## **Atualidades**

## SISTEMA DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E A CONCENTRAÇÃO DE PROPRIEDADE NAS EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO

## Juliana Girardelli Vilela

1. Introdução. 2. Governança corporativa: 2.1 Conceito - 2.2 Códigos de Melhores Práticas de Governança Corporativa. 3. Sistemas de governança corporativa no mundo: 3.1 Governança corporativa nos Estados Unidos da América: 3.1.1 Lei Sarbanes-Oxley - 3.2 Governança corporativa no Reino Unido - 3.3 Governança corporativa na Alemanha - 3.4 Governança corporativa na França - 3.5 Governança corporativa no Japão - 3.6 Comparação entre os sistemas de governança corporativa. 4. A governança corporativa no Brasil: 4.1 Instituto Brasileiro de Governança Corporativa/IBGC: 4.1.1 Propriedade - 4.1.2 Conselho de administração - 4.1.3 Gestão - 4.1.4 Auditoria independente - 4.1.5 Conselho fiscal - 4.1.6 Conduta e conflito de interesses - 4.2 Nova Lei das S/As - 4.3 Bolsa de Valores de São Paulo/BO-VESPA: 4.3.1 Nível 1 - 4.3.2 Nível 2 - 4.3.3 Novo Mercado - 4.4 Fundos de pensão - 4.5 Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social/ BNDES - 4.6 Comissão de Valores Mobiliários e a Cartilha de Governança Corporativa. 5. Aspectos legais de governança corporativa. 6. A governança corporativa como elemento para o desenvolvimento econômico sustentável: 6.1 Mecanismos de governança corporativa - 6.2 Estrutura de propriedade no valor e no desempenho corporativo: 6.2.1 Vantagens e desvantagens de acionistas controladores - 6.2.2 Controle e custos de agência - 6.2.3 Tipos de acionistas controladores e custos de agência - 6.2.4 Estrutura de propriedade como variável endógena - 6.2.5 Estudos empíricos sobre a estrutura da propriedade. 7. Estrutura de propriedade e governança corporativa no Brasil: 7.1 Aspectos legais da estrutura de propriedade das empresas abertas no Brasil. 8. Conclusão.

### 1. Introdução

"Não é o mais forte da espécie que sobrevive, nem o mais inteligente; é o que melhor se adapta à mudança." (Charles Darwin, Teoria da Evolução das Espécies)

As empresas que se utilizam do mercado de capitais nas economias capitalistas têm um papel primordial na criação de tecnologia, no aumento da produtividade e na geração de riquezas. O desenvolvimento desse mercado, principalmente a partir do século XX, forneceu parte significativa do financiamento necessário para o crescimento das empresas privadas, propiciando o ambiente para o surgimento da chamada "grande corporação moderna", na qual o papel de gestor da empresa passou a ser exercido não necessariamente por seu proprietário, em decorrência da pulverização do controle acionário.

Ressalte-se, ainda, que o processo de desenvolvimento dos mercados de capitais e a conseqüente diluição do controle das empresas foram mais rápidos e acentuados

nos países em que, entre outros fatores, se contava com maior proteção legal aos investidores por meio da existência e da garantia de aplicação de um conjunto de leis e regras claras de mercado.

Nesse sentido, a separação da propriedade e de seu controle entre acionistas e gestores por meio da oferta pública de ações fez surgir a necessidade da criação de mecanismos aptos a alinhar os interesses dos gestores aos dos acionistas, a fim de fazer com que os primeiros procurassem sempre agir no melhor interesse dos acionistas, isto é, maximizando sua riqueza a partir do que foi investido.

É nesse contexto que se insere a governança corporativa, com seus diversos instrumentos, como a atuação do conselho de administração, a remuneração dos gestores, a posse de ações por parte dos executivos e a obrigatoriedade da divulgação de informações periódicas sobre a companhia, dentre outros.

Assim, esse tema ganhou relevância sobretudo a partir do final dos anos 80 do século passado, com o aumento da participação ativa dos investidores institucionais e dos pequenos investidores individuais nos mercados bursáteis e com a exigência crescente da garantia de que os gestores da empresa agirão sempre de acordo com o interesse do acionista.

O assunto é também importante na medida em que é possível constatar que as empresas com uma boa estrutura de governança corporativa obtêm melhores resultados e são mais bem avaliadas pelo mercado no que se refere ao preço de suas ações, em detrimento daquelas que apresentam uma estrutura de governança não tão adequada.

Portanto, fica evidente que a hipótese de estrutura de governança corporativa da empresa afeta seu desempenho e seu valor de mercado. Nesse contexto, o objetivo do presente estudo é contribuir para essa discussão, sob o enfoque da estrutura concentrada de propriedade nas empresas de capital aberto, que afeta vários países, dentre eles o Brasil, além de considerar questões importantes como variáveis de governança corporativa, desempenho e valor da empresa, aspecto jurídico e práticas de governança estabelecidas em diversos Estados.

No que concerne à área de estudos, a governança corporativa inclui conhecimentos de Finanças, Economia e Direito, e sua análise não deve ficar restrita a aspectos meramente teóricos e abstratos, mas, ao contrário, deve considerar que a introdução de suas regras corporativas e procedimentos gerenciais é importante para a valorização da companhia no mercado e para a criação de valor aos acionistas.

#### 2. Governança corporativa

## 2.1 Conceito

A expressão "governança corporativa" foi criada no início da década de 90

1. Arnoldo Wald ("O governo das empresas", Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem 15/53-78) explica que a governança corporativa pode ser entendida como o estabelecimento do Estado de Direito na sociedade anônima, pois assegura a prevalência do interesse social sobre os eventuais interesses particulares dos acionistas, sejam eles controladores, sejam representantes da maioria ou da minoria. Por meio da governança corporativa cria-se a "democracia societária", sistema de equilíbrio e separação de poderes, em oposição ao regime anterior, de onipotência e poder absoluto e discricionário do controlador ou do grupo de controle. O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa/IBGC apresenta a seguinte definição para o tema: "Governança corporativa é o sistema que assegura aos sócios-proprietários o governo estratégico da empresa e a efetiva monitoração da diretoria executiva. A relação entre propriedade e gestão se dá através do conselho de administração, a auditoria independente e o conselho fiscal, instrumentos fundamentais para o exercício do controle. A boa governança assegura aos sócios equidade, transparência, responsabilidade pelos resultados (accountability) e obediência às leis do país (compliance). No passado recente, nas empresas privadas e familiares, os acionistas eram gestores, confundindo em sua pessoa propriedade e gestão. Com a profissionalização, a do século passado, mais especificamente nos Estados Unidos da América e no Reino Unido,<sup>2</sup> para definir as regras que regem o relacionamento dentro de uma companhia acerca dos interesses de acionistas controladores, acionistas minoritários e administradores.

E é importante ressaltar que as definições de governança corporativa<sup>3</sup> em sua maior parte enfatizam uma visão contratualista das companhias, que leva em conta apenas os interesses do grupo de sócios das empresas, o modelo shareholder,<sup>4</sup> que vigora principalmente nos Estados Unidos da América e no Reino Unido.<sup>5</sup>

privatização, a globalização e o afastamento das famílias, a governança corporativa colocou o conselho

entre a propriedade e a gestão".

2. Marco Pagano, Fábio Panetta e Luigi Zingales ("Why do companies go public? An empirical investigation", Jounal of Finance 53) chamam a atenção para o fato de que a expressão "governança corporativa" sequer existia na literatura de administração de empresas no início dos anos 80 do século passado.

- 3. Arnoldo Wald ("O governo das empresas". Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem 15/53-78) explica que a terminologia correta para o tema da governança é "governo das empresas", pois descabe caracterizar a sociedade anônima como corporação, tratando-se de anglicanismo condenável, não só por respeito à língua nacional como, também, pela associação de idéias que pode acarretar. Na língua portuguesa "corporação" tem sentido de "associação profissional", como uma reminiscência medieval. Acresce que os adjetivos "corporativo" e "corporativista" têm sentido pejorativo, enfocando a prevalência de interesses de um grupo ou de uma classe. Ao contrário desta noção, a expressão "governança das empresas" pretende denominar a renovação da entidade, atendendo aos interesses de todos aqueles que a integram ou que com ela colaboram.
- 4. Black's Law Dictionary, 8<sup>a</sup> ed., 2004. Shareholder é aquele que tem ações em uma determinada companhia.
- 5. Vários autores já conceituaram a expressão "governança corporativa", dentre os quais podemos citar: (i) Andrei Shleifer e Robert Vishny, "A survey of corporate governance", Journal of Finance 52-2/737-783: "Governança corporativa pode ser lida como as maneiras pelas quais os fornecedores de recursos garantem que obterão para si o retorno sobre seu investimento"; (ii) Rafael La Porta e ou-

Uma visão mais abrangente, dentro da linha institucionalista, inclui outros grupos sociais que também têm interesse na preservação da companhia e que são igualmente afetados pelas decisões tomadas por seus administradores, como: credores, fornecedores, trabalhadores, consumidores e a comunidade em geral, dando origem ao modelo *stakeholders*, <sup>6</sup> preponderante em países da Europa Ocidental.

Essa perspectiva é importante, porque não se pode negar que o conceito de "governança corporativa" pela ótica dos stakeholders tem maior abrangência, quando identifica não apenas o acionista minoritário, mas também outros grupos que podem ser afetados pela atuação da companhia. Inclusive, a legislação socie-

tros, "Investor Protection and Corporate Governance", Journal of Financial Economics 58/3-27: "Governança corporativa é o conjunto de mecanismos que protegem os investidores externos da expropriação pelos internos (gestores e acionistas controladores)"; (iii) Michael Jensen, A Theory of the Firm: Governance, Residual Claims, and Organizational Forms, 1ª ed., 320 pp.: "Governança é a estrutura de controle de alto nível, consistindo dos direitos de decisão do conselho de administração e do diretor executivo, dos procedimentos para alterá-los, do tamanho e composição do conselho de administração e da compensação e posse de ações dos gestores e conselheiros"; (iv) José Alexandre Scheinkman, O Desenvolvimento do Mercado de Capitais no Brasil, disponível em http://www.princeton.edu.

6. Black's Law Dictionary, 8ª ed., 2004. Stakeholders são as demais partes interessadas nos negócios da empresa, mas que não necessariamente são seus proprietários, como: administradores, clientes, fornecedores, funcionários, governo, jornalistas e a comunidade.

7. Nesse sentido, é importante considerar o seguinte exemplo: o caso dos credores da empresa que, pela sua condição, também desenvolvem com os administradores uma espécie de relação "agente-principal" muito próxima da que existe entre esses últimos e os acionistas. Isso acontece porque, mesmo que os credores tenham direito ao adimplemento de uma renda fixa sobre o capital emprestado, eles estão sujeitos ao risco de crédito decorrente da possibilidade de o devedor descumprir com sua obrigação, por incapacidade de fazê-lo. Nesse sentido, o credor, que também é um investidor, por abrir mão de recursos, ainda que temporariamente, em troca

tária brasileira reconhece a importância do atendimento aos interesses dos *stakeholders* em diversos artigos da Lei 6.404, de 15.12.1976.8

Vale ressaltar, ainda, que a idéia de governança corporativa é antiga, ainda que se tenha desenvolvido de maneira mais visível a partir da década de 80 do século passado, e tem sua origem nos chamados "problemas de agência", que nascem com

de um ativo emitido por uma firma, também é afetado pela política de governança corporativa dessa empresa, visto que é por meio dela que ele pode monitorar a atuação dos gestores da companhia, a fim de viabilizar o futuro pagamento de seus empréstimos.

8. "Art. 116. (...).

"Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.

"Art. 117. O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder.

"§ 1º. São modalidades de exercício abusivo de poder: a) orientar a companhia para fim estranho ao objeto social ou lesivo ao interesse nacional, ou levá-la a favorecer outra sociedade, brasileira ou estrangeira, em prejuízo da participação dos acionistas minoritários nos lucros ou no acervo da companhia, ou da economia nacional; (...).

"§ 4º. O conselho de administração ou a diretoria podem autorizar a prática de atos gratuitos razoáveis em benefício dos empregados ou da comunidade de que participe a empresa, tendo em vista suas responsabilidades sociais."

9. Michael Jensen e William Meckling ("Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", Journal of Financial Economics, 1976), pioneiros na pesquisa sobre o problema de agência, analisam a chamada "relação de agência" que surge quando um ou mais indivíduos, denominados "principais", contratam outros indivíduos ou grupo de indivíduos, denominados "agentes", para a realização de um serviço que prescinda da outorga de autoridade para tomada de decisão aos "agentes" pelos "principais" em seu nome e interesse. O problema de agência passa a existir no momen-

a diluição do domínio das corporações. A separação entre propriedade e controle entre acionistas e gestores, por sua vez, demandou também novos mecanismos de monitoramento e de controle.

Importante notar, ainda, que nos mercados com estrutura de propriedade concentrada, como é o caso do brasileiro, o problema de agência passa a ter como protagonistas o acionista controlador<sup>10</sup> e os acionistas minoritários.

to em que o agente, que deve sempre atuar no melhor interesse do principal, passa a atuar, ao contrário, em seu próprio interesse pessoal. Os "conflitos de agência" nas empresas estabelecem-se a partir da delegação das competências para tomadas de decisão aos "agentes", quando os administradores, por terem objetivos pessoais divergentes da maximização da riqueza do "principal", o acionista, passam a decidir em prol de seus interesses particulares, em detrimento do melhor beneficio daqueles. Assim, a necessidade de melhores práticas de governança corporativa nasceu como uma forma de resposta a esse conflito, buscando evitar a expropriação da riqueza do acionista pelos gestores. Os autores, então, conceituam um "relacionamento de agência" como um contrato onde 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. De acordo com eles, se ambas as partes agem tendo em vista a maximização das suas utilidades pessoais, há uma boa razão para acreditar que o agente não agirá sempre no melhor interesse do principal. No caso da relação entre acionistas e gestores, os acionistas podem limitar as divergências monitorando as atividades dos executivos e estabelecendo incentivos contratuais apropriados a eles. A tarefa de alinhar seus interesses aos interesses dos gestores implica custos para os acionistas, que são chamados "custos de agência", dados pelas seguintes somas: (i) custos de criação e estruturação de contratos entre o principal e o agente; (ii) gastos de monitoramento das atividades dos gestores pelo principal; (iii) gastos promovidos pelo próprio agente para mostrar ao principal que seus atos não serão prejudiciais a ele; (iv) perdas residuais, decorrentes da diminuição da riqueza do principal por eventuais divergências entre as decisões do agente e as decisões que maximizariam a riqueza do principal.

10. Nas empresas brasileiras, em sua grande maioria, a figura do acionista controlador tem especial importância, já que é ele que elege grande parte dos administradores e é quem realmente tem o poder de mando na companhia.

## 2.2 Códigos de Melhores Práticas de Governança Corporativa

Os chamados "Códigos de Melhores Práticas de Governança Corporativa" surgiram em decorrência da evolução do estudo desse tema, em princípio nos países com mercados de capitais mais desenvolvidos. 12

A partir de então, diversos órgãos governamentais e investidores institucionais estrangeiros também criaram seus próprios Códigos, com as regras de governança corporativa a serem adotadas pelas empresas nas quais são investidores.

De um modo geral, esses Códigos estabelecem princípios básicos e regras de governança, como: independência; funcionamento e avaliação do conselho de administração; remuneração de executivos; características dos diretores individuais; direitos dos acionistas; papel de conselheiros independentes; questões relacionadas à responsabilidade social das companhias — dentre outros.<sup>13</sup>

11. São documentos criados por agentes de mercado (investidores institucionais, organismos internacionais, bolsas de valores e associações) que estabelecem regras ou diretrizes de forma a aprimo-

rar sua governança corporativa.

