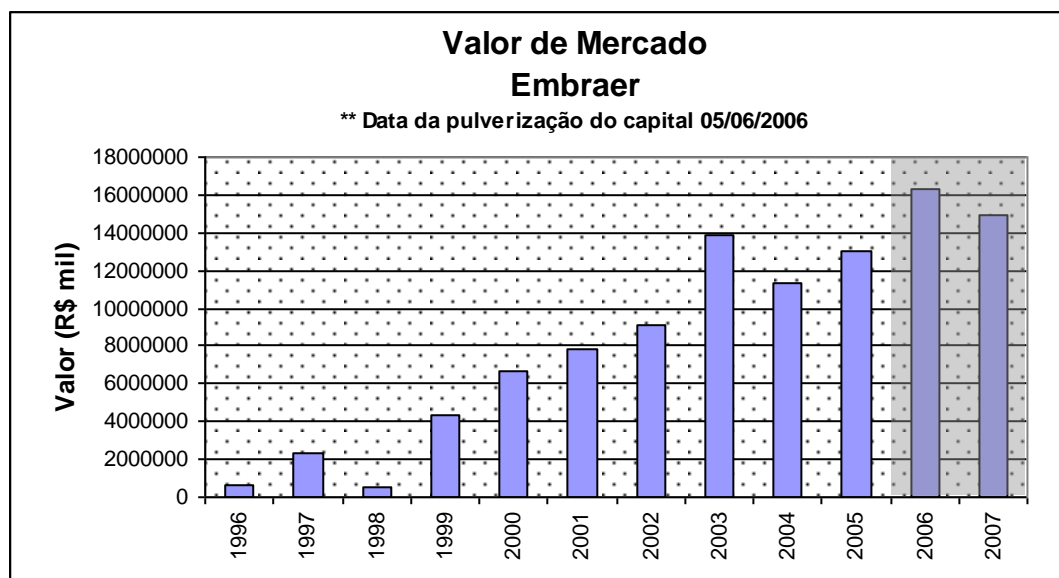
APENDICE D
 EMBRAER – INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS

Dividendos



Fonte: Economática

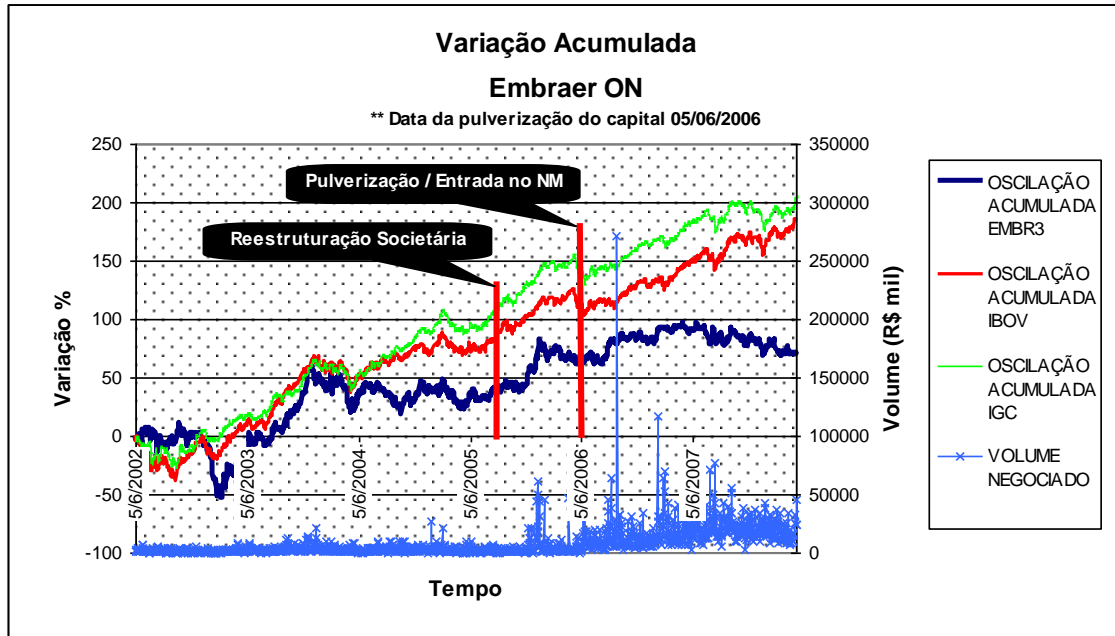
Valor de mercado



Fonte: Economática

APENDICE D
 EMBRAER – INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS

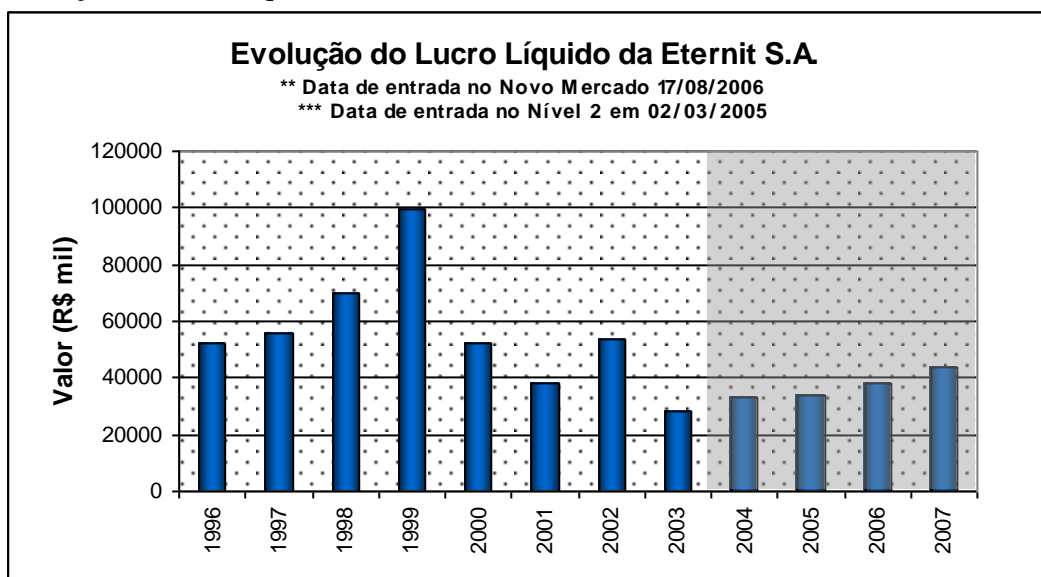
Varição Acumulada – volume negociado



Fonte: Economática

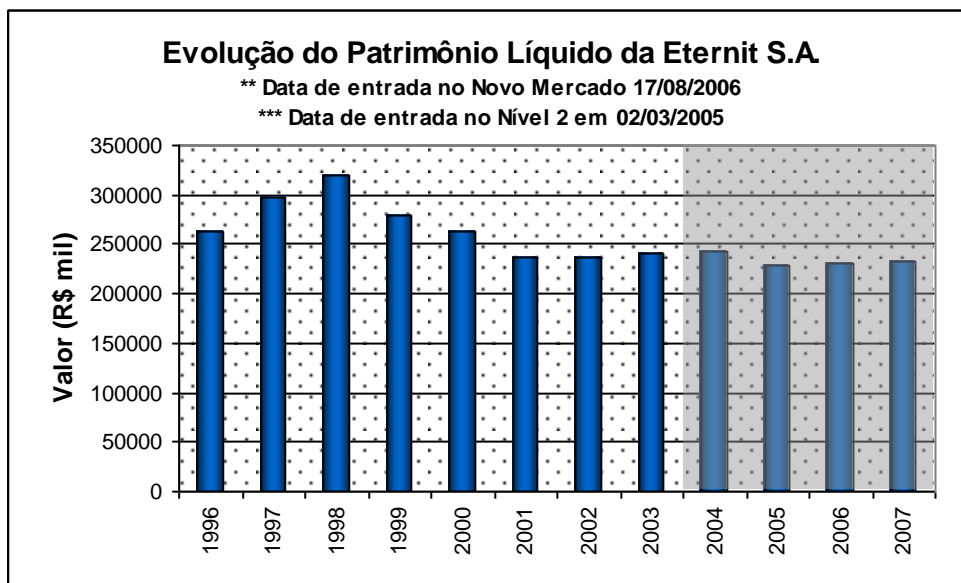
APÊNDICE E: ETERNIT – Indicadores econômico-financeiros

Evolução do lucro líquido



Fonte: Economática

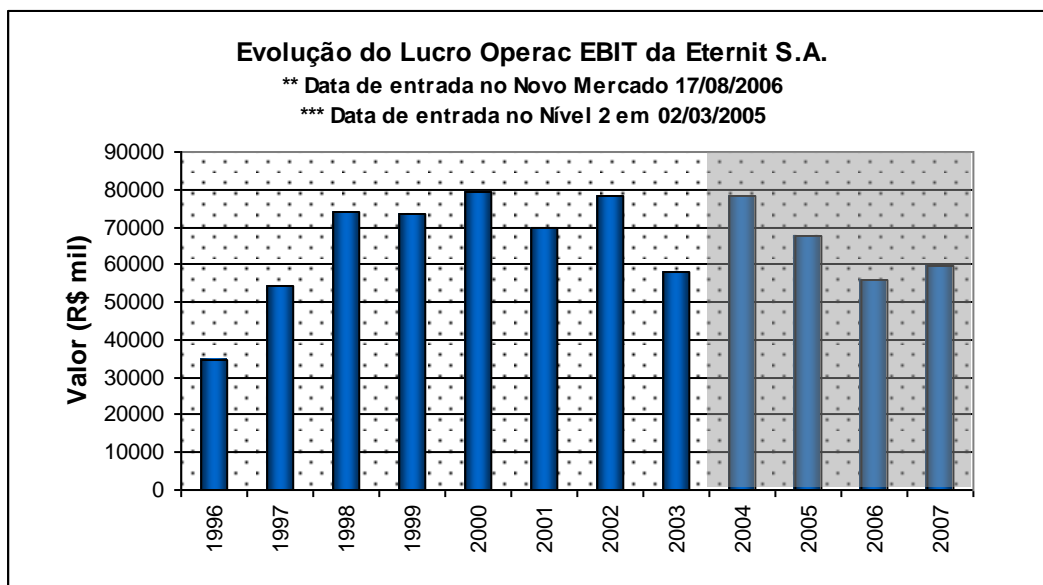
Evolução do PL



Fonte: Economática

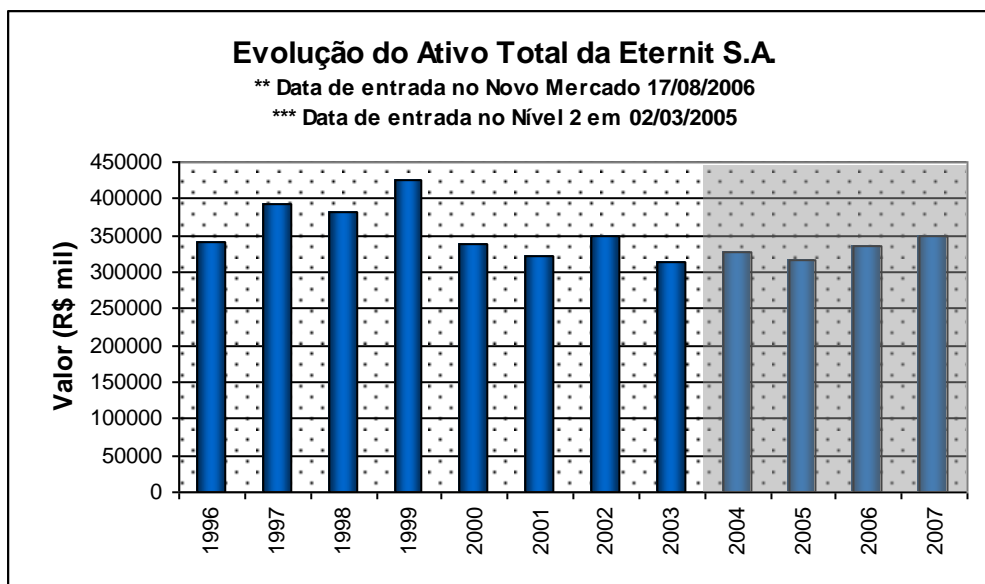
APENDICE E
 ETERNIT – INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS

Evolução do lucro operacional EBIT



Fonte: Economática

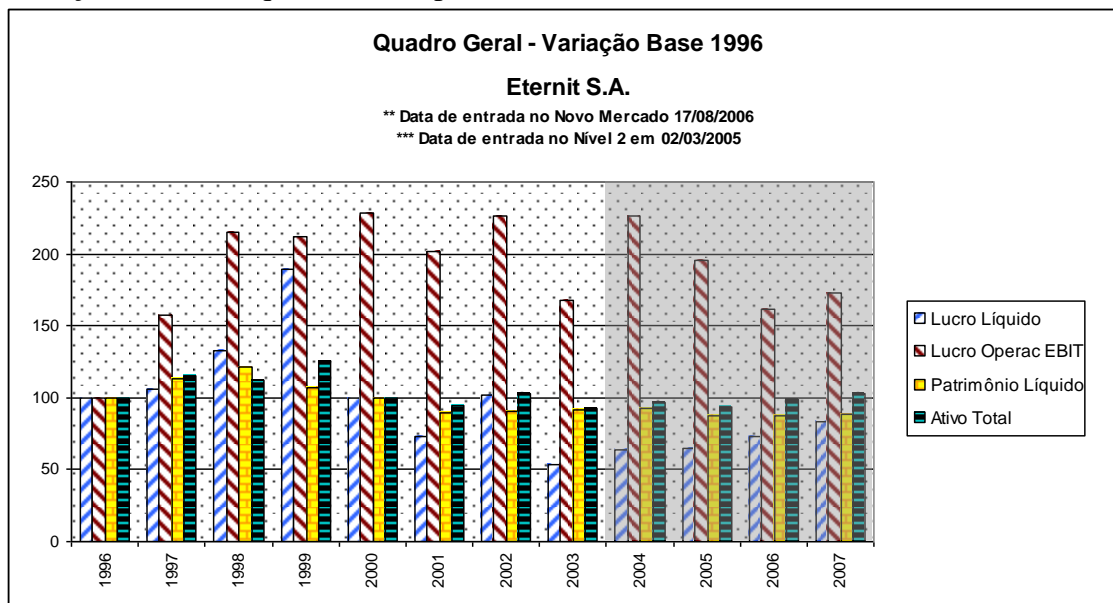
Evolução do ativo total



Fonte: Economática

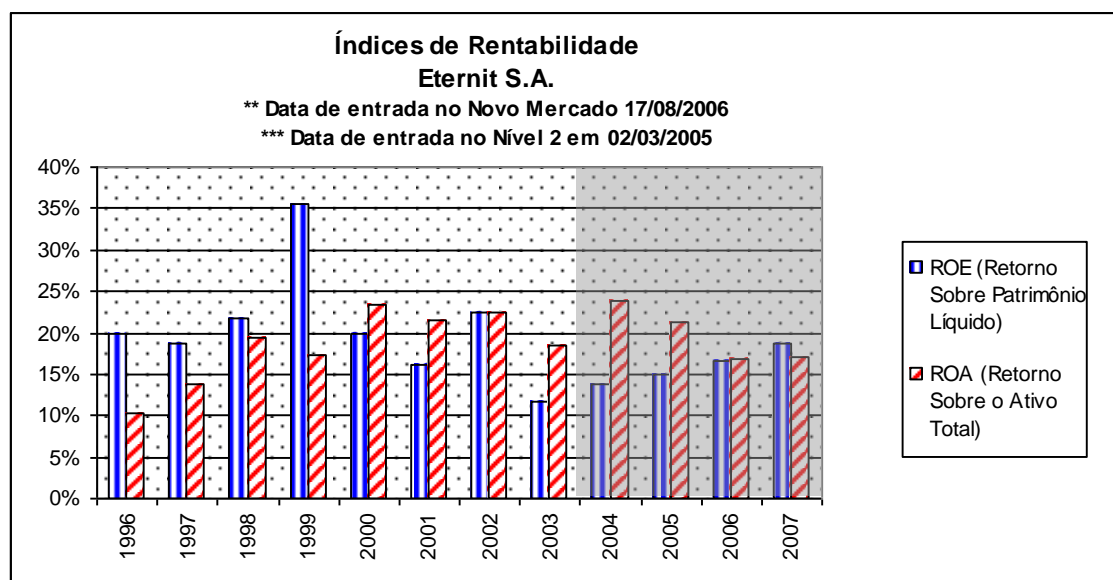
APENDICE E
 ETERNIT – INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS

Varição do lucro líquido, lucro operacional EBIT e PL



Fonte: Economática

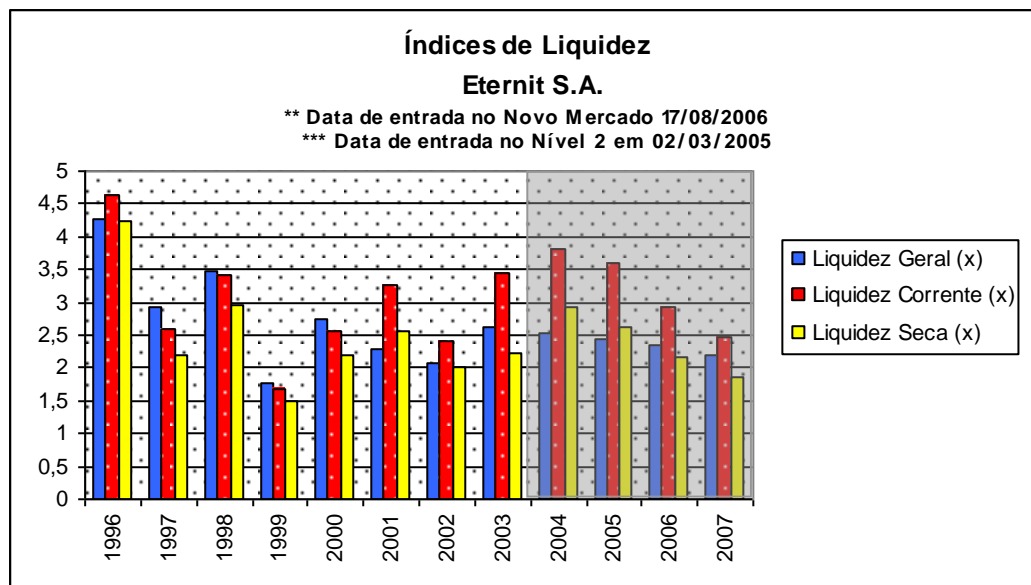
Índices de rentabilidade



Fonte: Economática

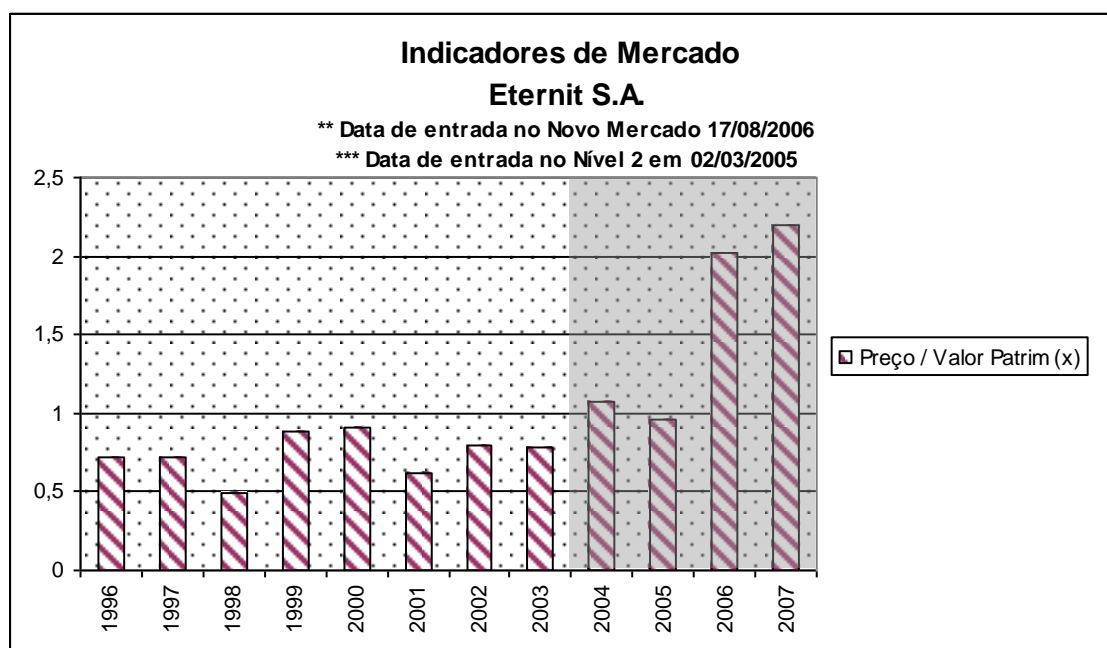
APENDICE E
 ETERNIT – INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS

Índices de liquidez



Fonte: Economática

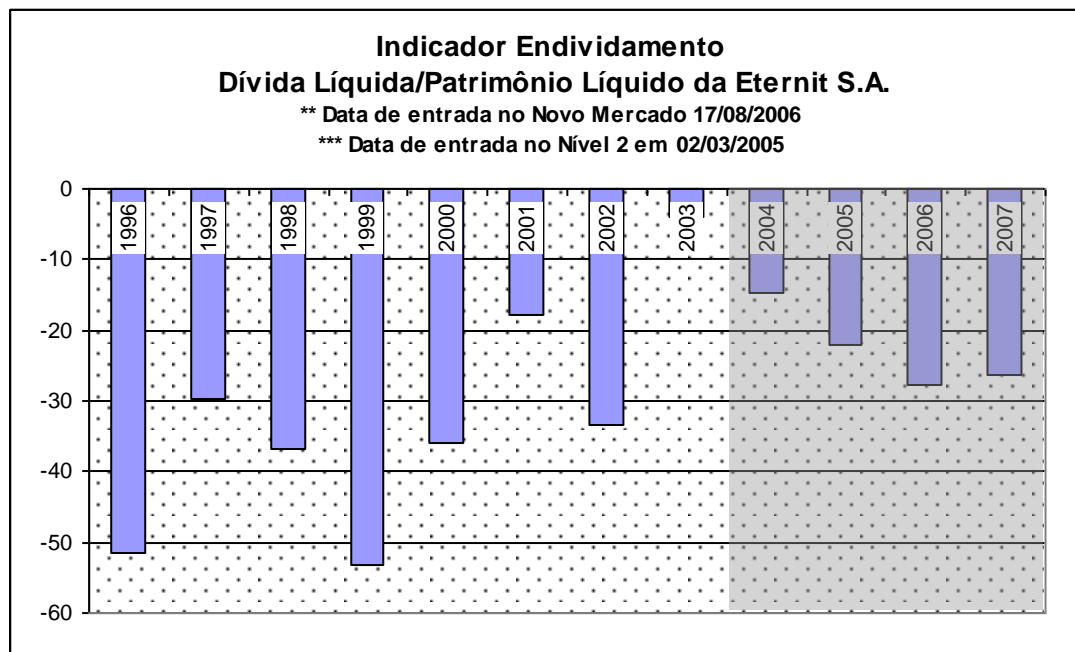
Indicadores de mercado



Fonte: Economática

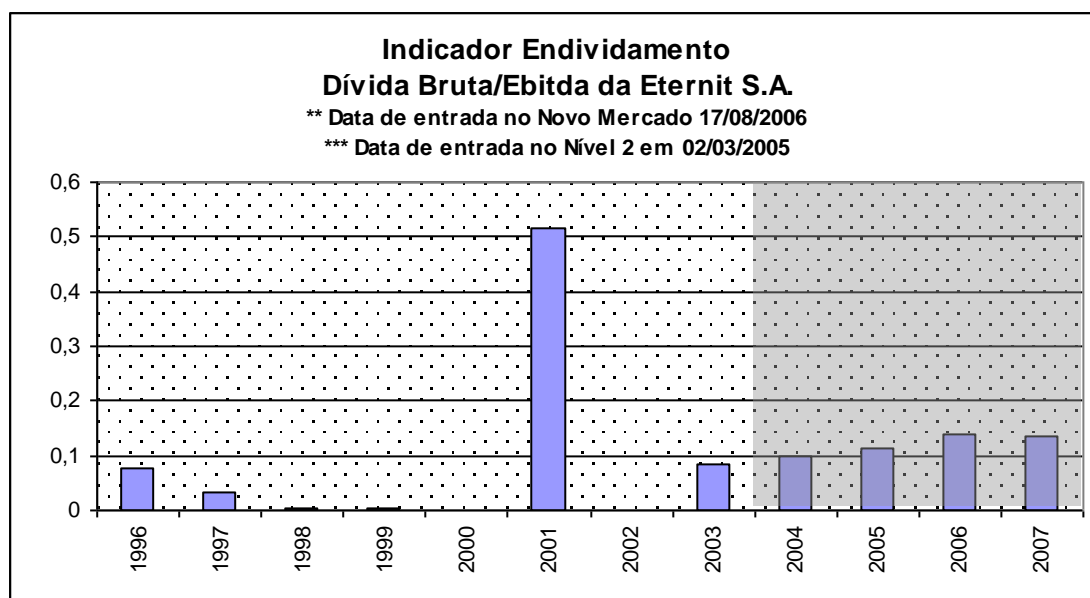
APENDICE E
 ETERNIT – INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS

Indicador de endividamento – dívida líquida/PL



Fonte: Economática

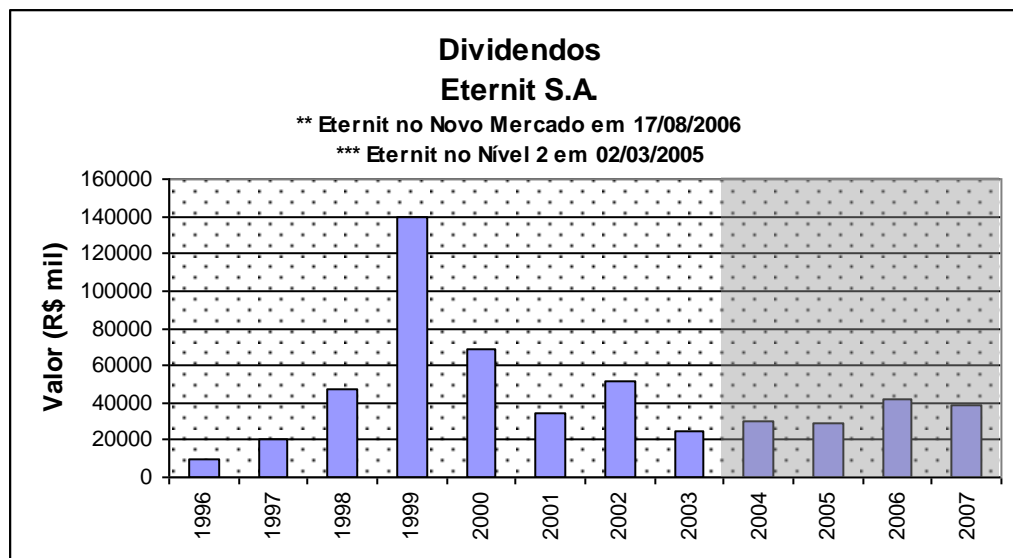
Indicador de endividamento – dívida bruta/ebitda



Fonte: Economática

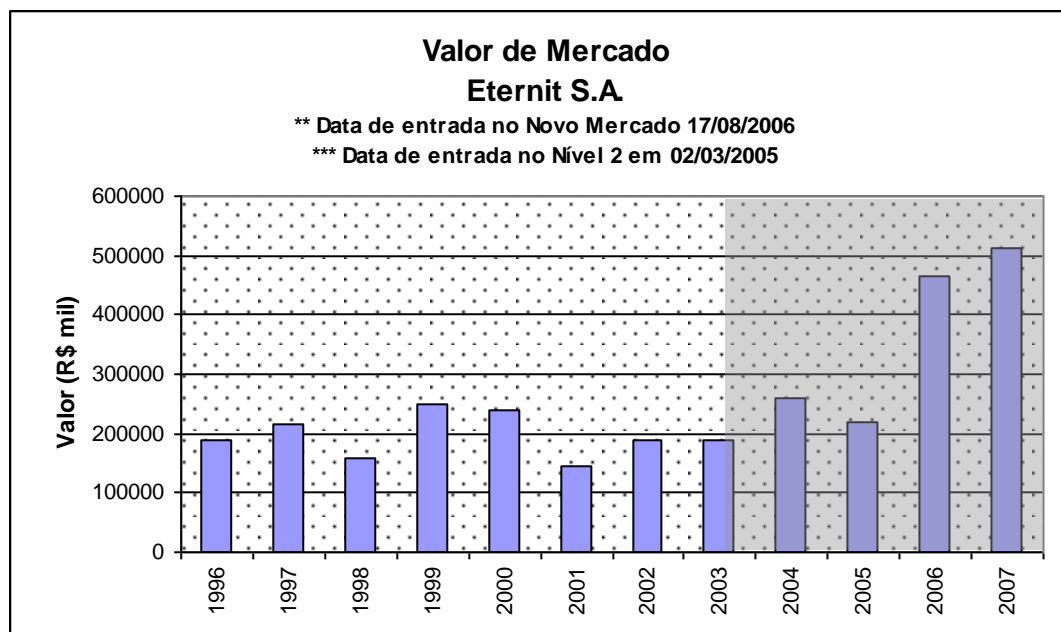
APENDICE E
 ETERNIT – INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS

Dividendos



Fonte: Economática

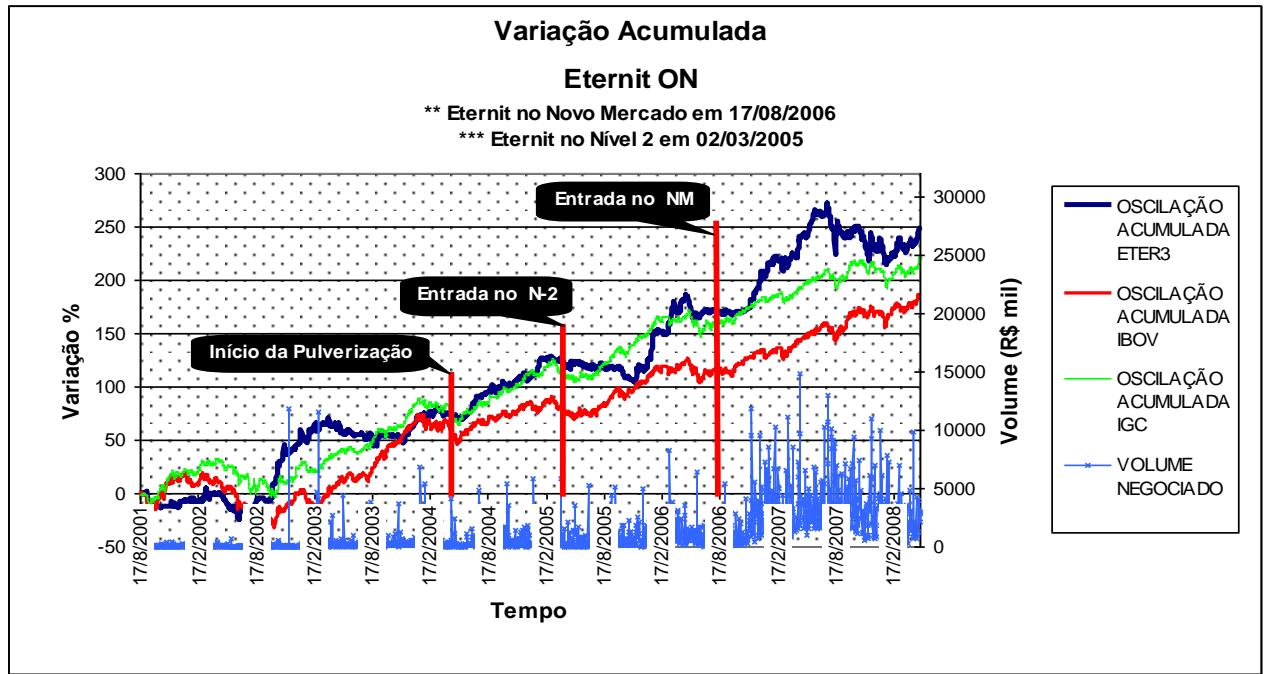
Valor de Mercado



Fonte: Economática

APENDICE E
 ETERNIT – INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS

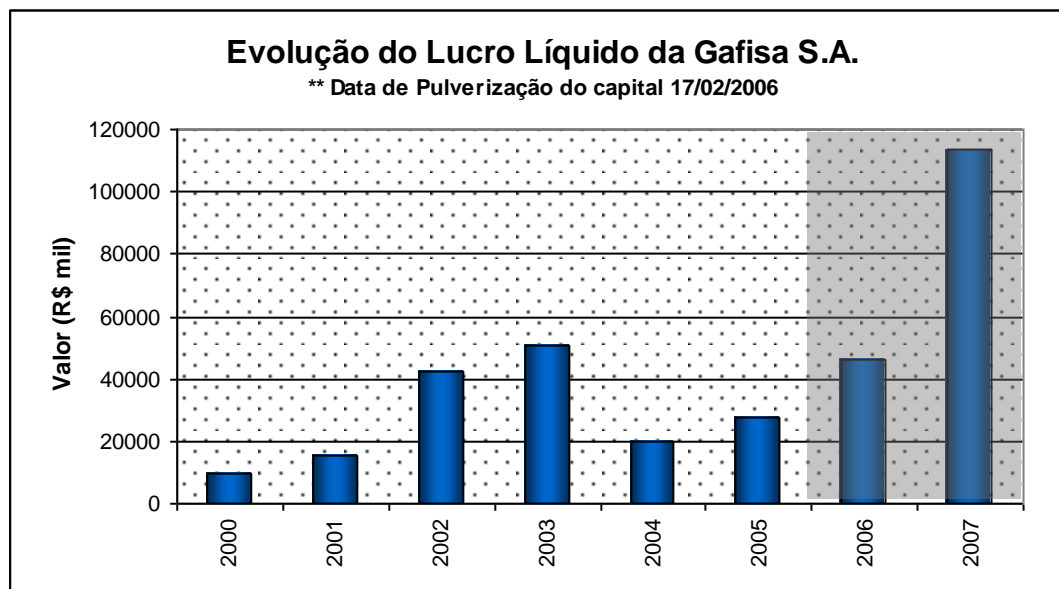
Varição acumulada



Fonte: Economática

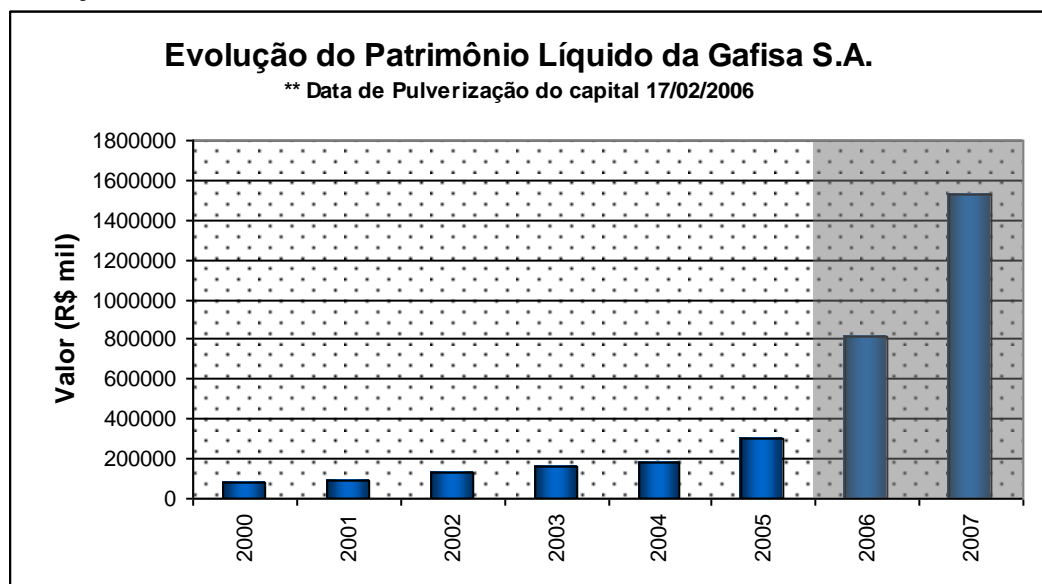
APÊNDICE F: GAFISA – Indicadores econômico-financeiros