12. O primeiro desses Códigos surgiu no Reino Unido em 1992, como resultado da iniciativa da Bolsa de Valores de Londres (London Stock Exchange), que criou o chamado "Comitê Cadbury" com o objetivo de revisar certas práticas de governança corporativa relacionadas a aspectos contábeis, o que originou The Cadbury Report, publicado em 1.12.1992. Devido à limitação dos temas tratados no relatório preparado pelo Comitê Cadbury, foram posteriormente instalados dois novos Comitês, a saber: Comitê Greenbury e Comitê Hempel, abordando temas como a remuneração de executivos e conselheiros e as atribuições e responsabilidades do conselho de administração.

13. No Brasil os principais investidores institucionais também têm adotado esses Códigos. A Previ – Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil, maior fundo de pensão do país, elaborou seu próprio Código e instituiu políticas de orientação para seus 421 representantes nos conselhos de administração e fiscal das empresas em que

participa.

## 3. Sistemas de governança corporativa no mundo

O sistema de governança corporativa adotado pelas empresas depende do ambiente institucional no qual está inserido. O Estado, por meio da definição dos sistemas financeiro e legal, modela a formação do mercado de capitais local e o grau de proteção aos investidores, influenciando o modelo de governança das empresas.<sup>14</sup>

Contudo, há diferenças acentuadas entre os melhores sistemas de governança corporativa no mundo, como o anglo-sa-xão, o alemão e o japonês. Mas as diferenças entre eles, provavelmente, são menores que as diferenças existentes entre os países menos desenvolvidos.

#### 3.1 Governança corporativa nos Estados Unidos da América

As grandes empresas norte-americanas são caracterizadas pela pulverização do controle acionário. <sup>15</sup> Assim, o movimento em torno da governança corporativa surgiu nos Estados Unidos da América em meados da década de 80 do século passado em resposta a diversos casos de abuso

14. Andrei Shleifer e Robert Vishny ("A survey of corporate governance", Journal of Finance 52-2/737-783) observam que a maior parte das economias de mercado desenvolvidas tem conseguido resolver seus problemas de governança corporativa de uma forma razoável, garantindo enormes fluxos de recursos para suas empresas, bem como o retorno dos lucros aos fornecedores de recursos. Entretanto, conforme evidências dos problemas de governança no mercado norte-americano em 2002, isso não significa que as economias desenvolvidas resolveram o problema da governança de forma ótima.

15. Mark Roe (Strong Managers Weak Owners: the Political Roots of American Corporate Finance, 2<sup>a</sup> ed., 324 pp.) afirma que é difícil encontrar um acionista com mais de 10% das ações de uma empresa listada entre as 500 maiores do país. E o resultado disso é que os acionistas têm pouco incentivo ou capacidade para afetar as políticas corporativas definidas pelos gestores, resultando em uma situação na qual os executivos são fortes e os pro-

prietários são fracos.

de poder e de expropriação da riqueza dos acionistas por parte dos executivos que, àquela época, dominavam os conselhos de administração. Essa resposta adveio, principalmente, pela atuação dos investidores institucionais, sobretudo dos fundos de pensão, cujo ativismo tornou-se sinônimo de governança corporativa no país. <sup>16</sup>

16. Rolf Carlsson (Ownership and Value Creation: Strategic Corporate Governance in the New Economy, 1ª ed., 307 pp.) ressalta o papel pioneiro dos fundos de pensão dos funcionários públicos da Califórnia - California Public Employees Retirement System (CALPERS) - como o grande propulsor do movimento da governança corporativa no país. Esse fundo de pensão é um dos maiores do mundo e gerenciou cerca de 166 bilhões de Dólares em 2000, dos quais 115 bilhões foram investidos em ações de mais de 1.500 empresas. De acordo com o autor, o estopim para o movimento foi a recusa de uma oferta de compra da Texaco, em 1984, pelos seus executivos, prejudicando os acionistas em um caso típico de defesa dos empregos por parte dos gestores. Após esse caso, o CALPERS adotou uma resolução afirmando que, como investidores de longo prazo, não iriam mais aceitar comportamento similar por parte de outras empresas. O fundo, então, elaborou uma lista de problemas a serem enfrentados, como a dependência do conselho em relação aos gestores, o aumento excessivo dos salários dos executivos e os diversos arranjos para evitar ofertas de compras hostis, denominadas poison pills. Uma das medidas iniciais adotadas foi a de atuar na criação, em 1985, do Conselho dos Investidores Institucionais (Council of Institutional Investors - CII), uma associação com o objetivo de cuidar dos interesses desses investidores e que atuou como importante organismo de lobby para alterar a legislação norte-americana. de forma a melhor resguardar os interesses dos acionistas. Em conjunto com outros investidores institucionais, o CALPERS passou também a monitorar as práticas de governança corporativa das empresas, expondo na mídia aquelas que apresentavam deficiências, como conselhos passivos ou pagamento de salários excessivos aos executivos. Além disso, os investidores passaram a concentrar seus votos nas assembléias-gerais dos acionistas, elegendo maior número de conselheiros independentes. O programa de governança corporativa do CALPERS teve três etapas que são importantes para entender o tema nos Estados Unidos da América, a saber: (i) 1984/1990 abuso de poder dos gestores; conselhos dominados por executivos, poison pills, compensação excessiva dos executivos; (ii) 1990/1997 - direitos gerais dos acionistas; independência dos conselhos, voto secreto; (iii) 1997 em diante - criação de valor e o papel do Conselho; competência e performance do Nesse sentido, o ativismo de diversos investidores institucionais resultou em mudanças nas práticas de governança corporativa de grande parte das empresas norte-americanas na década de 90 do século passado, ocasionando, por exemplo, o aumento da proporção de membros independentes nos conselhos e o aumento dos casos de demissão de diretores executivos devido ao mau desempenho profissional.<sup>17</sup>

Devido a essa evolução, as próprias empresas norte-americanas começaram a elaborar suas diretrizes de governança corporativa.<sup>18</sup>

## 3.1.1 Lei Sarbanes-Oxley

A Lei Sarbanes-Oxley<sup>19</sup> foi criada em resposta à desconfiança dos investidores após os escândalos financeiros e os abusos

Conselho, revisão do desempenho na criação de valor, análise de desempenho das práticas de governança corporativa.

17. Sanjai Bhagat e Bernard Black ("The uncertain relationship between board composition and firm performance", Business Lawyer 54/921-963) evidenciam que quase todas as empresas norteamericanas têm maioria de membros externos no conselho (não-executivos) e a maior parte conta, inclusive, com maioria de membros independentes (conselheiros profissionais) nos conselhos.

18. Além do CALPERS, outras organizações - como o Council of Institutional Investors (CII), o Institutional Shareholder Services (ISS) e o Teachers' Insurance and Annuity Association - College Retirement Equities Fund (TIAA-CREF), maior fundo de pensão do mundo, com 260 bilhões de Dólares sob gestão - também desempenharam importante papel para modificar o panorama da governanca corporativa nos Estados Unidos da América. Isso porque essas instituições elaboraram códigos de governança corporativa a serem seguidos pelas empresas, condicionando a compra de ações ao cumprimento das diretrizes constantes desses códigos. Inclusive, uma pesquisa realizada pelo CALPERS em 1994 com as 300 maiores companhias dos Estados Unidos demonstrou que mais da metade estava desenvolvendo ou já havia desenvolvido diretrizes de governança corporativa.

19. Essa lei foi criada em julho/2002 e é a lei de maior impacto no mercado de capitais dos Estados Unidos da América, desde a legislação dos anos 30, que criou a Securities and Exchange Comission/SEC, órgão regulador do mercado de capitais norte-

contábeis descobertos nos últimos anos.<sup>20</sup> A abrangência da Sarbanes-Oxley é extraordinária: vai de questões sobre governança corporativa e responsabilidade dos administradores até regras para a negociação de títulos e *disclosure*.<sup>21</sup>

Assim, ela foi promulgada com o objetivo de conceder maior publicidade às informações e de propiciar fiscalizações preventivas pela SEC. Seu principal intuito é o de coibir a conduta antiética de administradores e auditores, visando a restaurar a confiabilidade nas demonstrações contábeis e financeiras e, com isso, incentivar o investimento nas bolsas de valores.

Além disso, apresenta uma série de implicações para as empresas, mas são as novas regras de *disclosure*, previstas nessa legislação, que têm maior impacto na rotina dos executivos.<sup>22</sup>

As empresas passaram a ter, entre outras exigências, prazos mais curtos para a entrega de documentos à SEC, necessidade de divulgar "fatos relevantes" em tempo real e obrigatoriamente apresentar os resultados de *releases* de acordo com os princípios aceitos pelo US GAAP<sup>23</sup> ou

americano. Inclusive, a SEC foi a entidade responsável pela regulamentação dessa lei.

 Exemplos notórios desses escândalos foram os casos da Enron e da Worldcom.

21. "Transparência".

22. Como efeito prático, a lei pode ter contribuído para o fim de uma fraude contábil na Health-South, a maior operadora de clínicas de reabilitação dos Estados Unidos da América, fundada por Richard Scrushy. Ex-executivos que testemunharam no julgamento contra a empresa afirmaram que a leitura da Sarbanes-Oxley levou-os a se afastarem da fraude de 2,7 bilhões de Dólares — o que mostra que a lei teve impacto direto sobre os executivos da empresa.

23. United States Generally Accepted Accounting Principles, que estabelece as convenções, as regras e os procedimentos das práticas de contabilidade nos Estados Unidos. Esses princípios são emitidos pelo Financial Accounting Standards Board e devem ser utilizados nas indicações financeiras. Os princípios incluem não somente regras gerais de aplicação contábil, mas também suas práticas e seus procedimentos detalhados (Black's Law Dictionary, 8ª ed., 2004).

com conciliação para informações não-US GAAP.

Acrescente-se que, por determinação legal, as companhias estão obrigadas a divulgar informações materiais com maior freqüência, em uma tentativa da SEC de impedir que escondam fatos que possam ter impacto na decisão dos investidores.

Com a nova legislação foi criado o Conselho Superior de Contabilidade para Companhias Abertas.<sup>24</sup> Com isso, houve questionamento por parte da União Européia e de órgãos reguladores de países estrangeiros, cujas companhias mantêm títulos listados nas bolsas norte-americanas e, portanto, também estão submetidas à Lei Sarbanes-Oxley.

A argumentação é a de que as novas normas criam conflitos com os sistemas de governança adotados nesses países, aumentando possivelmente os custos para as empresas. Tendo em vista a pressão exercida, a SEC abrandou algumas das regras sobre disclosure e práticas de governança corporativa para companhias abertas estrangeiras.<sup>25</sup>

Quanto à responsabilidade dos administradores, para as companhias abertas norte-americanas as normas são bastante rigorosas com relação à transparência e à responsabilidade administrativa e devem servir de referência para os outros países.<sup>26</sup>

- 24. Public Company Accounting Oversight Board, que é o órgão responsável pela supervisão das auditorias de companhias abertas e pelo estabelecimento de padrões relacionados à preparação de relatórios de auditoria, em uma tentativa de pôr fim às práticas questionáveis de contabilidade descobertas entre 2001 e 2002.
- 25. Foram propostas algumas exceções, como liberdade para que as empresas estrangeiras tenham representantes de empregados e do governo em seus comitês de auditoria.
- 26. Conforme o art. 302 da Sarbanes-Oxley, o Chief Executive Officer/CEO, cargo mais alto da empresa, e o Chief Financial Officer/CFO, diretor financeiro, são obrigados a assinar uma declaração, que acompanha o relatório de auditoria, garantindo que as demonstrações financeiras representam fielmente as operações e a condição financeira da empresa.

As normas da SEC também exigem que a empresa divulgue se adotou algum código de ética e conduta válido para o CEO, o CFO e o *Controller*, e as empresas que não adotaram um código devem justificar essa posição. A companhia fica obrigada, ainda, a divulgar quaisquer alterações nas regras de seu código de ética e conduta.

Há também a necessidade de constituir um comitê de disclosure, responsável pela revisão dos documentos a serem entregues à SEC e dos releases, criando e aperfeiçoando a política de disclosure, estabelecendo e monitorando os controles internos para a entrega das declarações.

A SEC determinou, ainda, que em cada relatório anual e trimestral constem todas as participações societárias que não tenham sido mencionadas no balanço,<sup>27</sup> objetivando aumentar a transparência, de modo que os investidores saibam como a companhia utiliza esse tipo de estrutura.

Necessário ressaltar que, de acordo com a regulamentação da SEC, as bolsas norte-americanas estão proibidas de listar qualquer emissor que não cumpra as seguintes regras: (i) cada membro do comitê de auditoria deve ser independente; (ii) o comitê deve ser responsável pela nomeação, contratação, remuneração e supervisão do trabalho de qualquer empresa de auditoria independente que esteja preparando ou emitindo um relatório de auditoria ou, ainda, desempenhando qualquer outro serviço correlato para o emissor; (iii) o comitê de auditoria deve estabelecer procedimentos para recebimento e tratamento de reclamações com respeito a contabilidade, controles internos ou questões de auditoria. inclusive criar procedimentos específicos para o recebimento confidencial de informações de empregados preocupados com práticas contábeis questionáveis; (iv) o comitê deve ter autoridade ou competência para contratar advogados independentes e outros conselheiros; (v) o emissor deve fornecer recursos adequados para a autonomia do comitê de auditoria.

## 3.2 Governança corporativa no Reino Unido

A pulverização do controle acionário também é uma característica da maioria das companhias abertas no Reino Unido. 28 Devido a uma série de escândalos nos mercados corporativo e financeiro no final dos anos 80 do século passado, o governo do Partido Conservador, à época no poder, deixou patente que tomaria medidas legislativas caso o próprio mercado não se estruturasse com o fim de prevenir a ocorrência de novos escândalos.

Assim, a Bolsa de Valores de Londres<sup>29</sup> formou um comitê para revisar os aspectos de governança corporativa relacionados com as práticas de contabilidade e com os relatórios financeiros. Esse grupo de trabalho<sup>30</sup> publicou, em dezembro/1992, um relatório que representou o início do movimento da governança corporativa no país, intitulado *The Financial Aspects of Corporate Governance*.

Porém, houve pressão por parte dos investidores institucionais para a definição de regras de algumas questões importantes que não haviam sido contempladas no Comitê *Cadbury*, levando à formação de um novo grupo de trabalho, denominado Comitê *Greenbury*, em 1995. Esse relatório trouxe importantes avanços na determinação de práticas de governança.

Já em novembro/1995 a Bolsa de Valores de Londres, em conjunto com várias outras entidades, formou um outro grupo de trabalho, a fim de elaborar altos padrões

<sup>27.</sup> Essa exigência surgiu devido ao peso que esse tipo de participação teve no esquema de fraude da Enron.

<sup>28.</sup> O Reino Unido e os Estados Unidos da América estão inseridos no chamado *modelo anglo-saxão* de governança corporativa.

<sup>29.</sup> London Stock Exchange.

<sup>30.</sup> O grupo de trabalho em questão foi denominado Comitê Cadbury.

de governança corporativa, que foi chamado de Comitê *Hampel*.<sup>31</sup>

Esse Comitê, além dos aspectos de responsabilidade e de remuneração dos gestores e dos conselheiros, analisados nos comitês anteriores, também discutiu a principal responsabilidade do conselho de administração, definindo-o como órgão que deve promover o aumento da prosperidade das empresas no longo prazo. Portanto, a governança corporativa foi definida por uma dupla perspectiva: responsabilidade e prosperidade do negócio.<sup>32</sup>

and 20 de seculo bassado, o governo do

## 3.3 Governança corporativa na Alemanha

O sistema de governança corporativa alemão tem, principalmente, três características distintas, a saber:<sup>33</sup> (i) modelo de equilíbrio dos *stakeholders* como objetivo primordial das empresas, em detrimento da maximização da riqueza dos acionistas; (ii) o mercado de capitais apresenta papel limitado no fornecimento do capital de risco; (iii) gestão coletiva das empresas.

O primeiro ponto – isto é, a busca pelo equilíbrio dos interesses dos *stakeholders* como objetivo das empresas – decorre do modelo alemão de industrialização, bastante regulamentado e controlado pelo Estado. A lei, inclusive, exige a presença de representantes dos empregados nos conselhos das empresas alemãs, <sup>34</sup> e as companhias com mais de 2.000 empregados devem ter metade dos membros do Conselho

31. O Comitê *Hampel* tinha o objetivo de revisar o relatório do Comitê *Cadbury* e de aproveitar os principais pontos do Comitê *Greenbury*.

32. O relatório do Comitê Hampel foi publicado em janeiro/1998 e, após o recebimento de sugestões da sociedade civil, foi alterado e lançado com o título de Combined Code, em julho/1998. Esse código de governança corporativa foi incorporado como uma das exigências da Bolsa de Valores de Londres para a listagem das companhias.

33. Rolf Carlsson, Ownership and Value Creation: Strategic Corporate Governance in the New

Economy, 1ª ed., 307 pp.

34. Conselho Supervisor.

Supervisor composto por representantes dos empregados.<sup>35</sup>

Outra característica relevante do sistema de governança corporativa alemão é o pouco desenvolvimento do mercado de ações quando comparado com outras economias avançadas.<sup>36</sup> Contudo, o mercado de crédito é bastante desenvolvido, com forte participação dos bancos nas empresas.<sup>37</sup>

Uma terceira característica é a gestão coletiva das empresas, na qual o conselho de gestão, responsável pela operação da companhia, indica um presidente para representar a empresa e orientar o trabalho dos membros do conselho. Esse presidente divide as decisões com os outros membros do conselho, o que o afasta do papel de principal tomador de decisões.<sup>38</sup>

É importante destacar, ainda, que durante os anos 90 do século passado as forças de mercado oriundas da globalização forçaram as empresas alemãs a adotarem

35. Rolf Carlsson (Ownership and Value Creation: Strategic Corporate Governance in the New Economy, 1ª ed., 307 pp.) afirma que esse modelo de equilíbrio dos interesses foi reforçado pelos acontecimentos traumáticos ocorridos no século XX, como as duas guerras mundiais, a hiperinflação, as reformas monetárias e a reintegração com a Alemanha Oriental, que tornaram o consenso e a colaboração importantes valores sociais.

36. Rolf Carlsson (Ownership and Value Creation: Strategic Corporate Governance in the New Economy, 1ª ed., 307 pp.) aponta que a Bolsa de Valores alemã, a Deutsche Börse, é pequena e tem uma capitalização de mercado equivalente à metade da Bolsa de Valores de Londres. Em 1998 sua capitalização em relação ao PIB alemão era de 51% contra 67% da Bolsa de Valores de Londres em relação ao PIB inglês.

37. Esse desenvolvimento do mercado de crédito como substituto do mercado de ações data do século XIX, quando os grandes bancos passaram a fornecer, além do capital de curto e de longo prazos, o capital de risco, bem como a exercer as funções de proprietários ativos das empresas.

38. Nesse ponto, difere do diretor executivo no Brasil e do *Chief Executive Officer* norte-america-no. Mas é bom salientar que essa característica tem raízes históricas, em conseqüência dos diversos problemas que a sociedade alemã enfrentou no século XX com líderes que tinham poder excessivo.

os padrões internacionais de governança corporativa. <sup>39</sup> Nesse sentido, o fortalecimento do mercado de ações do país teve grande impulso com a criação do *Neuer Market* <sup>40</sup> da Bolsa de Valores de Frankfurt, que vem alcançando seu principal objetivo, qual seja, o de canalizar capital de risco para novas empresas. <sup>41</sup>

O Neuer Market é dirigido às pequenas e médias empresas do setor de tecnologia, mídia e telecomunicações, as quais devem ter um grau elevado de transparência. As regras de listagem e de permanência são muito rígidas, exigindo que as empresas adotem as melhores práticas de governança corporativa, como o princípio one share, one vote. Portanto, nesse mercado só são negociadas ações ordinárias, podendo ser adotado o padrão contábil norte-americano US GAAP<sup>43</sup> ou o internacional IASB. 44

### 3.4 Governança corporativa na França

A França apresenta, basicamente, dois sistemas de governança corporativa,

39. Um exemplo dessas forças de mercado pode ser o acesso das empresas alemãs às Bolsas de Valores de Nova York (New York Stock Exchange) e de Londres, que exigem a adoção de determinadas regras de transparência e de divulgação de informações.

40. O Neuer Market surgiu em 1997, como uma solução da Bolsa alemã à enorme concentração do mercado principal, já que 70% do volume negociado eram de apenas 10 ações. A falta de liquidez levava as empresas a obter o financiamento para seus empreendimentos na National Association Securities Dealers Automated Quotation/Nasdaq norte-americana, o que não fomentava o crescimento do mercado de capitais nacional.

41. Hoje, a maior parte das aberturas de capital na Alemanha acontece no *Neuer Market*, que tem regras mais rígidas de proteção e de transparência aos investidores. Essa iniciativa é importante, na medida em que faz com que as novas empresas se estruturem dentro de alguns padrões internacionais de governança corporativa.

42. "Uma ação, um voto."

beis.

43. Cf. nota de rodape 23.

44. International Acconting Standards Board,
que define padrões internacionais de regras contá-

43. Cf. nota de rodapé 23.

quais sejam:<sup>45</sup> (i) Sistema I, mais comum e caracterizado por apenas um conselho de administração e pela presença de um líder da organização, ao qual é atribuído o cargo de presidente do conselho e de diretor executivo.<sup>46</sup> Nesse sistema há uma concentração de poder, pois o papel do PDG é descrito por lei e os mencionados cargos não podem ser separados; (ii) Sistema II, que foi uma alternativa inspirada no modelo alemão e criada nos anos 60 do século XX. Esse sistema é utilizado por poucas empresas e tem dois conselhos, o de administração<sup>47</sup> e o de gestão.<sup>48</sup>

De um modo geral, como o sistema francês traz um poder centralizado na figura do PDG e uma forte presença estatal, ainda não se vislumbram na governança corporativa deste país os padrões de transparência, responsabilidade e preocupação com os acionistas, conforme ditam os principais códigos de governança.

Porém, é importante perceber que há grande tendência de as empresas francesas adotarem as práticas modernas de governança. Isso porque a França é um país com pequena presença de fundos de pensão domésticos e há baixo investimento per capita no mercado acionário, tornando seu mercado de capitais muito dependente de investidores institucionais estrangeiros, que exigem a adoção e o aprimoramento das práticas de governança corporativa.

## 3.5 Governança corporativa no Japão

O objetivo das empresas japonesas, devido à cultura coletivista da sociedade, tem sido o da busca pelo equilíbrio dos interesses dos *stakeholders* e a garantia

46. Esse líder recebe o nome de Président Di-

recteur Générale/PDG.

47. Conseil de Surveillance.

48. Le Directoire.

<sup>45.</sup> Jonathan Charkham, Keeping Good Company: a Study of Corporate Governance in Five Countries, 408 pp.

de emprego vitalício para seus funcionáe caracterizado por agenta anaconaci. Soir

Uma outra característica do sistema japonês são os chamados keiretsu, isto é, conglomerados de várias empresas e bancos unidos por redes de participações cruzadas entre eles. Assim é porque os bancos são a principal fonte de recursos para as empresas e exercem o papel de financiadores dos conglomerados. E, como as taxas de juros no Japão são muito baixas.50 o reduzido custo dos recursos acaba sendo motivo para diminuir o incentivo à lucratividade.

Quanto ao sistema de governança, as empresas iaponesas utilizam o conceito de um único conselho de administracão.51 Por isso, devido à necessidade de aprimorar os mecanismos de governança no país, a Federação Japonesa das Organizações Econômicas<sup>52</sup> publicou, em 1997, um relatório denominado Recomendações

49. Rolf Carlsson (Ownership and Value Creation: Strategic Corporate Governance in the New Economy, 1ª ed., 307 pp.) observa que uma das consequências do emprego vitalício no Japão é a priorização, por parte das empresas, de metas de crescimento absoluto e de participação no mercado, ao invés da maximização dos lucros. Mas a pressão internacional por maior competitividade vem fazendo com que muitas empresas japonesas tenham que abandonar a política do emprego vitalício.

50. Em 14.7.2006 o Banco Central do Japão elevou sua taxa de juros para 0,25% (disponível em http://www.bbc.co.uk/portuguese/economia/story/2006/

07/060714 japaojuros crg.shtml).

51. Rolf Carlsson (Ownership and Value Creation: Strategic Corporate Governance in the New Economy, 1ª ed., 307 pp.) explica que o conselho típico das grandes empresas japonesas é composto só por executivos da companhia, indicados pelos servicos prestados a elas. Assim, conselhos grandes, com cerca de 50 membros, são comuns nas empresas. Quase sempre o homem mais poderoso do conselho é o presidente da companhia, que é o responsável pela seleção dos novos conselheiros e tem mais poderes que o próprio presidente do conselho. Por isso, um conselho típico japonês, com número excessivo de membros e composição interna, tem funções apenas cerimoniais, não sendo um agente eficaz de governança corporativa.

52. Japanese Federation of Economic Organizations.

Urgentes com Relação à Governança Corporativa.53

Esse relatório é importante, na medida em que reconhece a necessidade de adaptação das empresas japonesas aos padrões internacionais de governança corporativa, visando a manter a competitividade do país no século XXI. O relatório sugere, dentre outras coisas, a adoção de diretrizes de governanca, a busca por um melhor funcionamento do conselho de administracão, a ampliação da função dos auditores e melhorias na transparência das informacões ao mercado.

Logo depois, em 1998, houve o Fórum de Governança Corporativa do Japão.54 que estabeleceu um comitê, destinado à elaboração de um novo relatório, chamado Princípios de Governança Corporativa – Uma Visão Japonesa.<sup>55</sup> Esse relatório<sup>56</sup> elaborou diretrizes mais modestas, como a necessidade de explicação formal das empresas em caso de unificação dos cargos de presidente do conselho e de presidente da companhia, bem como a recomendação para a diminuição do tamanho dos conselhos de administração.57

#### 3.6 Comparação entre os sistemas de governança corporativa

A comparação entre os sistemas de governança corporativa dos países procura diferenciá-los, considerando os modelos de instituições que atuam como os principais financiadores das empresas.58 Esse

- 53. Urgent Recommendations Concerning Corporative Governance.
- 54. Corporate Governance Forum of Japan.
- 55. Corporate Governance Principles A Japanese View.
- 56. Esse relatório teve como base o Combined Code britânico.
- 57. Algumas empresas, como a Sony, já se anteciparam e reduziram seu conselho de administração de 50 para 10 membros, tornando-se um exemplo para outras corporações japonesas.

58. Essa comparação tradicional separa os sistemas de governança corporativa entre os centrados tipo de comparação tem sido utilizado para avaliar os sistemas de governança corporativa e para formular propostas para sua melhoria.<sup>59</sup>

Porém, alguns estudiosos consideram infrutífera a comparação dos sistemas de governança entre os centrados nos bancos ou nos mercados, isto é, entre os centrados nos mercados de crédito ou de ações.

Defendem que os sistemas de governança devem ser classificados a partir dos diferentes níveis de proteção legal aos investidores. Isso porque a diferença entre os sistemas de governança dos países é melhor explicada pelas diferenças entre os direitos assegurados aos investidores, ou seja, pela eficácia da proteção legal oferecida aos fornecedores de recursos.<sup>60</sup>

Assim é porque alguns países têm tanto o mercado de crédito como o de ações fortes ou fracos; por isso, é inconsistente classificá-los como centrados em bancos ou no mercado, conforme demonstra o quadro abaixo:

Tabela I – Classificação dos Sistemas de Governança Corporativa

dos Países pelas Fontes de Recursos

País	Bancos	Mercado de Ações	Classificação
Alemanha	Fortes	Não-Desenvolvido	Centrado em bancos
EUA	Não-Fortes	Desenvolvido	Centrado no mercado
Japão sous	Fortes	Desenvolvido	Indefinida
França	Fracos	Não-Desenvolvido	Indefinida
Itália	Fracos	Não-Desenvolvido	Indefinida

Fonte: Rafael La Porta, Andrei Shleifer, Florêncio Lopez-de-Silanes e Robert Vishny, "Investor protection and corporate governance", *Journal of Financial Economics* 58/3-27.

no mercado, como é o caso dos Estados Unidos da América e do Reino Unido, e aqueles centrados nos bancos, como a Alemanha e o Japão.

59. Nos anos 80 do século XX, quando a economia japonesa apresentava excelente desempenho, considerava-se a governança corporativa centrada em bancos como superior, porque se acreditava que os bancos permitiriam às empresas que focassem em decisões de longo prazo. Além disso, os bancos também dariam recursos para as empresas com problemas de liquidez, evitando maiores problemas financeiros. Mas nos anos 90, a seguir, quando a economia japonesa começou a passar por dificuldades, passou-se a defender a governança centrada no mercado. Ocorre que os bancos, longe de serem promores de investimentos racionais, exigiam restrições orçamentárias muito baixas para as empresas, emprestando demais para as que estavam em declínio

e que deveriam passar por uma reestruturação total. Assim, os bancos japoneses, ao invés de facilitar a governança, faziam conluios com gestores para deter ameaças externas ao seu controle. Para saber mais sobre o assunto, consultar: Michael Porter, "Capital disadvantage: America's falling capital investement system", Harvard Business Review 46; Takeo Hoshi, Anil Kashyap e David Scharfstein, "Corporate structure, liquidity and investment: evidence from japanese industrial groups", Quarterly Journal of Economics 106/33-60; Jun-Koo Kang e René Stulz, "Do banking shocks afect borrowing firm performance? An analysis of the japanese experience", Journal of Business 73/1-23; Randall Morck e Masao Nakamura, "Banks and corporate control in Japan", Journal of Finance 54-1/319-340.

60. A proteção legal será abordada com maio-

res detalhes em item posterior.

Dessa forma, dados os diferentes sistemas de governança existentes no mundo, uma maneira de compará-los acerca da eficácia para atrair recursos dos investidores para as empresas seria considerar o fato de que algumas companhias conseguem captar recursos sem conceder poder aos investidores, devido à sua reputação no mercado de capitais ou ao otimismo dos investidores.

No entanto, esta situação ocorre com poucas empresas e de forma esporádica, levando-se em conta os ciclos no mercado financeiro. Na maioria das vezes as empresas precisam conceder poder aos investidores em troca de recursos, e isso é feito por meio de uma efetiva proteção legal contra a expropriação de gestores e de acionistas controladores.

Quando há ausência de proteção legal, uma alternativa seria a concentração da propriedade nas mãos de grandes investidores, que têm incentivos e direitos de controle suficientes para diminuir o problema de agência gerencial.