Evolução do lucro líquido



Fonte: Economática

Evolução do PL

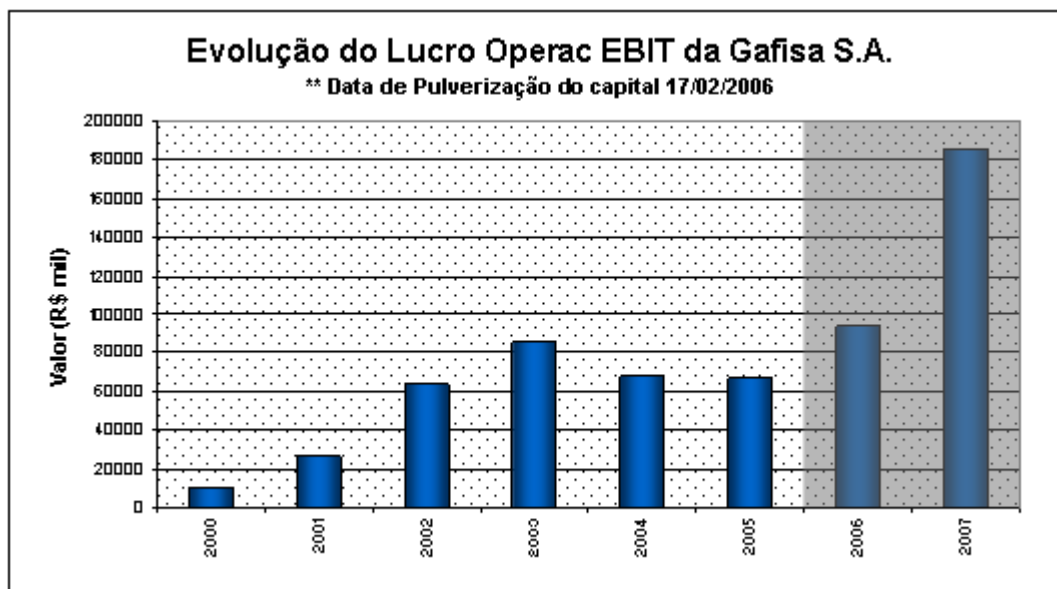


Fonte: Economática

APENDICE F

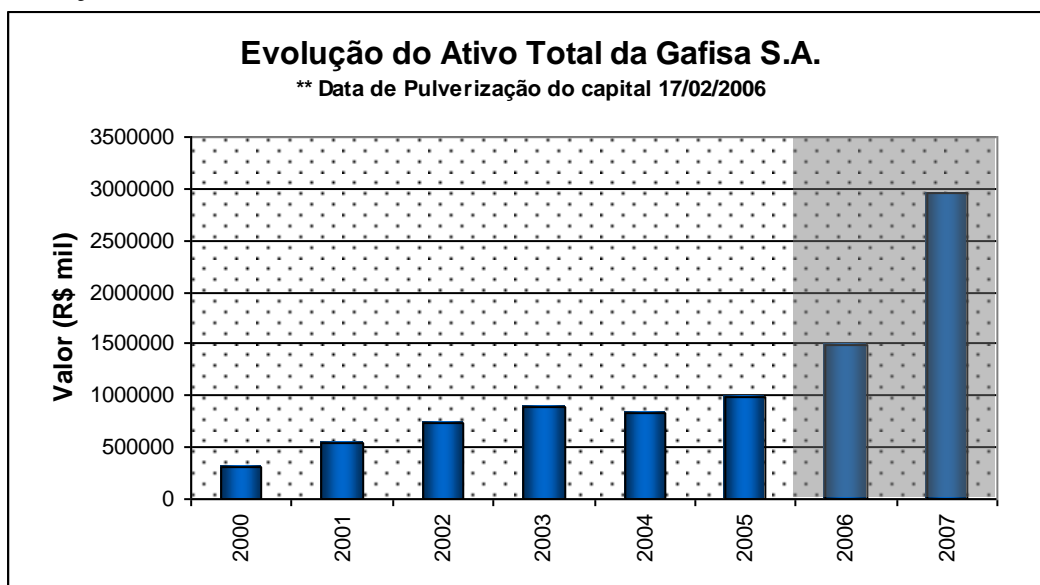
GAFISA – INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS

Evolução do lucro operacional



Fonte: Economática

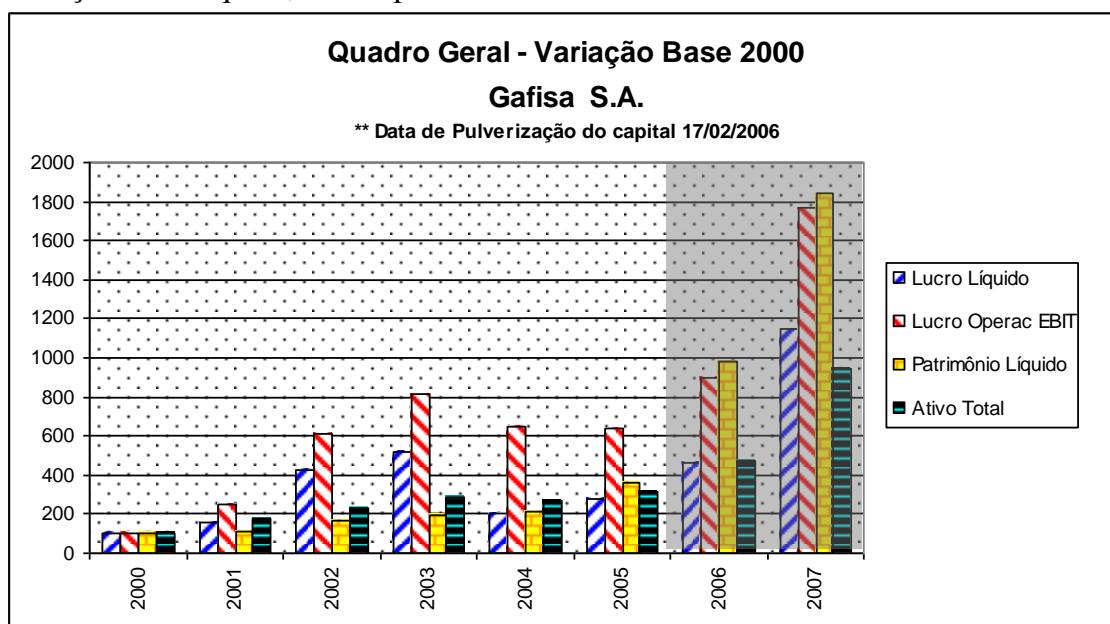
Evolução do ativo total



Fonte: Economática

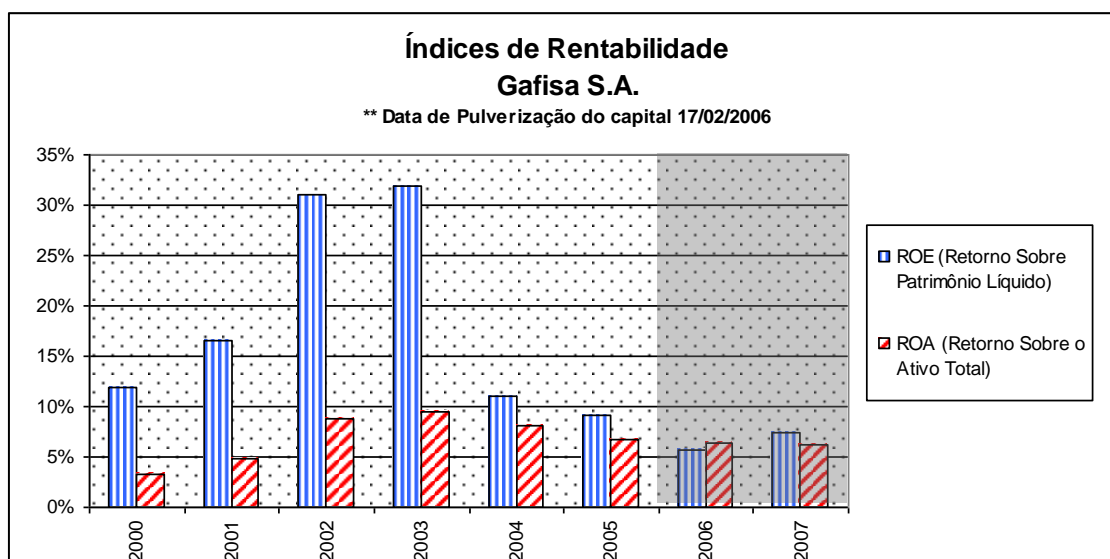
APENDICE F
GAFISA – INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS

Variação lucro líquido, lucro operacional EBIT e PL



Fonte: Economática

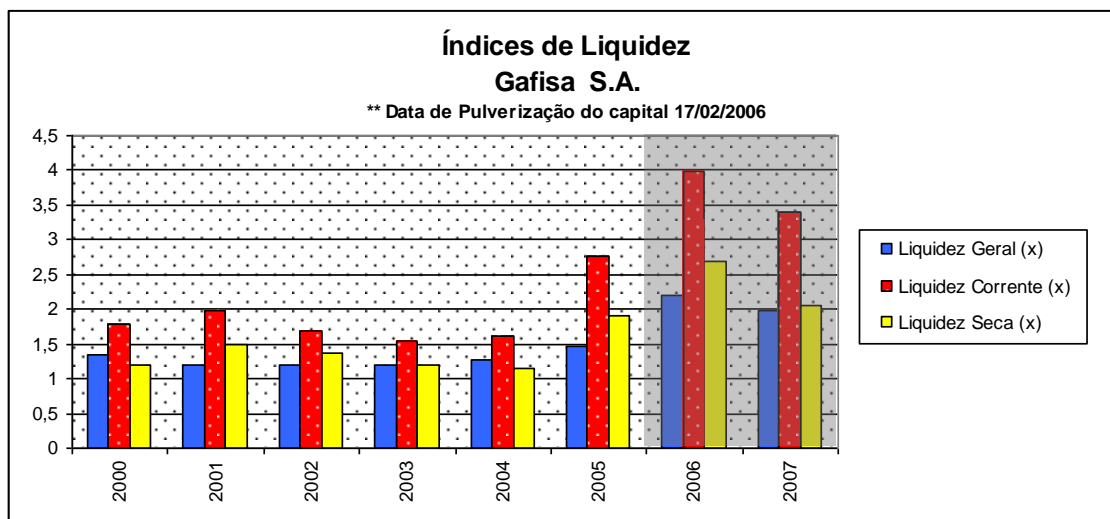
Índices de rentabilidade



Fonte: Economática

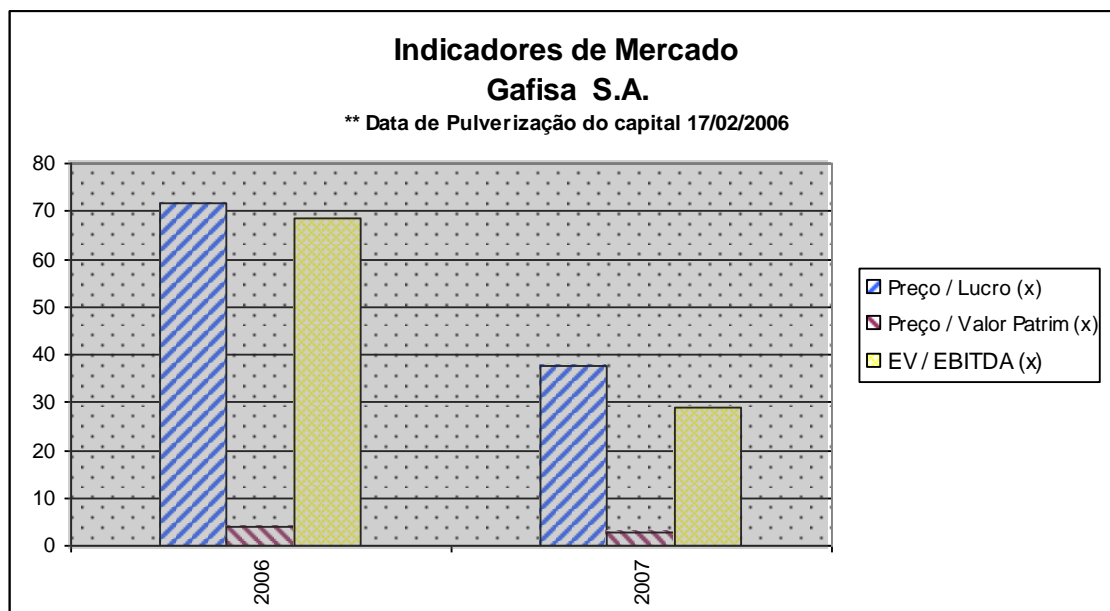
APENDICE F
GAFISA – INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS

Índices de rentabilidade



Fonte: Económica

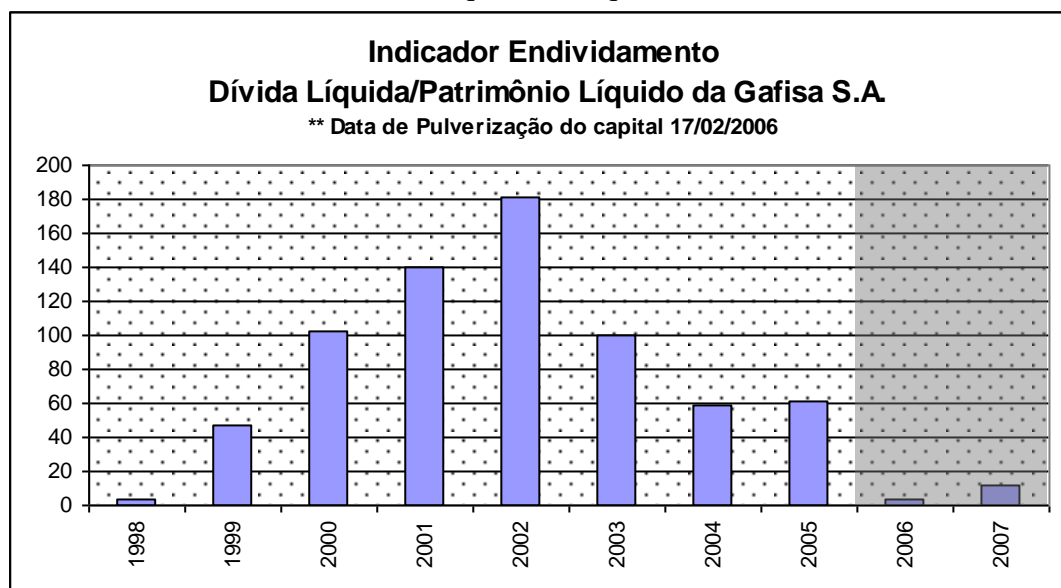
Indicadores de mercado



Fonte: Económica

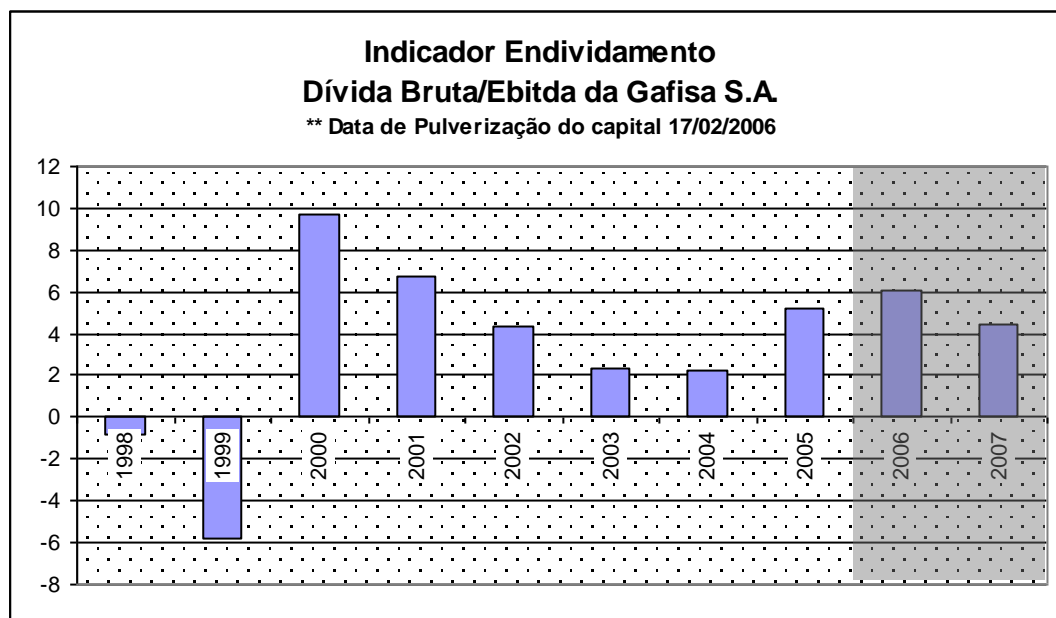
APENDICE F
GAFISA – INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS

Indicador endividamento – dívida líquida/PL líquido



Fonte: Economática

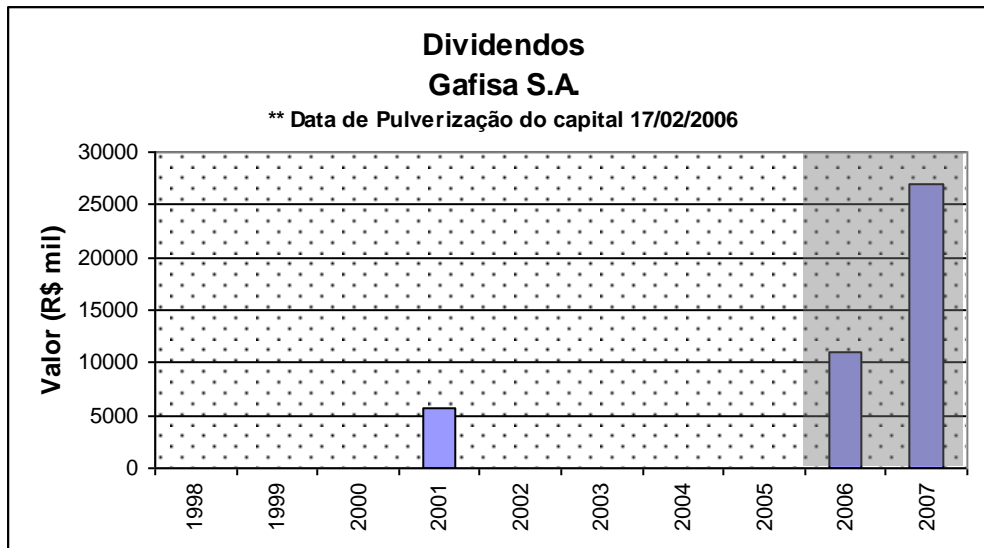
Indicador endividamento – dívida bruta/EBITDA



Fonte: Economática

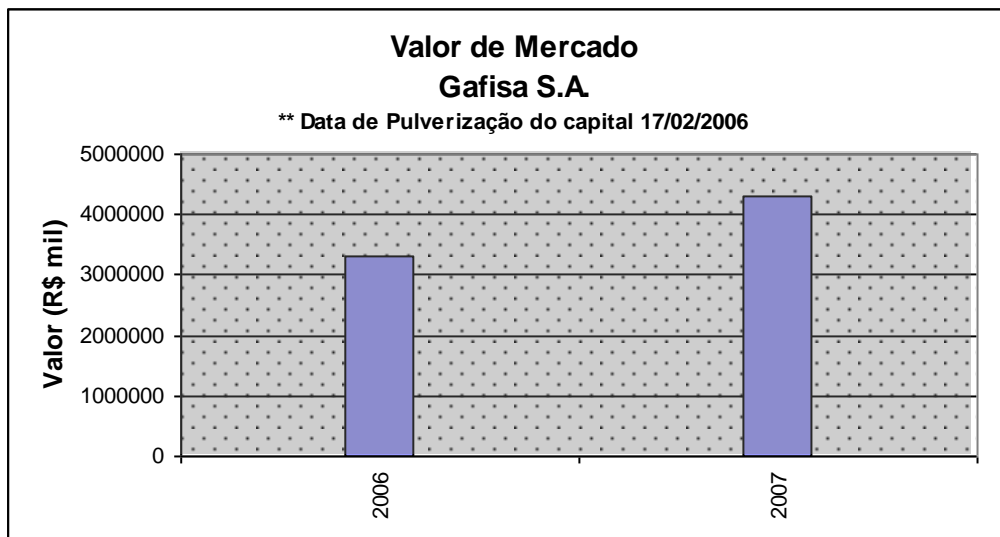
APENDICE F
GAFISA – INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS

Dividendos



Fonte: Economática

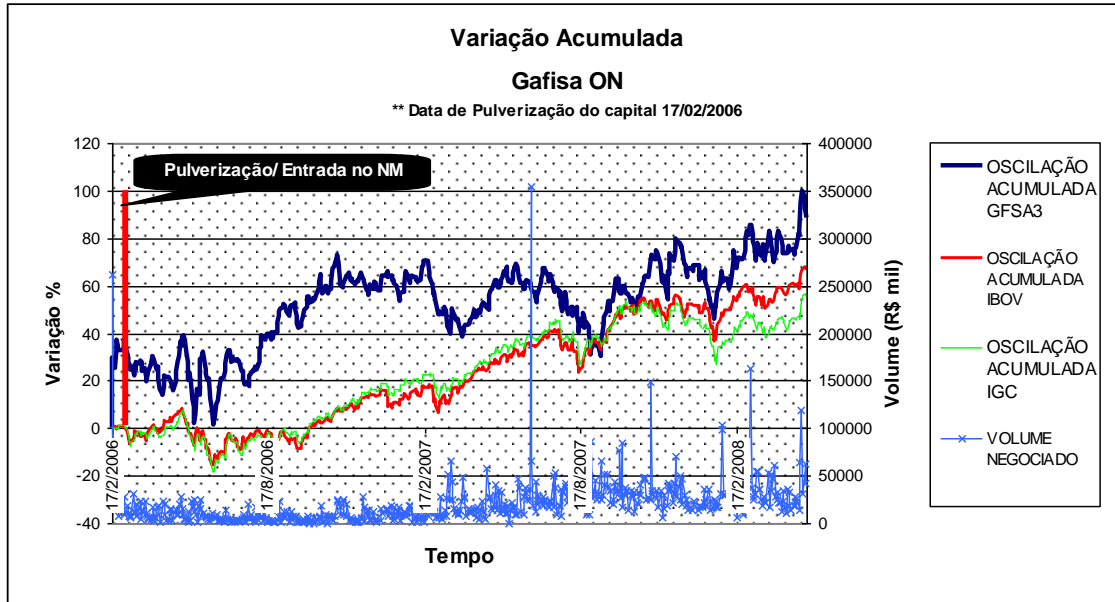
Valor de mercado



Fonte: Economática

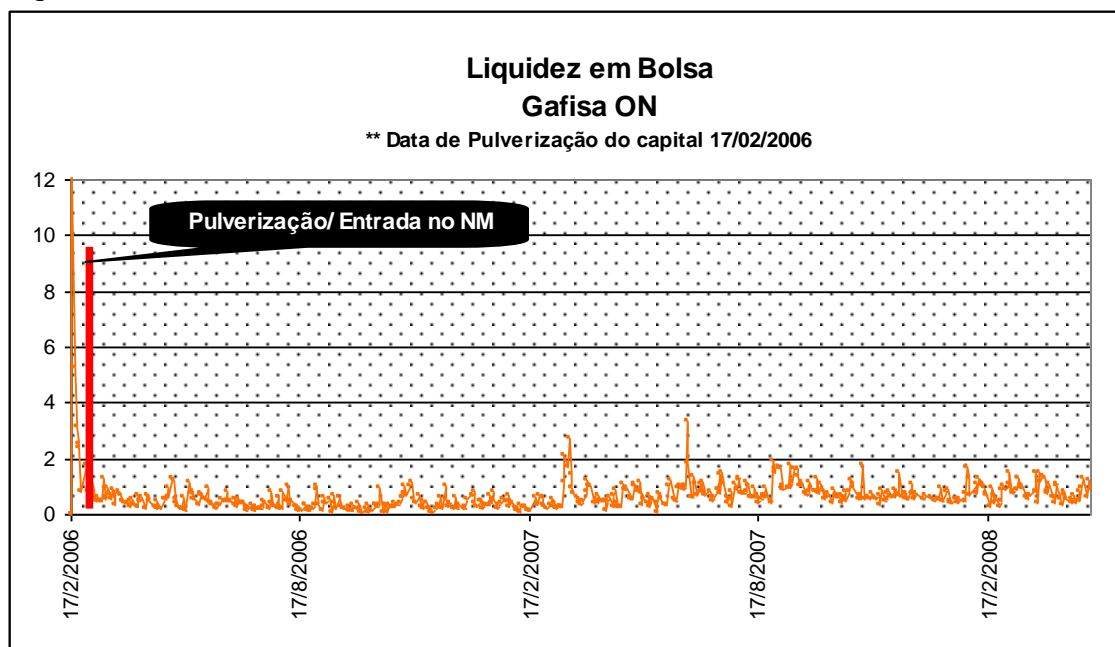
APENDICE F
GAFISA – INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS

Varição acumulada – Volume negociado



Fonte: Economática

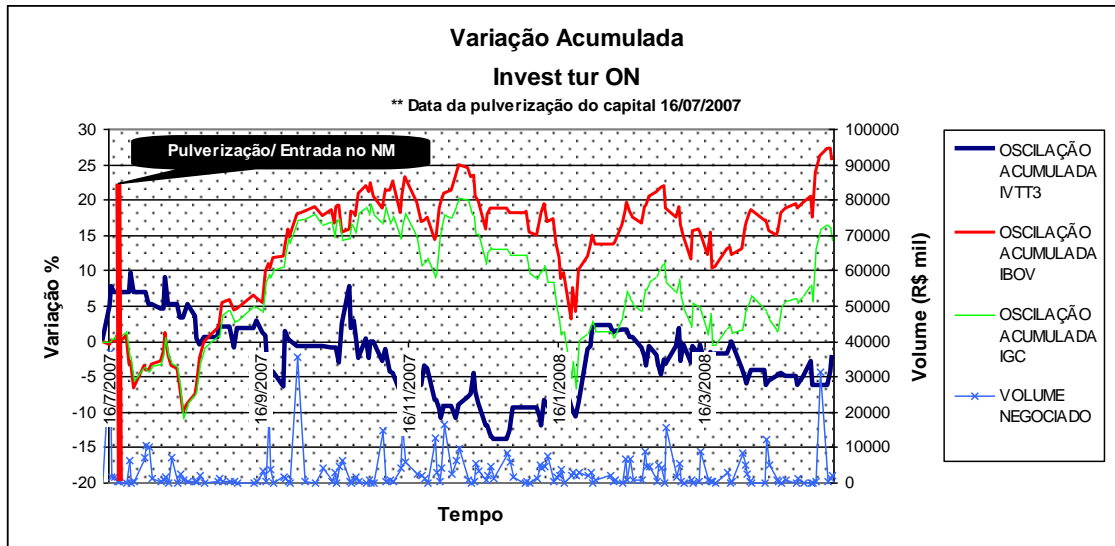
Liquidez em Bolsa



Fonte: Economática

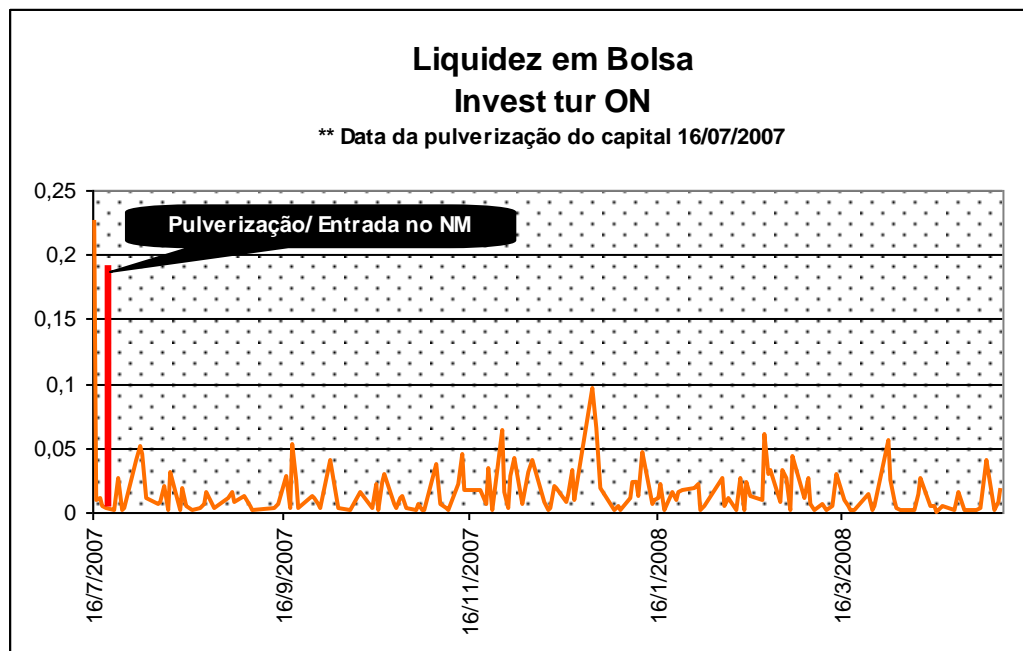
APÊNDICE G: INVEST TUR– Indicadores econômico-financeiros

Varição Acumulada e Volume Negociado



Fonte: Economática

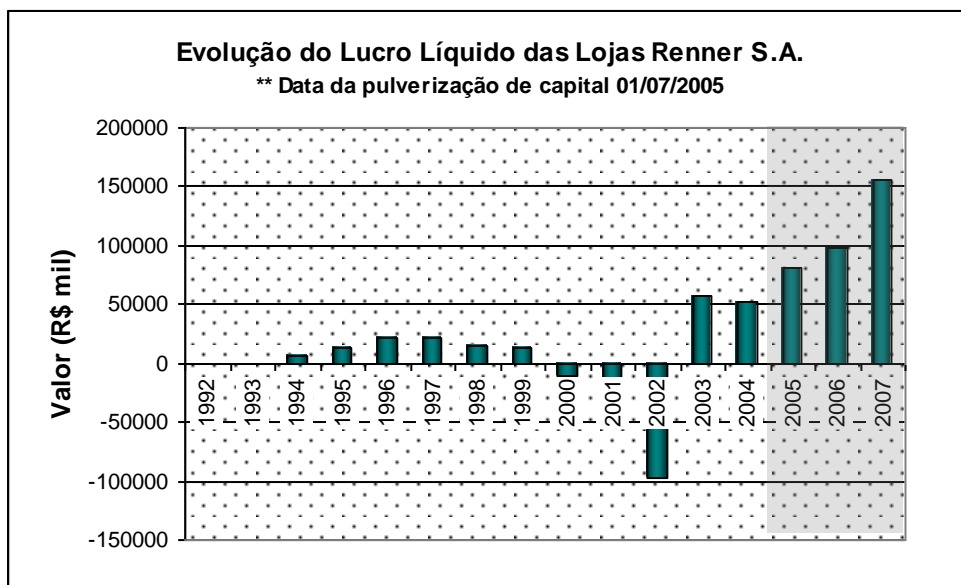
Liquidez em Bolsa das ações



Fonte: Economática

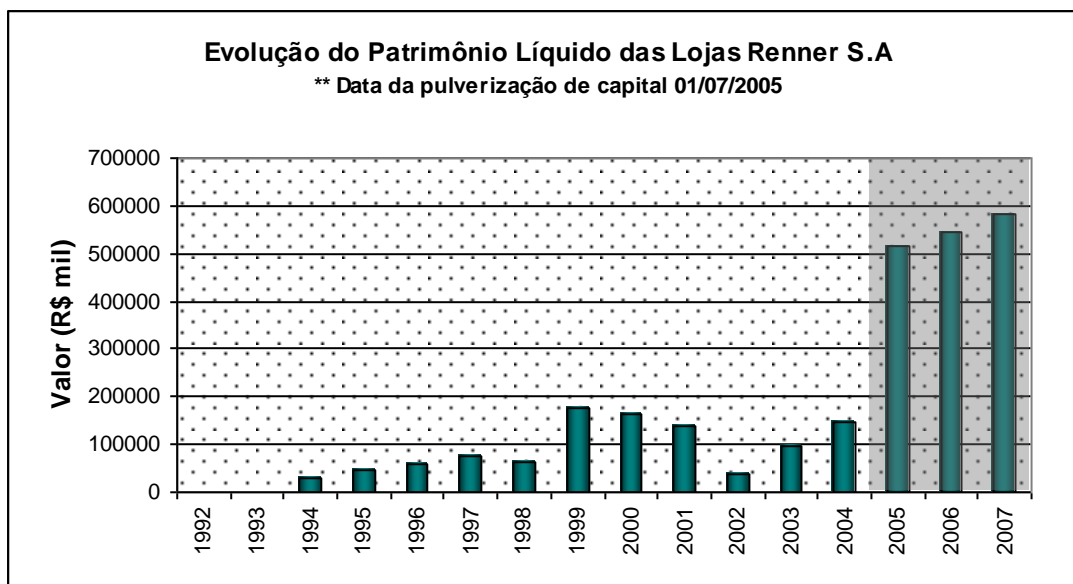
APÊNDICE H: RENNER– Indicadores econômico-financeiros

Evolução do lucro líquido



Fonte: Economática

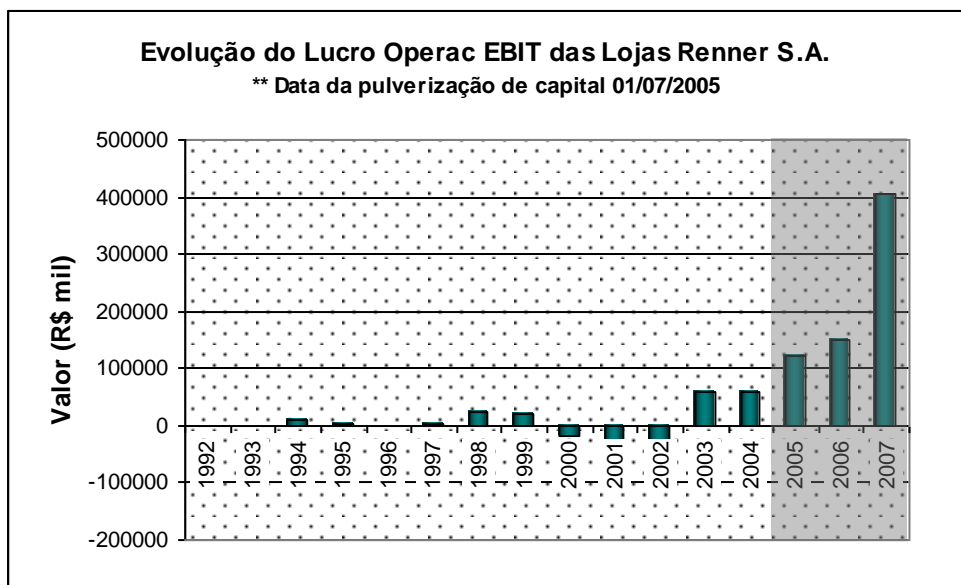
Evolução do PL



Fonte: Economática

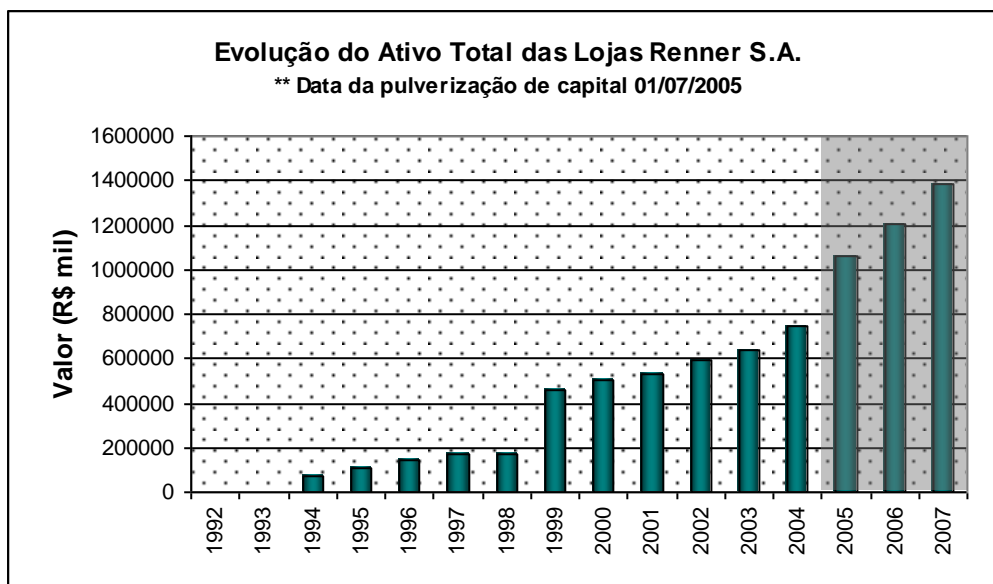
APENDICE H
RENNER – INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIRO

Evolução do lucro operacional EBIT



Fonte: Economática

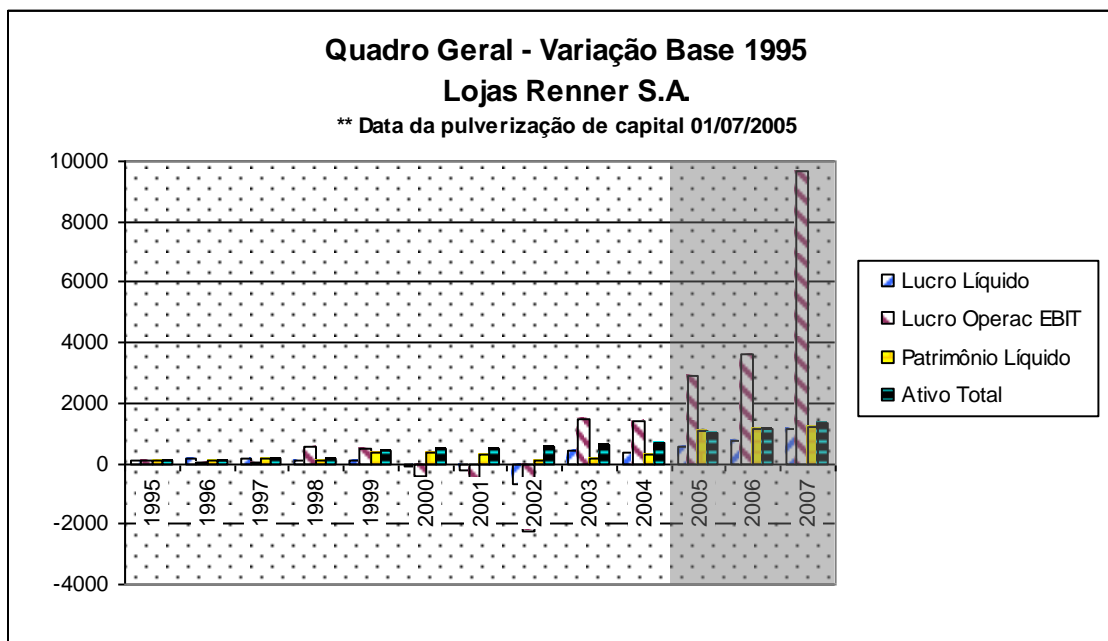
Evolução do ativo total



Fonte: Economática

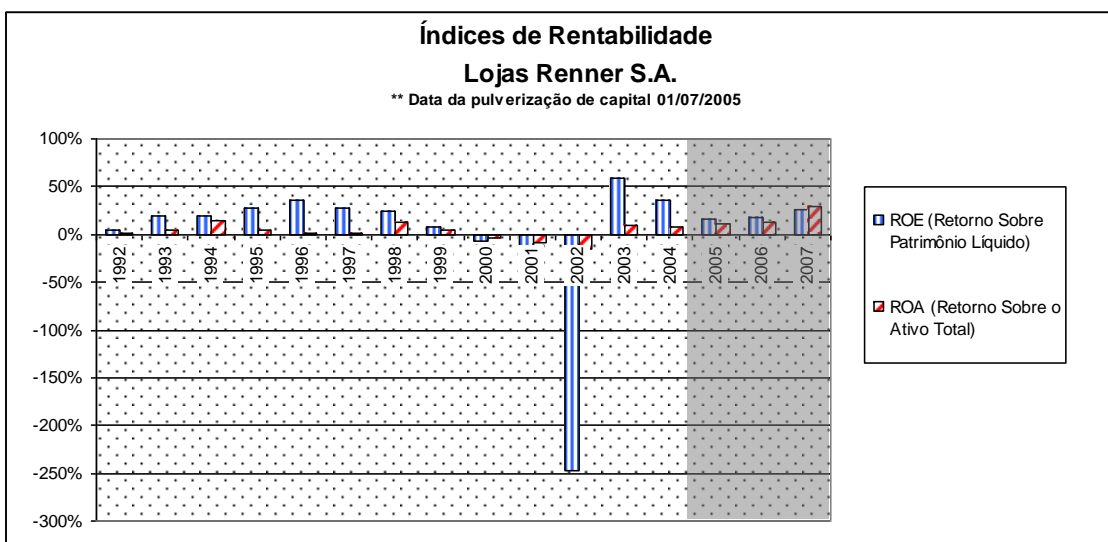
APENDICE H
 RENNER– INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIRO

Quadro geral – lucro líquido, lucro operacional EBIT e PL



Fonte: Economática

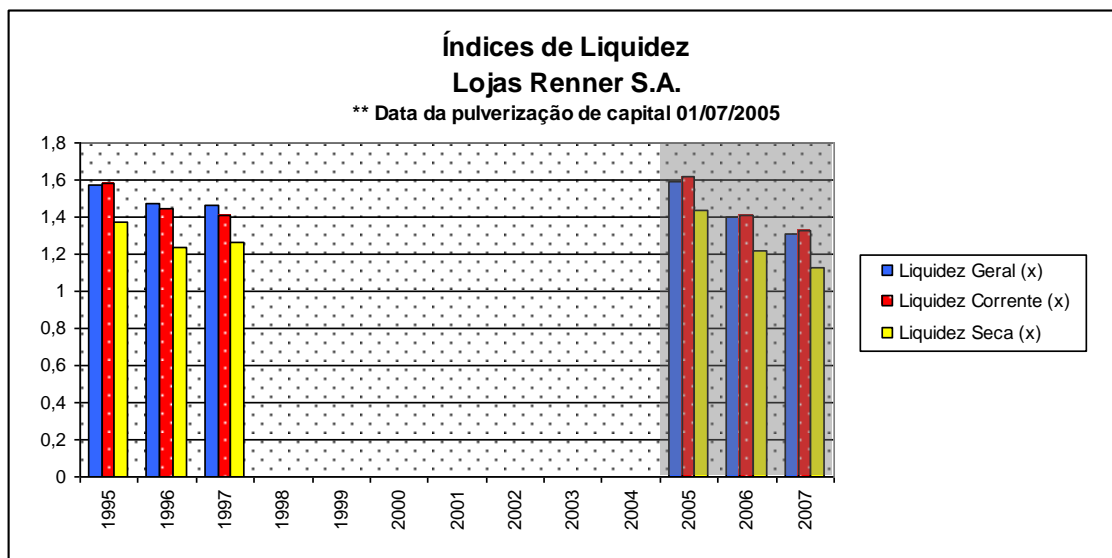
Índices de rentabilidade



Fonte: Economática

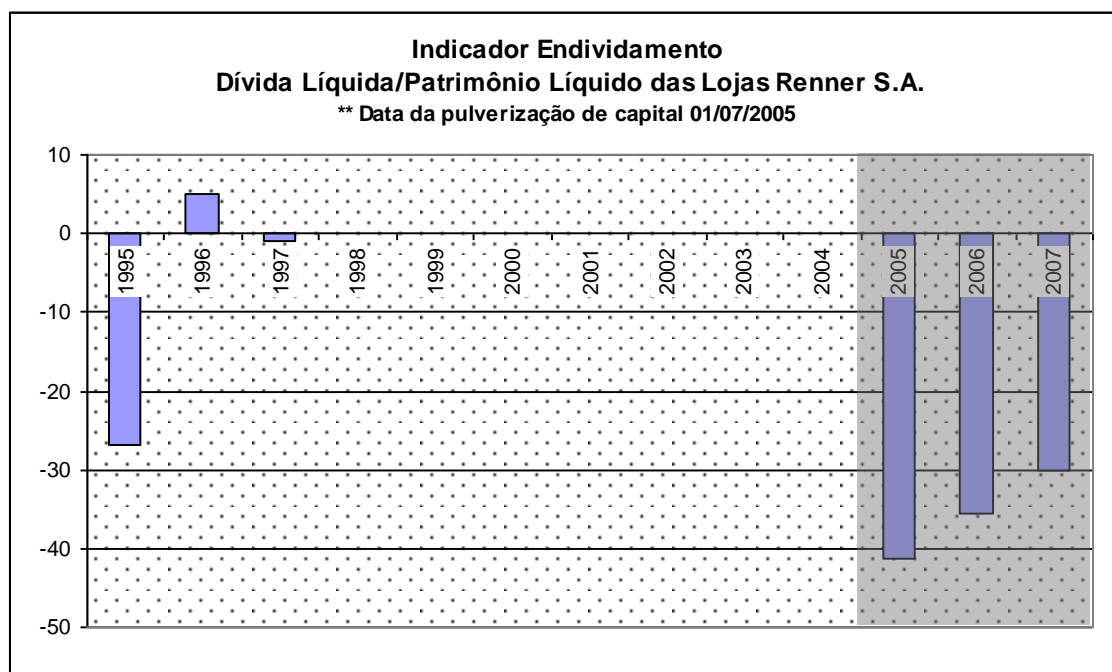
APENDICE H
 RENNER– INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIRO

Índices de liquidez



Fonte: Economática

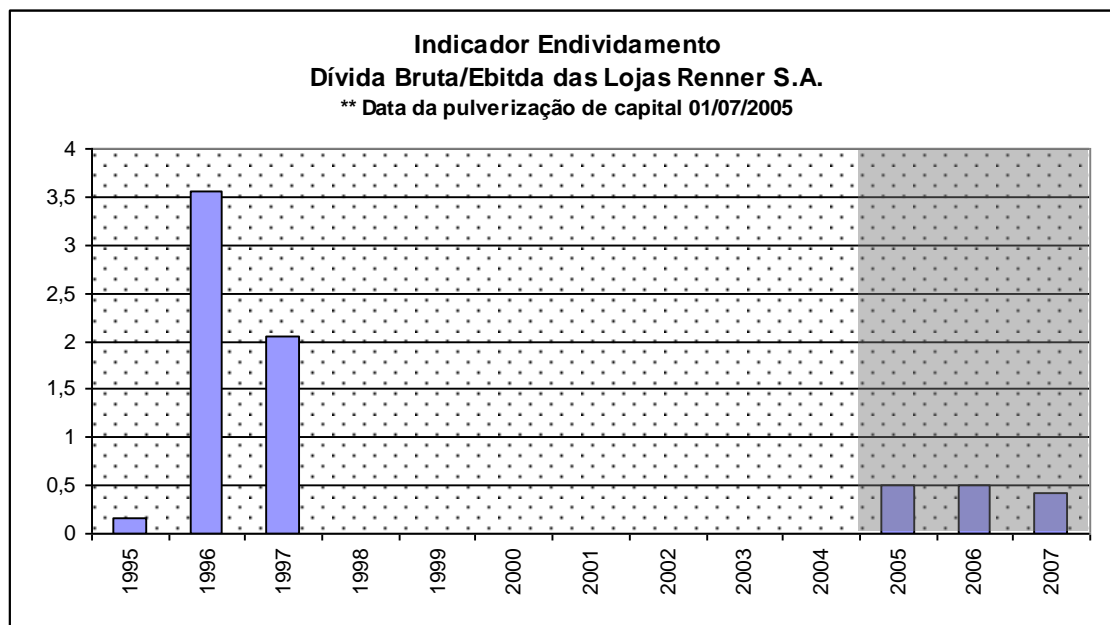
Indicador endividamento



Fonte: Economática

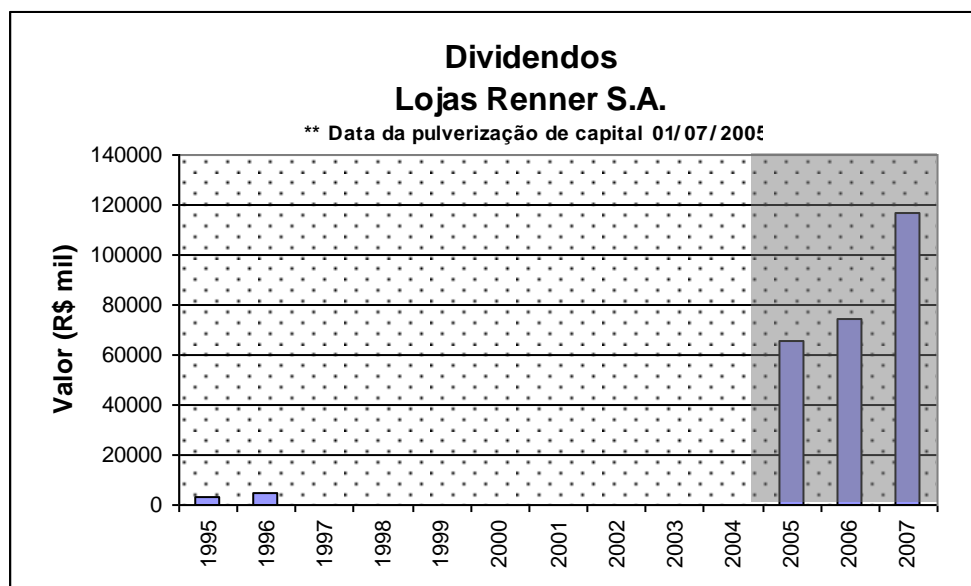
APENDICE H
 RENNER– INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIRO

Endividamento – dívida bruta/EBITDA



Fonte: Economática

Dividendos

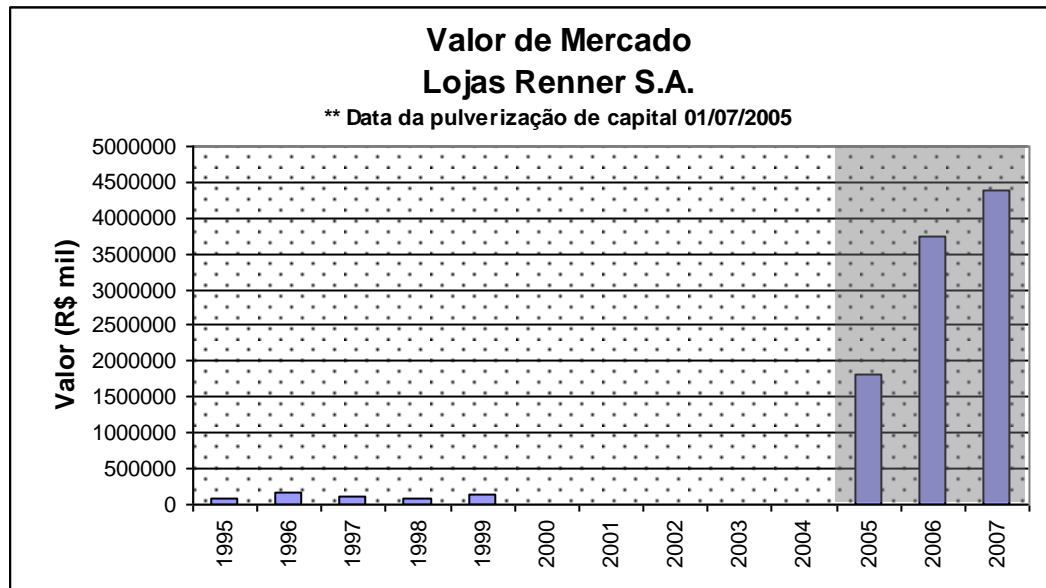


Fonte: Economática

APENDICE H

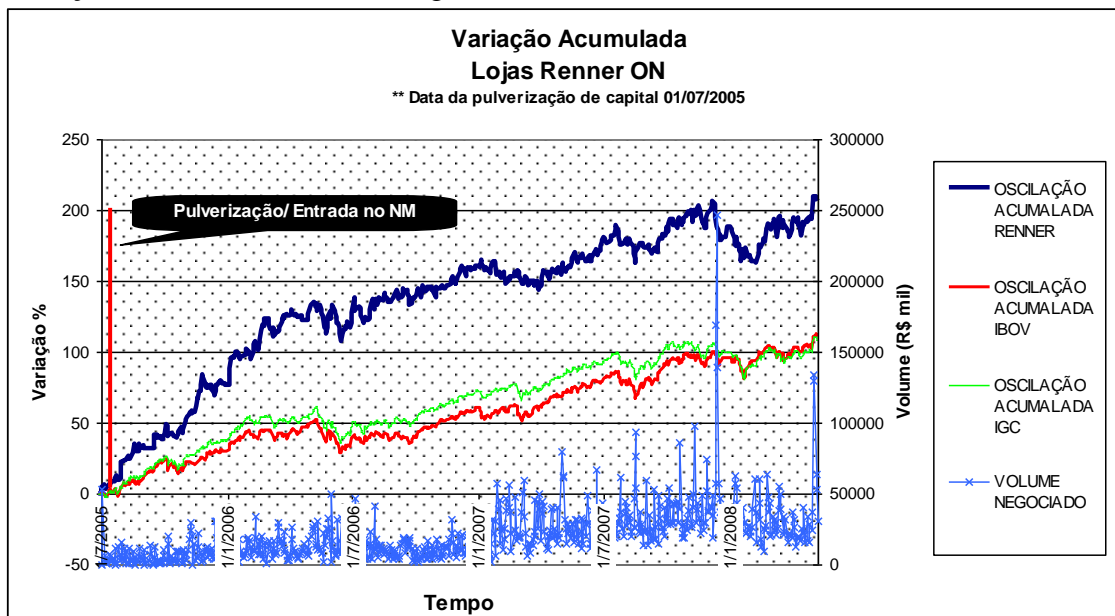
RENNER- INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIRO

Valor de mercado



Fonte: Economática

Variação acumulado – volume negociado



Fonte: Economática

ANEXO A – LISTAGENS RECENTES

Ano	Empresa	Segmento de listagem	Natureza da oferta	Volume R\$ milhões ¹	Nº de corretoras ²	Nº de investidores ³
2008	OGX PETROLEO *	Novo Mercado	Primária	5.873	55	N/D
2008	Le Lis Blanc	Novo Mercado	Primária	150	63	273
2008	Hypermarcas	Novo Mercado	Primária	612	64	13.008
2008	Nutriplant	BOVESPA Mais	Primária	21	0	2
2007	Tempo Part	Novo Mercado	Mista	420	57	3.807
2007	MPX Energia	Novo Mercado	Primária	2.035	58	164
2007	BMF	Novo Mercado	Secundária	5.984	70	255.001
2007	Panamericano	Nível 1	Primária	700	61	21.222
2007	Laep	BDR	Primária	508	52	563
2007	Helbor	Novo Mercado	Primária	252	60	723
2007	Amil	Novo Mercado	Mista	1.401	69	4.398
2007	BR Brokers	Novo Mercado	Mista	699	55	13
2007	Bovespa Hld	Novo Mercado	Secundária	6.626	69	64.775
2007	Agrenco	BDR	Primária	666	55	805
2007	Marisa	Novo Mercado	Primária	506	67	13.177
2007	SEB	Nível 2	Mista	413	61	3.709
2007	Tenda	Novo Mercado	Primária	603	60	10.172
2007	Trisul	Novo Mercado	Primária	330	62	2.444
2007	BicBanco	Nível 1	Mista	822	62	5.197
2007	Sul America	Nível 2	Primária	775	67	19.261
2007	Satipel	Novo Mercado	Mista	413	59	6.807
2007	Cosan Ltd**	BDR	Primária	275	59	1.572
2007	Estacio Part	Nível 2	Mista	447	64	10.890
2007	Generalshopp	Novo Mercado	Primária	287	59	4.999
2007	Multiplan	Nível 2	Mista	925	66	24.419
2007	Providencia	Novo Mercado	Primária	469	64	11.135
2007	Springs	Novo Mercado	Mista	656	69	7.383
2007	ABC Brasil	Nível 2	Mista	609	49	6.050
2007	Triunfo Part	Novo Mercado	Mista	513	59	7.139
2007	Guarani	Novo Mercado	Primária	666	63	12.388
2007	Kroton	Nível 2	Mista	479	60	11.297
2007	MRV	Novo Mercado	Mista	1.193	60	15.657
2007	Patagonia**	BDR	Mista	76	56	2.846
2007	Minerva	Novo Mercado	Mista	444	62	11.660
2007	Invest Tur	Novo Mercado	Primária	945	53	17
2007	Redecard	Novo Mercado	Mista	4.643	67	29.766
2007	Indusval	Nível 1	Mista	253	59	290
2007	Tegma	Novo Mercado	Mista	604	64	6.776
2007	Marfrig	Novo Mercado	Mista	1.021	62	4.933
2007	Daycoval	Nível 1	Mista	1.092	62	7.585
2007	Cruzeiro Sul	Nível 1	Mista	574	61	4.221
2007	EZTec	Novo Mercado	Primária	542	62	5.553
2007	Log-In	Novo Mercado	Mista	848	67	26.898
2007	SLC Agricola	Novo Mercado	Mista	490	64	9.750
2007	Parana	Nível 1	Primária	529	50	8.586
2007	Inpar S/A	Novo Mercado	Primária	756	60	9.614
2007	Tarpon	BDR	Primária	444	56	10.714
2007	Sofisa	Nível 1	Mista	505	61	7.269
2007	Wilson Sons	BDR	Mista	706	57	11.915
2007	Cremer	Novo Mercado	Mista	552	58	9.419
2007	Agra Incorp	Novo Mercado	Mista	786	62	5.375
2007	CR2	Novo Mercado	Primária	308	58	2.810
2007	Bematech	Novo Mercado	Mista	407	60	8.718
2007	Metalfrio	Novo Mercado	Mista	453	65	9.672
2007	JHSF Part	Novo Mercado	Primária	432	66	4.561
2007	Fer Heringer	Novo Mercado	Mista	350	64	9.275
2007	BR Malls Par	Novo Mercado	Primária	657	66	13.909
2007	Even	Novo Mercado	Primária	460	65	11.366
2007	Pine	Nível 1	Mista	517	55	20.251
2007	JBS	Novo Mercado	Mista	1.617	61	22.984
2007	Anhanguera	Nível 2	Mista	512	60	13.742
2007	GVT Holding	Novo Mercado	Primária	1.076	59	14.597
2007	Sao Martinho	Novo Mercado	Mista	424	64	24.686
2007	Iguatemi	Novo Mercado	Primária	549	64	16.889
2007	Tecnisa	Novo Mercado	Mista	791	66	17.436
2007	CC Des Imob	Novo Mercado	Mista	522	63	22.294
2007	Rodobensimob	Novo Mercado	Primária	449	62	14.181
2007	PDG Realt	Novo Mercado	Mista	648	62	12.018

Ano	Empresa	Segmento de listagem	Natureza da oferta	Volume R\$ milhões ¹	Nº de corretoras ²	Nº de investidores ³
2006	Dufrybras	BDR	Secundária	850	60	10.177
2006	Lopes Brasil	Novo Mercado	Secundária	475	59	9.930
2006	Positivo Inf	Novo Mercado	Mista	604	61	18.814
2006	Odontoprev	Novo Mercado	Mista	522	55	8.860
2006	Ecodiesel	Novo Mercado	Primária	379	58	9.446
2006	Terna Part	Nível 2	Mista	627	52	6.509
2006	Profarma	Novo Mercado	Mista	401	53	4.609
2006	Brascan Res	Novo Mercado	Mista	1.188	54	4.319
2006	M.Diasbranco	Novo Mercado	Secundária	411	56	3.460
2006	Santos Bras	Nível 2	Mista	933	54	4.209
2006	Klabinsegall	Novo Mercado	Mista	527	53	4.720
2006	Medial Saude	Novo Mercado	Mista	742	53	3.131
2006	Abyara	Novo Mercado	Primária	164	41	6
2006	MMX Miner	Novo Mercado	Primária	1.119	35	18
2006	Datasul	Novo Mercado	Mista	317	52	5.514
2006	GP Invest**	BDR	Primária	706	49	2.373
2006	Lupatech	Novo Mercado	Mista	453	55	11.453
2006	BrasilAgro	Novo Mercado	Primária	583	35	3
2006	CSU CardSyst	Novo Mercado	Mista	341	57	14.637
2006	ABnote	Novo Mercado	Secundária	480	55	15.453
2006	Equatorial	Nível 2	Mista	540	56	7.521
2006	Totvs	Novo Mercado	Mista	460	57	16.322
2006	Company	Novo Mercado	Mista	282	55	13.166
2006	Gafisa	Novo Mercado	Mista	927	57	14.028
2006	Copasa	Novo Mercado	Primária	813	60	15.802
2006	Vivax	Nível 2	Mista	529	50	7.916
2005	UOL	Nível 2	Mista	625	56	13.234
2005	Cosan	Novo Mercado	Primária	886	52	9.079
2005	Nossa Caixa	Novo Mercado	Secundária	954	54	7.666
2005	OHL Brasil	Novo Mercado	Mista	496	42	1.084
2005	Energias BR	Novo Mercado	Mista	1.185	44	468
2005	TAM S/A	Nível 2	Mista	548	48	1.212
2005	Localiza	Novo Mercado	Secundária	265	48	809
2005	Submarino	Novo Mercado	Mista	473	52	4.022
2005	Renar	Novo Mercado	Primária	16	42	1.698
2004	Porto Seguro	Novo Mercado	Mista	377	51	5.919
2004	DASA	Novo Mercado	Mista	437	44	2.892
2004	Grendene	Novo Mercado	Secundária	617	56	7.905
2004	CPFL Energia	Novo Mercado	Mista	821	47	2.750
2004	ALL Amer Lat	Nível 2	Mista	588	33	3.425
2004	Gol	Nível 2	Mista	878	40	11.397
2004	Natura	Novo Mercado	Secundária	768	32	4.445

Fonte: <http://www.bovespa.com.br/Empresas/InstInfoEmpresas/AberturaIPOsRecentes.asp?tit=5> (acesso em 16/junho/2008)

* Dados Preliminares

** Dados referentes somente à ("Oferta Brasileira").

1. Volume financeiro total da operação
2. Número de corretoras que participaram do consórcio de distribuição
3. Número de investidores participantes do varejo (pessoas físicas + clubes de investimento)

Livros Grátis

(<http://www.livrosgratis.com.br>)

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)
[Baixar livros de Matemática](#)
[Baixar livros de Medicina](#)
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)
[Baixar livros de Meteorologia](#)
[Baixar Monografias e TCC](#)
[Baixar livros Multidisciplinar](#)
[Baixar livros de Música](#)
[Baixar livros de Psicologia](#)
[Baixar livros de Química](#)
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)
[Baixar livros de Serviço Social](#)
[Baixar livros de Sociologia](#)
[Baixar livros de Teologia](#)
[Baixar livros de Trabalho](#)
[Baixar livros de Turismo](#)