Portanto, a combinação entre proteção legal aos investidores e uma certa concentração da propriedade é elemento imprescindível e complementar para um bom sistema de governança corporativa e para a comparação entre os diversos sistemas.<sup>61</sup>

Os sistemas de governança mais desenvolvidos na atualidade – os dos Estados Unidos da América, do Reino Unido, da Alemanha e do Japão – têm uma combinação em diferentes proporções de proteção legal aos investidores e de concentração da propriedade. 62 Contudo, na maioria dos

61. Para mais detalhes sobre o assunto, consultar Andrei Shleifer e Robert Vishny, "A survey of corporate governance", *Journal of Finance* 52-22/737-783.

62. Rafael La Porta e outros ("Investor protection and corporate governance", Journal of Financial Economics 58/23) observam que os Estados Unidos da América e o Reino Unido têm um sistema legal que garante maior proteção relativa aos acionistas que aos credores, fomentando o mercado de

outros países a proteção legal aos investidores é menos eficaz, devido à ausência de leis apropriadas e à fragilidade do sistema judiciário em fazer cumprir a lei. Por isso, a principal conseqüência é a de que as empresas continuam controladas pelas famílias, e mesmo em países ricos, como a Itália, nota-se uma grande dificuldade para captar recursos externos.<sup>63</sup>

Assim, é possível perceber que as instituições econômicas e legais dos países afetam o sistema de governança adotado pelas empresas. Essas instituições podem ser alteradas por meio do processo político, tornando o sistema de governança mais ou menos eficiente. Por isso, o Estado deve atuar de forma decisiva para aprimorar a estrutura de governança das empresas, por meio da alteração do ambiente institucional pelo correspondente aumento da proteção legal aos investidores e pelo fomento ao desenvolvimento do mercado de capitais.

capitais. Já os grandes investidores são menos frequentes, exceto quando a propriedade é concentrada de forma temporária em processos de aquisição. Na Alemanha os credores têm mais direitos do que nos Estados Unidos, porém os direitos dos acionistas são mais fracos. A Alemanha, portanto, tem um sistema de governança caracterizado pelos grandes investidores, mas com baixa participação de pequenos acionistas no mercado. O Japão situa-se entre os Estados Unidos e a Alemanha no grau de protecão de acionistas e de credores e tem tanto grandes investidores de longo prazo quanto um mercado de pequenos investidores desenvolvidos. Enfim, o mais importante a perceber é que todos esses sistemas de governança têm combinações de proteção legal aos investidores e uma certa concentração da proprie-

63. Marco Pagano, Fábio Panetta e Luigi Zingales ("Why do companies go public? An empirical investigation", Jounal of Finance 53/28) relatam as dificuldades das empresas italianas para a captação de recursos fora da Itália e também apontam que é difícil conseguir financiamento nos bancos do país. A maioria dos sistemas de governança corporativa do mundo, incluindo o Brasil, parece ser mais parecula com a Itália que com os Estados Unidos, Reino Unido, Alemanha e Japão. Inclusive, em relação ao Brasil, a incipiente proteção legal aos investidores faz com que os financiamentos sejam, em sua maioria, internos ou provenientes de bancos estatais.

#### 4. A governança corporativa no Brasil

A principal função do mercado de capitais é a de promover o financiamento das atividades produtivas em uma economia, atuando como instrumento de captação e de transferência de recursos dos investidores para as companhias. Esse modelo de financiamento, conhecido como modelo do financiamento direto ou modelo americano, é ainda bastante incipiente no caso brasileiro.

Porém, o modelo de financiamento do setor produtivo nacional, calcado em créditos oficiais subsidiados, esgotou-se, devido ao alto endividamento do Estado, a partir de 1982. O desenvolvimento do mercado de capitais, portanto, passou a ser uma importante alternativa para esse ultrapassado modelo de crescimento. 64

Isso porque o financiamento pelo lançamento de ações força o aumento da eficiência econômica, com o fim de buscar o melhor retorno aos acionistas, fornecedores de capital. Caso contrário esse capital

64. Na realidade, já em meados da década de 60 do século passado, por intermédio da edição da Lei 4.728/1965, que normatizou o mercado de capitais nacional e foi parte de uma série de novas normas legislativas objetivando a modernização de todo o mercado financeiro, o Governo Brasileiro reconheceu a importância do mercado de capitais para a Economia e buscou incentivar seu crescimento. Com esse objetivo, várias medidas foram adotadas, como, por exemplo: a criação dos chamados Fundos 157, que permitiam ao contribuinte a utilização de parte do imposto devido na compra de ações; a isenção fiscal dos ganhos obtidos em bolsa de valores; a possibilidade de abatimento no imposto de renda de parte dos valores aplicados na subscrição pública de acões decorrentes de aumentos de capital e programas de financiamento a juros subsidiados, efetuados pelo Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social/BNDES aos subscritores de ações distribuídas publicamente. Porém, não obstante todos os incentivos governamentais, o mercado de capitais não teve o crescimento esperado, ainda que em alguns momentos tenha havido elevação na quantidade de companhias abrindo seu capital e um volume razoável de recursos captados pelas empresas por meio de ofertas públicas de ações, como ocorreu na primeira metade da década de 80. migrará para as empresas que remuneram melhor o investimento. A principal preocupação dos administradores, por isso, não pode mais ser os interesses específicos dos seus controladores, mas o resultado econômico das companhias.<sup>65</sup>

Além disso, o mercado de capitais é também um relevante instrumento para a consecução de objetivos sociais. Assim é porque, ao criar condições financeiras para a realização de investimentos, bem como para dirigir os recursos aos projetos mais produtivos, proporciona o aumento de geração de empregos.

Nesse sentido, a partir de 1990, com a abertura da economia brasileira e com um cenário econômico mais equilibrado, investidores estrangeiros começaram a participar em proporção cada vez maior do capital das empresas nacionais, inicialmente com os investimentos realizados dentro do país, e depois pela aquisição de ADRs<sup>66</sup> representativos de ações de companhias nacionais nas Bolsas norte-americanas. E, ao listar suas ações nas Bolsas norte-americanas, as companhias abertas brasileiras foram obrigadas a seguir diversas regras impostas pela SEC.<sup>67</sup>

Dessa forma, essas companhias passaram a ter contato com práticas avançadas de relação com investidores, acionistas minoritários e analistas de mercado, aplicadas no mercado norte-americano, levando as empresas nacionais a aperfeiçoarem suas políticas de divulgação de informações. 68

65. Os interesses dos acionistas controladores não são, em regra, divergentes dos objetivos das companhias. Apenas devem ser evitadas as situações de expropriação dos investidores e que afetem o valor da companhia.

66. American Depositary Receipts.

67. A SEC tem, dentre suas funções, a de estabelecer princípios que podem ser entendidos como de governança corporativa, como os relativos aos aspectos contábeis das empresas, transparência e divulgação de informações.

68. Uma dessas formas utilizadas foi o chamado non deal roadshow, que são visitas a investidores de um país ou de uma região sem vínculo a uma

oferta de títulos.

A partir de então, as empresas brasileiras começam a ter contato com acionistas mais exigentes e sofisticados, acostumados a investir em mercados com práticas de governança corporativa mais avançadas que as aplicadas no mercado local. Houve também uma maior participação de investidores institucionais brasileiros de grande porte e mais conscientes de sua atuação no mercado.

Ademais, o processo de privatização dos anos 90 do século passado resultou, em muitos casos, no surgimento de grandes empresas privatizadas cujo controle passou a ser compartilhado entre vários grupos nacionais e internacionais. Todo esse contexto foi importante para aprimorar o sistema de governança corporativa no país.

Por isso, embora as principais formas de constituição das companhias abertas no Brasil<sup>69</sup> gerem diferentes modelos de governança corporativa, uma análise das pesquisas realizadas sobre o tema permite traçar um modelo geral para as empresas listadas em bolsa, com as seguintes características:70 (i) propriedade com forte concentração das ações com direito a voto (ordinárias) e alto índice de emissão de ações sem direito a voto (preferenciais); (ii) empresas com controle familiar ou compartilhado por poucos investidores alinhados por meio de acordo de acionistas para resoluções das questões relevantes; (iii) acionistas minoritários pouco ativos; (iv) alta sobreposição entre propriedade e gestão, com os membros do conselho representando os interesses dos acionistas controladores; (v) baixa precisão na divisão dos papéis entre conselho e diretoria, sobretudo nas empresas familiares; (vi) escassez de conselheiros profissionais no conselho de administração; (vii) remuneração dos conselheiros como fator pouco relevante; (viii) estrutura informal do conselho de administração, com ausência de comitês para tratamento de questões específicas, como auditoria ou sucessão.

É válido mencionar, assim, que o modelo de governança das companhias abertas brasileiras é caracterizado pelo alto índice de emissão de ações sem direito a voto (preferenciais).<sup>71</sup>

Dessa forma, os benefícios de se ter um grande acionista controlador são reduzidos em grande parte no Brasil porque, não obstante a grande concentração das ações ordinárias, a emissão de elevado percentual de ações sem direito a voto e a utilização de esquemas piramidais<sup>72</sup> fazem com que muitos controladores sejam acionistas minoritários das empresas controladas, por não possuírem a maioria do capital social da empresa. Essa situação gera uma combinação de muito poder com baixa alocação de recursos próprios na empresa, diminuindo os benefícios de se ter um acionista controlador.

Assim, devido a essa alta concentração de poder, os membros do conselho de administração são, em sua grande maioria, indicados pelo acionista controlador. Isso reduz a possibilidade de uma postura ativa e independente dos conselhos, necessária para o cumprimento de suas atribuições

<sup>69.</sup> Empresas privadas nacionais, estatais e subsidiárias de multinacionais.

<sup>70.</sup> Pesquisas realizadas em 2001 pelo *IBGC*, pela *McKinsey & Co.* e pela *Korn/Ferry International* sobre o mercado acionário brasileiro.

<sup>71.</sup> Ricardo Leal e Sílvia Valadares ("Ownership and Control Structure of Brazilian Companies", Unpublished Working Paper, disponível em http://www.independent.org/tii/content/pubs/review/

www.independent.org/tii/content/pubs/review/
TIR12.html) também demonstram que apenas 11%
das companhias abertas não lançam mão desse artificio, que compreende em torno de 46% do capital
total das companhias abertas. Por isso, a emissão de
ações preferenciais atua como o principal mecanismo de separação entre a propriedade e o controle nas
companhias, permitindo aos acionistas majoritários
manterem o controle com uma participação menor
no capital da empresa e, em conseqüência, aumentando o incentivo para a expropriação da riqueza dos
pequenos investidores.

<sup>72.</sup> Por "esquemas piramidais" se entende a existência de *holdings*, que controlam *holdings*, que controlam empresas.

legais de fixação da orientação geral dos negócios e de fiscalização da gestão dos executivos em prol de todos os acionistas.

Nas empresas familiares, por sua vez, os conselheiros não são profissionais, e normalmente são indicados pelo controlador por laços familiares ou pessoais, o que prejudica a qualidade da análise das questões estratégicas da companhia. Já nas companhias abertas o conselho é composto, em grande parte, por executivos estrangeiros da matriz com pouca disponibilidade para tratamento das questões da subsidiária nacional.

De outro modo, nas empresas estatais geralmente o conselho é composto por ocupantes de altos cargos públicos, indicados por razões políticas, com baixa disponibilidade para o tratamento das questões corporativas.<sup>73</sup>

No entanto, o conjunto de mudanças ocorridas nos anos 90 do século passado – como o aumento da competitividade decorrente da maior estabilidade econômica, a abertura do mercado e a maior dificuldade de obtenção de financiamento estatal – levou as empresas brasileiras à necessidade de maior acesso aos mercados de capitais, sejam nacionais, sejam internacionais.

Essa necessidade de obter recursos ao menor custo possível motivou as empresas a adotarem novas práticas de governança corporativa, pressionando o atual sistema brasileiro, sobretudo com relação aos

73. Um dado comum é que em todos os tipos de empresas a maioria dos membros do conselho é composta por pessoas a elas externas, mas não profissionais, resultando em baixa quantidade de informação sobre as empresas e na presença de conflito de interesses pela defesa de algum acionista específico. Essas características dos conselheiros são prejudiciais ao desempenho do conselho na defesa do interesse de todos os acionistas. Cumpre ressaltar, ainda, que a remuneração variável dos conselheiros, fator considerado muito importante pelos principais códigos de governança como motivador para um melhor desempenho do conselho, não é adotada pela maioria das empresas brasileiras, corroborando a hipótese de um papel mais consultivo e figurativo que profissional por parte do órgão.

aspectos de maior consideração dos interesses dos acionistas minoritários, maior transparência das informações ao mercado e profissionalização do conselho de administração.

Importante acrescentar, ainda, que algumas iniciativas institucionais e governamentais também vêm contribuindo para o aprimoramento das práticas de governanca corporativa pelas empresas brasileiras, a saber: (i) criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa/IBGC; (ii) aprovação da Lei 10.303, de 31.10.2001; (iii) criação dos Níveis 1 e 2 de Governanca Corporativa e do Novo Mercado pela Bolsa de Valores de São Paulo/BOVES-PA: (iv) estabelecimento de novas regras para os fundos de pensão; (v) definição, pelo BNDES, da adoção de práticas de boa governanca corporativa como um dos requisitos preferenciais para a concessão de financiamentos; (vi) adoção da Cartilha de Governança Corporativa pela Comissão de Valores Mobiliários/CVM.

Portanto, o conjunto das medidas governamentais e institucionais pode contribuir de forma decisiva para o fortalecimento do mercado de capitais brasileiro, criando um círculo virtuoso onde a crescente proteção aos investidores poderá torná-los mais seguros de que irão usufruir do retorno das companhias na mesma proporção dos controladores. Esta percepção é importante, porque aumenta sua disposição para pagar mais pelas ações e diminui o custo de capital das empresas, permitindo que as companhias passem a utilizar o mercado de capitais como uma real alternativa de capitalização.

#### 4.1 Instituto Brasileiro de Governança Corporativa/IBGC

O IBGC, em 1999, lançou o primeiro Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa<sup>74</sup> do país, devido à ne-

 O Código foi lançado em maio/1999, e em 2003 passou por sua terceira revisão. cessidade de elencar as atitudes e os comportamentos que as empresas, voluntariamente, deveriam apresentar como forma de estreitar as relações de confiança entre os acionistas, administradores e grupos de interesse.<sup>75</sup>

De acordo com o IBGC, o foco central de seu Código é o de indicar alternativas para os diversos tipos societários, visando, sobretudo, a atingir os seguintes objetivos: (i) aumentar o valor da sociedade; (ii) melhorar o desempenho societário; (iii) facilitar o acesso da sociedade ao capital com custos mais baixos; (iv) contribuir para a permanência da sociedade no mercado.

Dentre os princípios que inspiram o Código, pode-se considerar:

- Transparência<sup>77</sup> mais que informar, a administração deve cultivar esse princípio como essencial para o fortalecimento da confiança na companhia. A comunicação não deve restringir-se ao desempenho econômico-financeiro, mas contemplar os demais fatores que norteiam a ação empresarial e que conduzem à criação de valor.
- Equidade<sup>78</sup> caracteriza-se pelo tratamento justo e igualitário de todos os grupos minoritários, sejam do capital ou das demais partes interessadas, como colaboradores, clientes, fornecedores ou credores.
- 75. O IBGC, sociedade civil de âmbito nacional, nasceu a partir de uma reunião de um grupo de empresários, membros de conselhos, executivos, consultores e estudiosos de administração empresarial, que o fundou em 27.11.1995. A primeira denominação adotada foi "Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração", focando a atuação do conselho de administração das companhias. Entretanto, com o alargamento de suas preocupações para os demais órgãos sociais, conselho fiscal, diretoria e auditoria independente, a entidade passou a ter o nome atual: *Instituto Brasileiro de Governança Corporativa*.

76. "Acesso ao capital" deve ser entendido como a oferta pública ou privada de ações, financiamentos de longo prazo ou a própria reinversão de recursos oriundos do fluxo de caixa.

77. Disclosure.

78. Fairness.

- Prestação de contas<sup>79</sup> os agentes da governança corporativa devem prestar contas de sua atuação a quem os elegeu e devem responder integralmente por todos os atos que praticarem.
- Responsabilidade corporativa<sup>80</sup> conselheiros e executivos devem zelar pela perenidade das organizações, considerando, portanto, uma visão de longo prazo para a empresa e sua sustentabilidade. Por isso, devem incorporar considerações de ordem social e ambiental na definição dos negócios e nas operações. Responsabilidade corporativa é uma visão mais ampla do planejamento empresarial, que contempla todos os relacionamentos com a comunidade em que a sociedade atua.

A versão atual do Código encontrase dividida em seis temas, quais sejam: (i) propriedade – acionistas, cotistas, sócios; (ii) conselho de administração – representa a propriedade; (iii) gestão – executivo principal (CEO) e diretoria; (iv) auditoria independente;<sup>81</sup> (v) conselho fiscal – função fiscalizadora; (vi) conduta e conflito de interesses.

## 4.1.1 Propriedade

O Código defende que as empresas devem ter somente ações ordinárias. Assim, as empresas com capital já aberto, que têm ações ordinárias e também preferenciais, devem convertê-las em ordinárias ou conceder às preferenciais voto restrito aos assuntos de interesse direto dos preferencialistas.

As regras de votação, por sua vez, devem ser bem definidas e estar sempre disponíveis para todos os proprietários, com o propósito de facilitar a votação.

<sup>79.</sup> Accountability.

<sup>80.</sup> Compliance.

<sup>81.</sup> O IBGC chama a atenção para a eventual perda de independência quando uma mesma companhia oferece serviços simultâneos de auditoria e de consultoria.

O Código, ainda, tendo em vista que a maioria das empresas brasileiras tem um controlador ou um grupo controlador, reconhece a compra do controle ou o fechamento do capital como dois dos problemas mais críticos da governança corporativa no Brasil. Assim, determina que a transferência do controle deve ser feita a preço transparente, concedendo a opção de venda aos minoritários (tag along). No caso de fechamento do capital, o controlador ou grupo de controle que queira obter 100% do capital e proceder ao fechamento deve informar os demais acionistas de suas intenções.

Há também repúdio ao uso de informações privilegiadas para negociar ações ou cotas por qualquer pessoa e estímulo para que o estatuto preveja que as divergências entre proprietários sejam resolvidas por meio de arbitragem, evitando-se o recurso à esfera judicial.

## 4.1.2 Conselho de administração

De acordo com o Código, uma empresa, independentemente de ter o capital aberto ou fechado, deve sempre ter conselho de administração, que tem a missão de proteger o patrimônio e de maximizar o retorno do investimento dos proprietários, agregando valor ao empreendimento.

O Código também discorre sobre o tamanho do conselho de administração, afirmando que pode variar de cinco a nove membros, dependendo do perfil da empresa.

Outro ponto importante ressaltado pelo Código é o de que deve haver a separação dos cargos do presidente do conselho e do presidente da diretoria. Caso não seja possível, é importante que o conselho tenha um membro de peso, capaz de equi-

82. Mecanismo que assegura a extensão das condições oferecidas aos acionistas controladores no caso de venda do controle da companhia aos demais acionistas. Trata-se do direito de venda de ações conjuntamente com o bloco controlador.

librar o poder da pessoa que acumula as duas funções.

Além disso, o prazo do mandato do conselheiro deve ser definido, sua duração deve ser curta, normalmente não superior a um ano, e sua reeleição só deve ser possível depois de uma avaliação formal de seu desempenho.

Ademais, como várias atividades do conselho de administração precisam de análises profundas, é interessante a formação de diferentes comitês, como comitê de indicação, de auditoria, de remuneração, entre outros. Os comitês estudam seus assuntos com maior detalhamento e preparam as propostas. Só o conselho pleno é que pode tomar decisões.

#### 4.1.3 Gestão

O executivo principal é reconhecido pelo Código como o responsável pela execução das diretrizes fixadas pelo conselho de administração, bem como pela indicação dos membros da diretoria para aprovação do conselho de administração, e estabelece uma série de responsabilidades a serem seguidas por ele, como: (i) dever de prestar contas, já que responde pelo desempenho e pela atuação da empresa; (ii) dever de prestar todas as informações de real interesse, obrigatórias ou espontâneas, para os proprietários e para todas as partes interessadas.

## 4.1.4 Auditoria independente

A auditoria independente é um importante agente de governança corporativa para os proprietários de todos os tipos de empresas, uma vez que sua atribuição é a de verificar se as demonstrações contábeis refletem a realidade da empresa, de acordo com as normas profissionais, e, para esse fim, avaliar os controles e procedimentos internos da empresa. Por isso, recomendase que os auditores, em benefício de sua independência, sejam contratados por período definido, compreendendo vários exercícios.

#### 4.1.5 Conselho fiscal

O conselho fiscal é uma instituição brasileira, criada com o objetivo de preencher uma lacuna na fiscalização das atividades do conselho de administração, e funciona como um controle independente para os proprietários.

Para isso, o conselho fiscal tem direito de pedir, aos administradores, cópias das atas das reuniões do conselho de administração, dos relatórios contábeis ou financeiros, além de quaisquer esclarecimentos ou informações.

#### 4.1.6 Conduta e conflito de interesses

Dentro do conceito das melhores práticas de governança corporativa, além do respeito às leis do país, toda empresa deve ter um código de ética que comprometa toda sua administração e seus funcionários, elaborado pela diretoria e aprovado pelo conselho de administração.

Quanto ao conflito de interesses, ele existe quando alguém não é independente em relação à matéria em pauta e a pessoa em questão pode influenciar ou tomar decisões correspondentes. Por isso, tão logo um conflito de interesses tenha sido identificado em relação a um tema específico, a pessoa deve afastar-se das discussões e deliberações.

#### 4.2 Nova Lei das S/As

A reforma da Lei das S/As<sup>83</sup> visa, por meio do estabelecimento de novas regras de funcionamento para as sociedades anônimas, a promover maior proteção aos acionistas ordinaristas minoritários e preferencialistas. Dentre essas alterações, podemos citar:

- Obrigatoriedade de oferta pública de aquisição de ações pelo valor econômico
- 83. Refere-se à Lei 10.303, de 31.10.2001, que reformou a Lei 6.404/1976.

- aos ordinaristas minoritários em caso de: (i) cancelamento do registro de companhia aberta; (ii) elevação da participação acionária a porcentagem que impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes ou em caso de fusão ou de aquisição.
- Obrigatoriedade de o adquirente do controle de companhia aberta realizar oferta pública de aquisição das ações ordinárias dos demais acionistas da companhia, em caso de alienação direta ou indireta de controle.
- Direito dos preferencialistas e dos minoritários de elegerem um membro para o conselho de administração.
- Possibilidade de participação no conselho de administração de representantes dos empregados, facultada a decisão à empresa.
- Limitação da emissão de ações preferenciais a 50% do total de ações emitidas para as sociedades anônimas instituídas após a publicação da lei.
  - · Fortalecimento da CVM.
- Possibilidade de o estatuto social prever a arbitragem como mecanismo de solução das divergências entre os acionistas e a companhia ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários.

Em suma, é fato que a nova Lei das S/As trouxe algumas evoluções e importantes alterações na defesa dos acionistas minoritários, mas ainda assim não pode ser considerada como uma legislação adequada a fomentar o incipiente mercado de capitais brasileiro, sobretudo porque alguns de seus pontos são um verdadeiro retrocesso no que diz respeito às boas práticas de governança corporativa.<sup>84</sup>

- 84. "Art. 118. Os acordos de acionistas, sobre a compra e venda de suas ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto, ou poder de controle deverão ser observados pela companhia quando arquivados na sua sede.
- "§ 8º. O presidente da assembléia ou do órgão colegiado de deliberação da companhia não com-

"(...).

#### 4 3 Bolsa de Valores de São Paulo/BOVESPA

A BOVESPA, com o objetivo de desenvolver o mercado de capitais brasileiro, criou os chamados Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa e o Novo Mercado,85 buscando destacar as empresas comprometidas com maior transparência e com melhores práticas de governança corporativa.86

#### 4.3.1 Nivel 1

As companhias que aderiram ao Nível 187 comprometem-se, principalmente, com as melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. As mais importantes práticas agrupadas nesse nível são: (i) manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital; (ii) realização de ofertas públicas de colocação de ações

putará o voto proferido com infração de acordo de

acionistas devidamente arquivado."

Essa disposição legal é negativa, na medida em que retira a liberdade e a independência do conselheiro, confundindo seu papel com o do acionista. A consolidação da figura do controlador também pode ser considerada outro retrocesso na nova lei, pois o termo aparece 25 vezes no projeto aprovado, isto é, mesmo número de vezes que o termo aparece nos 300 artigos da lei vigente.

85. O Novo Mercado foi inspirado no Neuer Market alemão. Diversas bolsas do mundo, enfrentando problemas como o Brasil, resolveram criar novos segmentos nos moldes do Novo Mercado. Merecem destaque: na França, o Nouveau Marche; na Inglaterra, o Alternative Investment Market/AIM,

além de mercados menores criados em Portugal, Es-

panha, Japão e Itália.

86. Foram implantados em dezembro/2001 pela BOVESPA, e há uma diferença de estágio entre eles, com um nível de exigência crescente na adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa. Para mais informações sobre o assunto, consultar http://www.bovespa.com.br (acesso em julho/2006).

87. As regras estão consolidadas no Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nivel 1 (disponível em http://www. bovespa.com.br/Principal.asp, acesso em julho/ 2006).

por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital; (iii) melhoria nas informações prestadas trimestralmente; (iv) prestação de informações sobre negociações de ativos e derivativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa; (v) cumprimento de regras de transparência em operações; (vi) divulgação de acordos de acionistas e de programas de opções de ações (stock options); (vii) disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos.

## 4.3.2 Nível 2

Para a classificação da companhia no Nível 2,88 além da aceitação das obrigacões contidas no Nível 1, a empresa e seus controladores devem adotar um conjunto bem mais amplo de práticas de governança corporativa e de direitos adicionais para os acionistas minoritários.

De um modo geral, os critérios de listagem de companhias no Nível 2 são os seguintes:89 (i) conselho de administração com mínimo de cinco membros e mandato unificado de um ano; (ii) disponibilização de balanço anual seguindo as normas do US GAAP ou do IAS GAAP; (iii) extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de no mínimo 70% desse valor para os detentores de ações preferenciais (tag along); (iv) direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação de contratos entre a compa-

88. As regras estão consolidadas no Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nivel 2 (disponível em http://www.bo vespa.com.br/Principal.asp, acesso em julho/ 2006).

89. Além de presentes no Regulamento de Listagem, alguns desses compromissos deverão ser aprovados em assembléias-gerais e incluídos no estatuto social da companhia.

nhia e empresas do mesmo grupo; (v) obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação pelo valor econômico nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação nesse Nível; (vi) adesão à Câmara de Arbitragem para a resolução de conflitos societários.

#### 4.3.3 Novo Mercado

No final dos anos 90 do século passado tornou-se evidente a crise de grandes proporções pela qual passava o mercado de ações no país. Poi nesse cenário que a BOVESPA criou o *Novo Mercado* como um segmento especial de listagem de ações de companhias que se comprometessem, voluntariamente, a adotar as boas práticas de governança corporativa.

A idéia que norteou a criação do Novo Mercado tem seu fundamento na constatação de que entre os diversos fatores que contribuem para a fragilidade do mercado de capitais brasileiro está a falta de proteção aos acionistas minoritários. Isso ocorre porque a valorização e a liquidez das ações de um mercado são influenciadas positivamente pelo grau de segurança que os direitos concedidos aos acionistas oferecem e pela qualidade das informações prestadas pelas empresas.

Assim, a ausência de regras adequadas de defesa dos interesses dos acionistas

90. Apenas para exemplificar essa crise, o número de companhias listadas na BOVESPA tinha caído de 550 em 1996 para 440 em 2001. O volume negociado, após atingir 191 bilhões de Dólares em 1997, recuou para 101 bilhões de Dólares em 2000 e para 65 bilhões de Dólares em 2001. Além disso, muitas companhias fechavam o capital e poucas o abriam.

91. O Novo Mercado foi criado em dezembro de 2001. Cf. com nota nº 84.

92. A premissa básica do Novo Mercado é a seguinte: quanto maior o grau de segurança que o investimento proporcionar e quanto maiores a qualidade e a transparência das informações prestadas pela companhia, maiores serão a valorização e a liquidez das ações por ela negociadas.

minoritários acarreta a exigência, por parte dos investidores, de um deságio sobre o preço da ação, causando uma desvalorização no valor de mercado das companhias.

Dessa forma, é esperado que as empresas cujas ações estejam listadas em algum dos segmentos diferenciados de governança corporativa, nas quais os riscos envolvidos são minimizados, apresentem prêmios de risco consideravelmente menores, implicando a valorização do patrimônio de todos os acionistas.

Quanto às inovações, a principal ocorre em relação à legislação, já que o Novo Mercado exige que o capital social da companhia seja composto somente por ações ordinárias.<sup>93</sup>

#### 4.4 Fundos de pensão

O estabelecimento de novas regras pela Secretaria de Previdência Complementar/SPC<sup>94</sup> para a definição dos limites de aplicação dos fundos de pensão, com base na adesão dos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA, é outro importante mecanismo de estímulo para a adoção de melhores práticas de governança por parte das empresas.

Assim, de acordo com a Resolução 2.829/2001 da SPC, são os seguintes os percentuais máximos de investimento em ações de empresas listadas nos mencionados níveis de governança da BOVESPA: (i) Novo Mercado – 60% para as reservas dos fundos com contribuição definida e 45% para os demais planos; (ii) Nível 2 – 59% para as reservas dos fundos com contribuição definida e 40% para os demais planos; (iii) Nível 1 – 45% para as reservas dos fundos com contribuição definida e 35% para os demais planos.

<sup>93.</sup> As regras estão consolidadas no Regulamento de Listagem do Novo Mercado (disponível em http://www.bovespa.com.br/Principal.asp, acesso em julho/2006).

<sup>94.</sup> Essas regras foram estabelecidas em março/2001.

Essa medida é um relevante estímulo para a entrada das empresas nos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA, considerando-se o forte crescimento dos ativos dos fundos de pensão no país<sup>95</sup> e a necessidade de participação desses fundos no mercado bursátil, devido à expectativa de queda na taxa de juros da economia no longo prazo.<sup>96</sup>

#### 4.5 Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social/BNDES

O BNDES vem se tornando um grande aliado do mercado de capitais e da governança corporativa, pois passou a considerar o mercado acionário como uma forma de mitigar os riscos e de possibilitar o lucro frente às operações financiadas.<sup>97</sup>

Além disso, o banco, ao patrocinar a capitalização de empresas, visa a estimular a adoção de práticas adequadas de governança corporativa, no intuito de criar condições para a democratização do mer-

95. Cerca de 150% no período 1995 a 2001.

96. José Roberto Savoia ("O processo de reformas da Previdência no Brasil: uma visão dos fundos de pensão", *Boletim de Previdência Complementar* 1-10) informa que em abril/2001 havia 359 fundos de pensão no país, com patrimônio total de 140 bilhões de Reais. Desse patrimônio, 58% estavam investidos em fundos de renda fixa, 29% em fundos de renda variável, 7% em imóveis e 6% em outras aplicações.

97. A EMBRAER, em 1997, passando por difícil situação financeira, necessitava de um financiamento de 1 bilhão de Dólares para participar de uma concorrência que envolvia a venda de aeronaves ERJ-145 para a American Airlines. A venda seria importante para a saúde financeira da empresa. mas, tecnicamente, a operação, naquele momento, envolvia um enorme risco. Dessa forma, o BNDES promoveu o financiamento, mas boa parte dele foi feita por meio de debêntures conversíveis em ações da EMBRAER e pelo preço da ação anterior ao anúncio da venda dos aviões ao exterior. O resultado é que a operação foi um sucesso e marcou uma nova fase para a EMBRAER. A ação da empresa naquele ano subiu 77%, enquanto a BOVESPA teve alta de 45%. E o BNDES, que vendeu depois suas ações, embolsou um ganho com a operação de 500 milhões de Dólares.

cado de capitais e a ampliação da base dos investidores.

Ademais, o BNDES apresenta um programa de apoio às novas sociedades anônimas, sobretudo voltado para pequenas e médias empresas. No entanto, a sociedade deverá submeter-se a condições que representam um verdadeiro estímulo à adoção de práticas adequadas à boa governança, como: (i) a empresa, ao contratar a operação com o BNDES, compromete-se a promover a abertura de seu capital no Novo Mercado da BOVESPA; (ii) após a abertura de capital, se o BNDES optar por converter debêntures de sua titularidade, compromete-se a fazê-lo só em ações ordinárias: (iii) haverá um prazo de carência de até dois anos para efeito de resgate de ações preferenciais classe B;98 (iv) o conselho de administração deverá ter mandato unificado com prazo de gestão não superior a um ano, permitida a reeleição; (v) a assembléia-geral deverá ser convocada com antecedência mínima de 15 dias e a habilitação dos acionistas para votação terá como base o princípio da boa-fé; (vi) a empresa compromete-se a adotar, no segundo ano após a abertura do capital, adicionalmente às normas de Contabilidade em vigor no Brasil, as normas internacionais de Contabilidade promulgadas pelo IASC ou as utilizadas nos Estados Unidos da América (US GAAP); (vii) a companhia compromete-se a implantar um plano de opção de compra de ações para empregados; (viii) as divergências societárias deverão ser solucionadas por meio de arbitragem; (ix) a alienação do controle ou de participação relevante no capital da companhia somente poderá ser contratada sob a condição de que o adquirente se obrigue a realizar oferta pública de aquisição das ações pertencentes aos acionistas minoritários, nas mesmas condições de pagamento ofertadas

98. Classe de ações de titularidade exclusiva do BNDES, com direito a voto, resgatáveis e transformáveis na classe de ações objeto da abertura de capital.

aos acionistas controladores; (x) nos casos de fechamento de capital ou de reembolso das ações de acionistas dissidentes, deverá ser utilizado o valor econômico da companhia, apurado por empresa especializada, como único parâmetro para definição do preço das ações de sua emissão.

#### 4.6 Comissão de Valores Mobiliários e a Cartilha de Governança Corporativa

A Comissão de Valores Mobiliários/CVM<sup>99</sup> é o órgão brasileiro responsável por assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão, promover o acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido, além de regulamentar as matérias expressas na Lei 6.404/1976, a chamada *Lei das S/As*, dentre outras competências.

No âmbito da governança corporativa, a CVM<sup>100</sup> busca criar um equilíbrio maior entre controladores e acionistas. Em sua *Cartilha de Governança Corporativa* predominam recomendações que asseguram a proteção dos acionistas minoritários.

Ressalte-se também que a adoção das recomendações da CVM sobre governança corporativa implica a utilização de suas regulamentações e de padrões de conduta superiores aos exigidos por lei. Por isso, essa *Cartilha* não constitui uma norma cujo descumprimento seja passível de sanção. Assim, suas orientações têm caráter facultativo.

99. A CVM foi criada em 1976 pela Lei 6.385.

100. A CVM elaborou, em junho/2002, uma Cartilha de Governança Corporativa, a fim de estimular o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro por meio da divulgação das práticas da boa governança corporativa. Seu objetivo é orientar nas questões passíveis de influenciar a relação entre administradores, conselheiros, auditores independentes, acionistas controladores e acionistas minoritários (disponível em http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/cartilha/cartilha.doc, acesso em julho/2006).

De um modo geral, a Cartilha da CVM, divide-se em:

- Assembléias, estrutura acionária e grupo de controle – dispõe sobre: (i) a forma da convocação e a pauta das assembléias-gerais de acionistas; (ii) prazo de convocação das assembléias-gerais; (iii) acordo de acionistas; (iv) relação de acionistas; (v) processo de votação.
- Estrutura e responsabilidades do conselho de administração trata dos seguintes aspectos: (i) função, composição e mandato do conselho de administração; (ii) funcionamento de comitês do conselho de administração; (iii) participação de preferencialistas no conselho de administração, presidente do conselho de administração e presidente da diretoria.
- Proteção a acionistas minoritários aborda os seguintes tópicos: (i) decisões relevantes; (ii) tag-along para companhias constituídas antes da entrada em vigor da Lei 10.303, de 31.10.2001; (iii) tag-along para companhias constituídas após a entrada em vigor da Lei 10.303, de 31.10.2001; (iv) transações entre partes relacionadas; (v) direito a voto para ações preferenciais no não-pagamento de dividendos; (vi) arbitragem para questões societárias; (vii) proporção de ações ordinárias e preferenciais.
- Auditoria e demonstrações financeiras dispõe sobre: (i) discussão e análise da administração; (ii) composição e funcionamento do conselho fiscal; (iii) relacionamento com auditor independente; (iv) auditoria; (v) acesso a informações; (vi) informações contábeis; (vii) recomendações dos auditores.

# 5. Aspectos legais de governança corporativa

A abordagem legal para a governança corporativa é uma continuação da linha de pesquisa de avaliação de ativos que se iniciou em 1958 com as teorias de Modigliani e Miller, pois, com base nessas teorias, os xo de caixa. 101

Sob esse ponto de vista, um título de dívida vale o fluxo prometido de pagamento de juros e uma ação vale seu fluxo futuro de dividendos. Contudo, essa visão tradicional de financas não explica como os investidores garantem que obterão para si o fluxo de recursos gerado pelos negócios das companhias e que deveriam ser usados para pagamento dos títulos de dívida ou de dividendos.

Porém, uma linha mais recente de pesquisa define os títulos não apenas pelo fluxo de recursos que irão gerar, mas também pelos direitos que eles conferem aos seus proprietários. 102

Nessa nova corrente doutrinária o obietivo é o de modelar os instrumentos financeiros de acordo com seu fluxo de caixa e com os direitos que eles alocam aos seus proprietários, pois os investidores receberão dinheiro somente porque terão certos poderes. 103 Pode-se considerar, ainda, que os investidores receberão o retorno sobre seu investimento não somente porque têm certos direitos, mas porque terão a garantia de que poderão exercer seus direitos. 104

101. Rafael La Porta e outros, "Investor protection and corporate governance", Journal of Financial Economics 58/3-27.

102. Rafael La Porta e outros ("Investor protection and corporate governance", Journal of Financial Economics 58/3-27) explicam que essa nova linha de pesquisa baseia-se, sobretudo, nos estudos de Hart. Para maior explanação sobre o tema, consultar Oliver Hart, Firms, Contracts and Financial Structure, 1ª ed., 1995.

103. Apenas para exemplificar, os acionistas receberão dividendos porque podem depor os conselheiros que não os remuneram, enquanto os credores irão receber seu pagamento porque podem exigir o recebimento de colaterais.

104. Rafael La Porta e outros ("Investor protection and corporate governance", Journal of Financial Economics 58/3-27) explicam que o principal fator a assegurar aos investidores o retorno sobre seu investimento não é a existência de leis de proteção, mas a garantia de aplicação dessas leis. Dessa forma, as leis e a existência de um sistema

títulos são avaliados somente pelo seu flua explicação das diferenças entre os sistemas de governança corporativa nos países é o grau de proteção legal oferecido aos investidores contra a expropriação pelos gestores e acionistas controladores das empresas. De acordo com essa perspectiva, chamada de abordagem legal para a governança corporativa, a estrutura de propriedade das empresas e seu sistema de governanca seriam uma resposta de equilíbrio ao ambiente legal onde as empresas operam.

Assim, como forma de corroborar esse entendimento, foram examinadas a existência e a garantia de aplicação de leis de proteção aos acionistas e credores em 49 países, comparando-os.

De início, a origem das leis de cada país foi classificada dentro de uma das quatro tradições do direito comercial, a saber: direito comum, 105 direito civil francês, direito civil alemão e direito civil escandinavo.

Após, foram criados três índices:

- (i) um para medir o direito de proteção dos acionistas;
- (ii) outro para medir o direito de proteção dos credores:
- (iii) outro para medir a garantia de aplicação das leis. Os resultados foram os seguintes:

que assegure sua aplicação efetiva são elementos essenciais da governança corporativa e da própria área de finanças. Dentre os direitos básicos dos credores. os autores citam os seguintes: (i) direito prioritário sobre o recebimento do fluxo de caixa com relação aos acionistas; (ii) possibilidade de provocar falência na empresa; (iii) possibilidade de recebimento de colateral. Dentre os direitos básicos dos acionistas, citam: (i) garantia de transparência dos números da empresa por meio da aplicação de procedimentos contábeis aceitos; (ii) recebimento de dividendos pro rata; (iii) votação para escolha dos conselheiros; (iv) possibilidade de processar conselheiros executivos por suspeita de expropriação; (v) possibilidade de forçar o pagamento de dividendos; (vi) possibilidade de liquidar a empresa e de receber os recursos devidos.

105 Common Law.

Colocação	Proteção dos Acionistas	Proteção dos Credores	Garantia de Aplicação das Leis
1º	direito comum	direito comum	direito civil escandinavo
2º	direito civil escandinavo	direito civil alemão	direito civil alemão
THE RESERVE			

direito civil escandinavo

direito civil francês

Tabela II - Avaliação da Proteção Legal aos Investidores de Acordo com a Origem das Leis

Fonte: Rafael La Porta, Andrei Shleifer, Florêncio Lopez-de-Silanes e Robert Vishny, "Law and Finance", Journal of Political Economy, 1998.

Em todas as análises, os países que adotam o direito civil francês, dentre os quais o Brasil, apresentam pior proteção aos investidores. Por outro lado, os países que adotam o direito comum, isto é, os anglo-saxões, apresentam melhor proteção aos investidores. Por isso, a hipótese de que a alta concentração da propriedade ocorre como resposta à falta de proteção legal é corroborada, conforme demonstrado acima, pois há forte correlação negativa entre concentração da propriedade e qualidade da proteção legal aos investidores. Assim, os países com pior proteção legal apresentam a maior concentração da propriedade, medida pelo percentual de ações dos três maiores acionistas. Já os países com melhor proteção legal apresentam a estrutura de propriedade mais pulverizada. 106

direito civil alemão

direito civil francês

Ressalte-se, ainda, que, independentemente da existência de regras legais, é a garantia de cumprimento das leis que diferencia a renda nos países, já que os paí-

106. Rafael La Porta e outros ("investor protection and corporate governance", Journal of Financial Economics 58/3-27) também comparam a qualidade dos padrões contábeis dos países. A Contabilidade tem papel relevante na governança corporativa, pois são necessários padrões contábeis de qualidade para os investidores saberem o que se pasa na companhia em que estão investindo. Os resultados da avaliação dos padrões contábeis dos países foram similares aos obtidos na avaliação da garantia de aplicação das leis, onde os países pautados pelo direito civil francês obtiveram o pior resultado.

ses ricos tiveram desempenho superior em todas as medidas utilizadas para avaliar a garantia de aplicação das leis.

direito comum

direito civil francês

Ademais, além de influenciar os padrões de propriedade e de controle das empresas, a proteção legal aos investidores influencia o desenvolvimento dos mercados financeiros. 107 Dessa forma, de acordo com a abordagem legal, a proteção do investidor é condição importante para encorajar o desenvolvimento dos mercados de capitais, porque os investidores tendem a pagar mais pelos títulos quando são protegidos da expropriação. Por isso, o direito dos credores é essencial para alavancar o desenvolvimento do mercado de crédito; bem como o direito dos acionistas, o mercado de ações.

#### A governança corporativa como elemento para o desenvolvimento econômico sustentável

O fator essencial para o desenvolvimento econômico de um país é o inves-

107. Rafael La Porta e outros ("The quality of government", Journal of Law, Economics and Organization 15/222-279, e "Investor protection and corporate valuation", NBER Working Paper 7.403-Forthcoming, Journal of Finance 2002) demonstram que, quando comparados com países que oferecem baixa proteção legal, os países com maior proteção legal aos investidores têm: (i) maior capitalização de mercado das empresas; (ii) maior quantidade de companhias abertas; (iii) maior taxa de ofertas públicas iniciais de ações; (iv) maiores

timento, que, aplicado tanto ao capital quanto aos recursos humanos, vincula-se a dois fatores: (i) poupança, que é o conjunto de recursos acumulados pelo país; (ii) intermediação financeira, que permite aos investidores o acesso aos recursos disponíveis.

Por isso, a adoção de medidas capazes de incentivar a formação de poupança e sua intermediação eficiente são imprescindíveis para o crescimento econômico do país. Assim é porque uma alta taxa de poupança gera abundantes recursos a serem aplicados, enquanto a intermediação financeira desenvolvida direciona esses recursos para as alternativas com perspectiva de retorno mais vantajoso ao investidor. <sup>108</sup>

Nesse sentido, há duas opções para a associação entre poupança e investimento, a saber: (i) financiamento interno, em que as empresas geram seus próprios recursos; (ii) financiamento externo, que é feito pelo endividamento<sup>109</sup> ou pelo lançamento de ações. Se o endividamento é simples e primitivo, o lançamento de ações no mercado é, comprovadamente, mais eficiente.

múltiplos P/S (preço/vendas) e P/BV (preço/valor contábil); (v) maiores dividendos; (vi) maiores mercados de crédito.

108. Nas últimas décadas vislumbramos a ascensão de diversos países asiáticos, que saíram de uma situação de pobreza para se tornarem nações industrializadas. Esses países destacaram-se pelas altas taxas de poupança, dentre os quais os mais bem-sucedidos, como Coréia do Sul e Cingapura, apresentam taxas de poupança que variam de 35% a 46% do PIB, respectivamente. Apenas para comparar, o Brasil, em seus melhores momentos econômicos, teve poupança doméstica pouco superior a 20% do PIB. O desenvolvimento da Europa e dos Estados Unidos, a partir do final do século passado, foi impulsionado por uma contínua eficiência na intermediação de poupanças. Esse desenvolvimento provavelmente não teria ocorrido sem um sofisticado mercado financeiro e de capitais. O ideal é que um país tenha poupança interna na faixa dos 25%.

109. No conceito do financiamento por endividamento insere-se a atuação governamental que, pela arrecadação de tributos ou pela imposição de mecanismos compulsórios de poupança, financia certas atividades. Isso porque no endividamento, em que a captação ocorre no mercado financeiro, há a presença da instituição financeira, cuja função é a de viabilizar a mobilização dos recursos obtidos junto ao público para, depois, cedê-los aos que necessitam de financiamento. Já no caso de lançamento de ações a captação de recursos ocorre por meio do mercado de capitais, ou seja, de forma direta, sem intermediações entre poupadores e investidores.

Assim, as empresas, ao analisarem as melhores formas para a captação de recursos, são influenciadas pelo ambiente macroeconômico, pelas instituições jurídicas, pelo grau de desenvolvimento do mercado de capitais e pelo sistema tributário de cada país. 110 Nesse sentido, a governança corporativa pode ser adotada como um mecanismo para diminuir o custo do financiamento externo das empresas, seja para os contratos de dívida, seja para o lançamento de ações, já que é um conjunto de procedimentos de gestão que conjuga os interesses dos diversos financiadores e evita a expropriação de um pelo outro. Além disso, a aplicação da governança corporativa considera a concepção de maximização do valor para os acionistas como principal responsabilidade dos executivos. Para tanto, alguns mecanismos devem ser considerados.

110. Os riscos do contrato de dívida, instrumento legal para o financiamento por endividamento, são mais facilmente perceptíveis pelos investidores. Na celebração dos contratos os fornecedores de capital apenas precisam avaliar os bens dados em garantia. Já no lancamento de ações, no caso de um financiamento oriundo do mercado de capitais, os investidores deverão analisar a empresa como um todo, além de estarem submetidos a uma proteção legal nem sempre satisfatória. Além disso, os contratos de dívida são mais facilmente executáveis e os credores se beneficiam do direito de apropriação dos ativos no caso de violação das cláusulas contratuais, falência e liquidação da empresa. Por isso, normalmente, o desenvolvimento do mercado de renda fixa ocorre antes do desenvolvimento do mercado de ações, uma vez que os direitos de propriedade são mais bem protegidos em contratos de renda fixa.

6.1 Mecanismos
de governança corporativa

Os mecanismos de governança corporativa podem ser classificados dentro de quatro categorias de "forças de controle" sobre uma empresa, que são as seguintes: 111 (i) ambiente legal, político e regulatório; (ii) mercado de capitais e de fusões e aquisições; (iii) mercado competitivo do setor de atuação; (iv) mecanismos internos – conselho de administração; 112 políticas de remuneração; 113 estrutura de propriedade; 114 estrutura de financiamento. 115

- 6.2 Estrutura de propriedade no valor e no desempenho corporativo
- 6.2.1 Vantagens e desvantagens de acionistas controladores

A concentração de propriedade traz tanto benefícios quanto custos para as em-

111. Michael Jensen, "The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems", *Journal of Finance* 48-3.

112. Não obstante haja poucos estudos sobre a formalização teórica do papel dos conselhos, muitos estudos empíricos foram conduzidos buscando identificar as características e os fatores que afetam sua função e o consequente efeito no monitoramento e desempenho das empresas. Nesse sentido, duas características dos conselhos são mais importantes: o tamanho e a independência. Os estudos empreendidos indicam que os conselhos menores e com maior proporção de conselheiros externos são mais efetivos no monitoramento da administração. Para mais detalhes, consultar Benjamin Hermalin e Michael Weisbach, "Board of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature", NBR Working Paper 8.161.

113. A pesquisa sobre a remuneração dos executivos sob a ótica da governança corporativa foca-se, sobretudo, em dois aspectos: (i) nível de remuneração; (ii) papel da remuneração atrelado ao desempenho da empresa. O nível de remuneração como mecanismo de governança corporativa parte da hipótese de que um administrador tende a arriscar menos a perda de um emprego quanto maior for sua remuneração proveniente dele, e "arriscar menos o emprego" significa agir de acordo com os interesses dos administradores. Estudos valiosos sobre o tema da remuneração dos executivos foram realizados pelos seguintes autores:

presas. A presença de grandes acionistas com alta parcela de propriedade pode ser prejudicial para uma empresa devido à possibilidade de os interesses dos acionistas controladores não estarem alinhados com os interesses dos demais acionistas. Além disso, a concentração substancial de direito sobre fluxo de caixa permite o isolamento da empresa frente a ofertas de aquisição hostil. 116

Infere-se também que os acionistas controladores podem expropriar o fluxo de caixa da empresa de várias formas, como pelo simples pagamento de salários excessivos a eles próprios, autonomeação em cargos executivos privilegiados e posições no conselho para si ou para familiares e parentes, independentemente da qualificação dessas pessoas. Também podem pagar ou receber preços inflacionados ou deflacionados para suas próprias empresas. A transferência de ações com desconto ou o ato de *insider trading* também são formas alternativas de expropriação de riqueza por controladores.

John Core e outros, Executive Equity Compensation and Incentives: a Survey, 2001.

114. Diane K. Denis ("Twenty-five years of corporate governance research... and counting", Review of Financial Economics 10/191-212) observa que acionistas com uma parcela superior a 5% das ações de uma empresa são considerados acionistas significantes, e um acionista com parcela significante de propriedade tem o incentivo e o poder de monitorar a administração da empresa.

115. A estrutura de financiamento da empresa é um importante mecanismo para disciplinar os administradores, em especial a tomada de dívidas. Isso porque, se uma empresa tem dívidas, a necessidade de quitação imediata serve como um mecanismo de comprometimento da administração em manter um nível de desempenho, ao menos para honrar as obrigações com os credores.

116. Adrei Shleifer e Robert Vishny, "A survey of corporate governance", Journal of Finance 52-2/737-783; Rafael La Porta e outros, "Corporate ownership around the world", Journal of Finance 54-2/471-517; Lucian Bebchuk, "A rent-protection theory of corporate ownership and control", Working Paper 7.203. Ressalte-se que a expressão "aquisição hostil" é usada quando uma parte adquire controle de uma empresa comprando a maioria das ações sem negociar diretamente com os atuais controladores.

Inclui-se ainda a possibilidade de os executivos utilizarem os ativos da empresa como garantia de transações pessoais ou de tomar empréstimos de fundos da empresa com vantagens comerciais. No geral, há também a propensão a praticar uma gestão com subinvestimento, uma vez que os custos dos investimentos, caso não vinguem, serão divididos com todos os acionistas. 117

Porém, a presenca de acionistas e da concentração de ações em suas mãos também pode trazer benefícios à empresa, pois essa presença é capaz de mitigar o problema do freerider<sup>118</sup> de monitoramento da administração e reduzir os custos de agência. Acionistas com grande concentracão de direitos poderiam ser incentivados a arcar com custos de monitoramento que proporcionassem maiores ganhos que os custos associados de sua aplicação. 119

117. Michael Jensen e William Meckling, "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", Journal of Financial Economics, 1976.

118. Problema que se estabelece quando os administradores ou os executivos detêm o controle efetivo da empresa em decorrência do reduzido poder individual dos acionistas, devido à pequena

parcela de propriedade.

119. Trabalhos mais recentes tentam modelar os benefícios de grandes acionistas em contextos diferentes. Rafael La Porta e outros ("Corporate ownership around the world", Journal of Finance 54-2/471-517) e Lucian Bebchuk ("A rent-protection theory of corporate ownership and control", Working Paper 7.203) argumentam que a existência de grandes acionistas é uma tentativa de minimizar os conflitos de agência em países com baixa proteção legal e institucional dos investidores. O principal argumento é o de que, nesses ambientes de baixa proteção, a única forma de equilibrar os interesses seria a existência de um acionista controlador, que permitiria certo comprometimento a investidores externos no sentido de que os acionistas controladores não desviariam os ativos da empresa. Essa sinalização seria positiva para investidores externos devido ao fato de que a avaliação de preços de ações é baseada nas expectativas de expropriação, ex post, pelos acionistas controladores. Se os acionistas controladores expropriarem o fluxo de caixa da empresa, os investidores externos irão apreçar as ações com um prêmio de desconto e, em consequência, os acionistas controladores terão suas ações com valor destruído.

#### 6.2.2 Controle e custos de agência

Os padrões de estrutura de propriedade são determinantes do nível de expropriação de riqueza por parte dos acionistas controladores. Mecanismos de propriedade como estrutura piramidal, propriedade cruzada e emissão de acões sem direito a voto permitem aos acionistas controladores aumentar o direito de voto nas empresas em relação ao direito sobre fluxo de caixa. 120

Esses tipos de estruturas de propriedade apenas exacerbam os problemas de expropriação, porque, enquanto os acionistas controladores usufruem a totalidade de benefícios privados, apenas arcam com parte dos custos de expropriação, proporcionalmente aos seus direitos sobre o fluxo de caixa. Além disso, esses mecanismos de controle podem ser utilizados para assegurar o poder de controle dos acionistas controladores, pois evitam o monitoramento por qualquer tipo de mecanismo de governança corporativa. 121

### 6.2.3 Tipos de acionistas controladores e custos de agência

Há, sobretudo, cinco tipos de acionistas controladores considerados como relevantes pela literatura que trata do tema: (i) um indivíduo ou família controladora; (ii) investidor institucional; (iii) instituição financeira; (iv) governo; (v) grupos de investidores. A idéia dessa classificação é a de que os efeitos do acionista controlador no desempenho das empresas podem variar de acordo com a classificação do controlador.

O controle familiar muitas vezes faz com que os interesses da família sejam co-

120. "Estrutura piramidal" é um mecanismo de controle por meio de níveis hierárquicos entre empresas. "Propriedade cruzada" é um mecanismo não só para assumir controle efetivo desproporcional à propriedade, mas, também, para proteger o poder de acionistas controladores.

121. Lucian Bebchuk, "A rent-protection theory of corporate ownership and control", Working Paper 7.203.

locados acima dos interesses de todos os outros acionistas e *stakeholders* da empresa. Isso pode ocorrer devido ao poder de voto predominante e ao envolvimento com a administração, facilitando a implementação de políticas e de projetos que beneficiam a si em detrimento do desempenho da empresa.

Por outro lado, a presença de uma família controladora permite maior monitoramento da administração, pela presença de seus membros em uma relação com a administração, reduzindo o custo de agência associado à separação entre propriedade e controle. A família controladora e seus membros têm o incentivo de aumentar o valor da empresa e melhorar seu monitoramento porque esses fatores estão relacionados à sua riqueza e ao nome da família, que, por sua vez, estão ligados à continuidade do negócio. 122

Já as instituições financeiras parecem preferir a liquidez de suas posições, o que as leva a tomar parcela menor ou um papel secundário no controle, desfavorecendo um monitoramento rígido da administração. De outra forma, em países como o Japão as instituições financeiras no papel de controladoras permitiriam um comprometimento maior com investimentos de longo prazo, por meio de fluxos de capital garantidos a custos menores e sem restrição.

Os investidores institucionais, por sua vez, são responsáveis por um maior monitoramento da administração e da difusão das práticas de governança corporativa nos mercados desenvolvidos, como nos Estados Unidos e no Reino Unido. 123

Em relação a controladores estrangeiros e domésticos há alguns fatores que po-

122. Rafael La Porta e outros, "Corporate ownership around the world", *Journal of Finance* 54-2/471-517; Eugene Fama e Michael Jensen, "Separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics* 26/301-325.

123. Philip English II, Thomas Smythe e Chris McNeil, "The CALPERS effect revisited", Journal of Corporate Governance 180/1-18.

dem determinar diferenças de desempenho e de valor entre as empresas. As empresas controladas por outras empresas estrangeiras normalmente apresentam vantagens tecnológicas no negócio e vantagens provenientes de sua ligação com a matriz no exterior, como fluxo de caixa, garantias e relações comerciais e bancárias. Além disso, em alguns casos há vantagens e beneficios legais como incentivo a se instalarem no país. Por outro lado, o fato de o controlador ser estrangeiro e estar sediado em outro país pode levar a uma maior dificuldade de monitoramento da administração.

Quanto ao papel do governo como controlador de empresas, a literatura é mais condizente com um papel ineficiente, com controle muitas vezes político e objetivos pouco claros e definidos. Os direitos de propriedade são exercidos em algum nível burocrático, com vagos incentivos para melhorar o desempenho operacional, assim como a inexistência de incentivos internos de remuneração aos executivos.

# 6.2.4 Estrutura de propriedade como variável endógena

A análise dos efeitos da concentração de propriedade no valor e no desempenho das empresas parte da hipótese de que a estrutura de propriedade seja exógena, isto é, de que não seja afetada pelas próprias variáveis de valor e/ou desempenho da empresa. 124

Acrescente-se, ainda, que até os anos 80 do século passado era comum o tratamento da endogeneidade como existente na variável de concentração de propriedade, mas de certa forma contornável nos estudos empíricos. Porém, recentes pesquisas

124. Um exemplo nesse sentido pode ser o fato de que determinados grupos de investidores, tanto externos quanto internos, selecionam as empresas de suas carteiras de investimento usando como critério o desempenho delas e escolhendo as melhores — o que certamente afeta a variável de concentração de propriedade.

passaram a analisar a causalidade, levando a significativos questionamentos, <sup>125</sup> focando o estudo, em princípio, três fatores: (i) tamanho da empresa; (ii) potencial de riqueza ou de controle; (iii) regulamentação do setor.

No que se refere ao tamanho das empresas, ele varia dentro de um próprio setor e entre os diversos setores, de forma que, quanto maior o tamanho viável da empresa, maior a disponibilidade de recursos e maior o valor de mercado de uma parcela de sua propriedade. Assim é porque isso influencia a concentração de sua propriedade nas mãos de um acionista de forma inversa, pois, quanto maior o valor de mercado e maior o valor absoluto da empresa, menores a probabilidade e a possibilidade de uma parcela maior da propriedade ser ditada por um acionista controlador.

Já o potencial de controle é definido como a riqueza potencial a ser gerada
como retorno ao acionista por meio de um
melhor monitoramento da administração
da empresa, com conseqüente melhora do
desempenho operacional dela. A hipótese
básica é a de que, se os interesses de acionistas e administradores fossem perfeitamente alinhados, o potencial de controle
de uma empresa seria inexistente. Mas
isso não ocorre, porque os custos de transação e prêmios no mercado de controle
corporativo 126 evidenciam a existência de
um potencial próprio de controle para cada
empresa.

Assim, as alterações nas estruturas de propriedade das empresas seriam uma resposta parcial a esses potenciais de controle das empresas existentes. Tomando essas suposições, quanto maior o potencial de controle de uma empresa, maior o incenti-

125. Harold Demsetz e Kenneth Lehn ("The structure of corporate ownership: causes and consequences", *Journal of Political Economy* 93-6/1.155-1.177) foram os primeiros a formalizar um modelo empírico que trata a concentração de propriedade como uma variável endógena.

126. Takeovers e aquisições hostis.

vo para a concentração de propriedade, já que os payoffs futuros seriam atrativos.

Quanto à regulação do setor, ela restringiria as opções de investimento por parte dos acionistas, além do quê os setores regulados já sofreriam certo monitoramento por parte dos agentes de mercado. Esses efeitos combinados serviriam como incentivadores para uma redução da concentração de propriedade em empresas de setores regulados. 127

# 6.2.5 Estudos empíricos sobre a estrutura da propriedade

Os primeiros estudos empíricos na literatura testaram a hipótese do efeito *free-riding*<sup>128</sup> causado pela propriedade dispersa das empresas, por meio de regressões de taxas de lucratividade ou de retornos sobre ativos dependentes de uma variável *dummy* de tipo de controle.

A grande maioria dos resultados nessa linha não apresentou significância estatística, rejeitando a hipótese de que um alto grau de dispersão da propriedade resultaria em pior desempenho para as empresas.<sup>129</sup>

127. Harold Demsetz e Kenneth Lehn ("The structure of corporate ownership: causes and consequences", Journal of Political Economy 93-6/1.155-1.177), em seu estudo empírico acerca da proposição de fatores determinantes da estrutura de propriedade das empresas, apresentam significância estatística para uma regressão por mínimos quadrados ordinários para dados de propriedade de 511 empresas norte-americanas para os anos de 1980 e 1981 e dados históricos de balanço de 1976 1980. Além disso, os autores também apresentam resultados não-significativos estatisticamente para o teste de efeitos da estrutura de propriedade na performance das empresas.

128. Adolph Berle e Garnier Means (The Modern Corporation and Private Property, 1932) foram

os propositores desse modelo.

129. Vários autores apresentaram trabalhos nessa linha de pesquisa, aplicados ao mercado norte-americano. Para uma abordagem mais detalhada, consultar: David Kamerschen, "The influence of ownership and control on profit rates", The American Economic Review 58/432-447.

De outro lado, aplicando-se a mesma abordagem para outros países, as evidências mostraram que as empresas nas mãos de proprietários-controladores apresentavam melhor desempenho que aquelas controladas por executivos. 130

Há também estudos que argumentam que a concentração de propriedade é uma variável endógena, ou seja, determinada por características de cada empresa, sendo que algumas exigiriam maior controle por meio da concentração de propriedade e outras, não. Em conseqüência, as regressões sem levar em conta o efeito de endogeneidade resultariam em soluções insignificantes, já que as concentrações de propriedade de cada empresa seriam, teoricamente, eficientes. <sup>131</sup> Já uma outra linha de pesquisa foca a posse de ações por executivos, isto é, quando o agente e o principal são a mesma pessoa, ao menos parcialmente. <sup>132</sup>

Outros autores investigaram essa relação entre estrutura de propriedade, posse de ações por executivos e desempenho das 500 maiores empresas norte-americanas.<sup>133</sup> As evidências apresentadas são as de que o desempenho e o valor das empresas apresentam um comportamento quadrático, sugerindo um nível ótimo de concentração de propriedade por parte dos administradores.<sup>134</sup>

Os estudos mais recentes focam ambas as abordagens, mas com a introdução

130. Peter S. Steer e John R. Cable, "International organization and profit: an empirical analysis of large U.K. companies", *Journal of Industrial Economics* 27/13-30.

131. Harold Demsetz e Kenneth Lehn, "The structure of corporate ownership: causes and consequences", *Journal of Political Economy* 93-6/1.155-1.177.

132. René Stulz, "Managerial control of voting rights: financing policies and the market for corporate control", *Journal of Financial Economics* 27/13-30.

133. Essa lista foi extraída da revista Fortune. 134. Randall Morck, Andrei Shleifer e Robert W. Vishny, "Management ownership and market valuation: an empirical analysis", Journal of Financial Economics, 1988, pp. 293-315. de inovações econométricas e testes de causalidade das variáveis. 135 Após, um novo estudo introduziu a variável de excesso de direito de voto em relação ao direito sobre fluxo de caixa, apresentando resultados para uma amostra de 2.658 empresas asiáticas, onde a relação é negativa em ambos os casos de concentração de propriedade e excessos de votos, em relação ao valor e ao desempenho das empresas.

## 7. Estrutura de propriedade e governança corporativa no Brasil

A estrutura de propriedade predominante no Brasil é a concentrada, tanto nas empresas que estão nas mãos de famílias quanto nas multinacionais estrangeiras. <sup>136</sup> Também não há clara percepção acerca da importância da separação entre propriedade e gerência.

Além disso, a propriedade concentrada no Brasil significa que o conflito de agência ocorre entre o controlador e os acionistas minoritários, ou seja, refere-se sobretudo à questão da expropriação.

Mencione-se também que o Estado, embora tenha encolhido nas últimas décadas, ainda é um importante acionista nas corporações e controla grandes empresas como a Petrobrás, o Banco do Brasil, a

135. Stacey Kole ("Measuring managerial equity ownership: a comparison of sources of ownership data", Journal of Corporate Finance: Contracting, Governance and Organization 1/413-435) foi quem primeiro estudou esse modelo, que testa a causalidade do desempenho da empresa na variável de concentração de propriedade por administradores.

136. Ricardo Leal e outros ("Ownership, control and corporate valuation of brazilian companies", OECD Working Paper, abril/2000) analisam a estrutura de propriedade das empresas privadas de capital aberto e demonstram que a percentagem média de propriedade do maior acionista é de 58%, e dos três maiores somados é de 78% sobre o direito de voto. Os controladores são compostos por indivíduos ou famílias em cerca de 51% e por estrangeiros em cerca de 14,7%.

Caixa Econômica Federal e boa parcela do setor da eletricidade. 137

Essa estrutura de propriedade concentrada<sup>138</sup> decorre sobretudo do ambiente legal e macroeconômico doméstico preponderante no país, isto é, pautado por uma baixa eficiência da atuação judiciária, o que significa proteção legal insatisfatória aos investidores, bem como por décadas de economia instável, com ambiente de altas taxas de inflação.

Por isso, a evolução do cenário macroeconômico para um contexto de maior estabilidade exige a implementação das devidas reformas legal e institucional no que se refere à estrutura que regula o mercado de capitais e ao efetivo funcionamento das regras de governança corporativa.

137. Charles Oman ("Corporate governance in development: the experiences of Brazil, Chile, India and South Africa", OECD Development Center, 2003), em importante estudo apresentado sobre o tema, conclui que no Brasil o Estado ainda é o maior proprietário, seguido pelas famílias, o que demonstra cabalmente a elevada concentração de propriedade existente no país.

138. Há que se observar também que esse modelo de concentração de propriedade, embora gere muitas críticas por parte dos integrantes do nosso mercado, que consideram o modelo norte-americano de pulverização acionária superior ao modelo de propriedade concentrada, não é propriamente maléfico e a fonte de todos os infortúnios para a implantação da governança corporativa no país. Assim, apesar de defenderem que o modelo pulverizado norte-americano seria mais eficiente, uma vez que as companhias seriam dirigidas por administradores profissionais, sem a presença de acionistas controladores que tenderiam a centralizar todas as decisões e seriam menos propensos a aceitar a prestação de contas aos acionistas, na realidade, apresentam uma análise falha, conforme comprovam os recentes escândalos corporativos norte-americanos, como o da Enron e o da Worldcom, nascidos de abusos e fraudes perpetrados por membros da administração de grandes empresas, todas com capital pulverizado por milhares de acionistas e administradores profissionais. O próprio mercado norte-americano nos dá exemplos demonstrativos de que na análise das práticas de governança corporativa não há espaço para avaliações simplistas, pois duas das companhias mais valorizadas nos Estados Unidos, a Microsoft e a Wal-Mart, têm a figura do acionista controlador, ainda que seja na forma de controle minoritário.

Nesse sentido, já no que se relaciona ao novo cenário econômico do país,
um importante fato para esse início foi o
processo de privatização iniciado a partir
de 1990. Em conseqüência desse processo, já se pode notar a presença de grandes
corporações com menor concentração de
propriedade em importantes setores, como
o aço, a mineração, a energia, a infra-estrutura e no setor das telecomunicações, em
que o controle é compartilhado por grupos
locais, por fundos de pensão, por fundos
de investimento e por companhias estrangeiras.

A eficiência desses arranjos novos de controle ainda necessita ser incrementada, mas configura uma importante perspectiva, sobretudo para o ambiente propício às práticas de governança corporativa.

Importante mencionar também que essas mudanças econômicas devem ser acompanhadas por alterações na legislação, a fim de promover o desenvolvimento do mercado de capitais, possibilitando ao investidor toda a proteção de que necessita para investir nesse mercado. Isso porque regras claras de divulgação dos dados da companhia e uma proteção legal eficaz são condições imprescindíveis para o crescimento e o desenvolvimento desse mercado.

7.1 Aspectos legais da estrutura de propriedade das empresas abertas no Brasil

As regras de estrutura de propriedade das empresas abertas foram alteradas pela Lei 6.404/1976, 139 que modificou o

139. A Lei 6.404, de 15.12.1976, a chamada Lei das S/As, em substituição ao Decreto-lei 2.627/1940, praticamente inaugurou a era de sociedades por ações no Brasil, pois a lei anterior foi inicialmente voltada para empresas familiares da época e não havia conseguido democratizar e ampliar o acesso ao capital. Mas, a partir da intenção do Governo de atrair a poupança privada para o investimento em ações, a lei de 1976 mostrou-se, então, mais sofisticada e de maior abrangência, inserindo aprimora-

limite de ações preferenciais de 50% do capital social das empresas para dois terços do total de ações emitidas, sendo que os estatutos das empresas podiam deixar de reconhecer alguns direitos das ações preferenciais, como o direito a voto, em contrapartida a vantagens patrimoniais, que podiam consistir em prioridade na distribuição de dividendos ou reembolso do capital. A restrição era a de que nos casos de não-distribuição de dividendos fixos ou mínimos por três exercícios consecutivos as ações preferenciais teriam o direito assegurado de voto. 140

Porém, a partir de 1996 a Lei 6.404/1976 passou a sofrer as maiores alterações, sendo que a primeira modificação implementada nesse período foi promovida pela Medida Provisória 1.334/1996, que foi reeditada diversas vezes e convertida na Lei 9.447/1997, redefinindo as competências do Banco Central do Brasil e da CVM em relação às instituições financeiras.

A seguir, a Lei 9.457/1997 também alterou a Lei do Mercado de Valores Mobiliários, com o intuito de restaurar a credibilidade do mercado de capitais, oferecendo mais instrumentos para a CVM inibir e punir a prática de ilícitos no mercado financeiro, cada vez mais sofisticados e envolvendo maiores volumes de recursos.

Além disso, essa mesma lei alterou a Lei das S/As e, em relação à estrutura de propriedade das companhias abertas, passou a conferir aos portadores de ações preferenciais a garantia de dividendos no mínimo 10% maiores que os atribuídos às ações ordinárias, salvo se fosse garantido o direito a dividendos fixos ou mínimos.

mentos até então ausentes, como o conselho de administração, a representação de votos e novas regras contábeis.

140. Essa alteração no limite de emissão de ações preferenciais refletiu a preocupação da legislação, à época, de adaptar a tradição do empresariado brasileiro em não aceitar abrir mão da maioria das ações com direito a voto e, por conseqüência, do controle e, ao mesmo tempo, de permitir a atração de novos investidores interessados apenas na rentabilidade e na liquidez dos valores mobiliários.

Após, com a edição da Lei 10.303/2001, que ficou conhecida como "a nova Lei das S/As", as vantagens das ações preferenciais passaram a ser prioridade na distribuição de dividendos fixos ou mínimos, prioridade no reembolso de capital, com ou sem prêmio, ou a acumulação das preferências e vantagens anteriores.

Porém, para a admissão ao mercado de valores mobiliários, as ações preferenciais passaram a ter o direito de participar de distribuição de dividendos correspondente a um mínimo de 25% do lucro líquido do exercício, direito a recebimento de dividendo no mínimo 10% superior às ações ordinárias ou direito de serem incluídas na oferta pública de alienação de controle.

Essa lei também prevê que nas companhias desestatizadas pode ser criada a ação preferencial de classe especial ou golden share, de propriedade exclusiva do ente desestatizante, à qual o estatuto social pode conferir os poderes que especificar.

Outra alteração importante em relação à estrutura da propriedade das companhias abertas foi a alteração do número de ações preferenciais sem direito a voto, que passou a ter o limite de 50% do total das ações emitidas, sendo válida para as companhias novas e às companhias fechadas existentes no momento em que decidirem abrir seu capital.

#### 8. Conclusão

Procuramos, com o presente trabalho, demonstrar a importância e a atualidade do estudo da governança corporativa para o aperfeiçoamento e desenvolvimento do mercado de capitais em nosso país. Com o inexorável movimento de globalização da economia e seu reflexo no mercado de capitais, é inevitável que haja uma maior homogeneização das regras que regem as companhias abertas, na medida em que os investidores globais, tendo um enorme leque de opções para aplicação de seus re-

cursos e com liberdade para operar em vários países, estão cada vez mais exigentes com relação a seus investimentos.

Observamos que as regras de governança corporativa não estão dissociadas da realidade dos mercados em que são aplicadas, principalmente em relação à estrutura de propriedade das companhias.

Assim percebemos porque em mercados como o brasileiro, com predominância
de empresas com capital concentrado e
controlador definido, os principais problemas de governança envolvem o relacionamento entre o acionista controlador e
os acionistas minoritários, deixando para
segundo plano aqueles decorrentes da separação entre propriedade e controle entre
acionistas e gestores, típicos de mercados
com predomínio de empresas com capital
pulverizado.

No caso brasileiro merecem destaque as iniciativas adotadas para o aperfeiçoamento das regras de governança corporativa, em especial as alterações na Lei das S/As, introduzidas pela Lei 10.303/2001, e a iniciativa da BOVESPA de criar o *Novo Mercado*.

As alterações introduzidas na legislação societária foram de grande alcance e representam um avanço em relação à legislação anterior, embora existam certos setores do próprio mercado que as considerem tímidas e continuem a exigir novas mudanças, algumas claramente arbitrárias, como a transformação compulsória de todas as ações existentes em ações com direito a voto.

Na realidade, aqueles que clamam por novas e radicais alterações na legislação cometem um erro muito comum em nosso país: o de achar que basta mudar a lei para que todos os problemas estejam resolvidos. Essa postura é claramente equivocada e, apesar de ainda precisarmos de algumas alterações legislativas, o mais importante, conforme ficou demonstrado nesse trabalho, é que a comunidade e, em especial, o investidor tenham a certeza de que a atuação legal será efetiva.

Além disso, o caminho saudável a ser seguido não é o da intervenção estatal crescente para os diversos setores da economia, mas a auto-regulação, por meio da adoção voluntária de regras de governança corporativa por parte das empresas.

## Bibliografia

- BEBCHUK, Lucian. "A rent-protection theory of corporate ownership and control". Working Paper 7.203. Cambridge/MA, National Bureau of Economic Research, 1999.
- BERLE, Adolph, e MEANS, Garnier. The Modern Corporation and Private Property. Nova York, Macmillan, 1932.
- BHAGAT, Sanjai, e BLACK, Bernard. "The uncertain relationship between board composition and firm performance". Business Lawyer 54/921-963. 1999.
- Black's Law Dictionary. 8ª ed. 2004.
- CABLE, John, e STEER, Peter. "International organization and profit: an empirical analysis of large U.K. companies". *Journal of Industrial Economics* 27/13-30. 1978.
- CARLSSON, Rolf. Ownership and Value Creation: Strategic Corporate Governance in the New Economy. 1ª ed. Nova York, John Wiley & Sons, 2001 (307 pp.).
- CHARKHAM, Jonathan. Keeping Good Company: A Study of Corporate Governance in Five Countries. Oxford, Clarendon Press, 1994 (408 pp).
- CORE, John, e outros. Executive Equity Compensation and Incentives: a Survey. University of Pennsylvania, Working Paper, 2001.
- DEMSETZ, Harold, e LEHN, Kenneth. "The structure of corporate ownership: causes and consequences". *Journal of Political Economy* 93-6/1.155-1.177. Dezembro/1985.
- DENIS, Diane. "Twenty-five years of corporate governance research... and counting". Review of Financial Economics 10/191-212. 2001.
- ENGLISH II, Philip, McNEIL, Chris, e SMYTHE, Thomas. "The CALPERS effect revisited". *Journal of Corporate* Governance 180/1-18. 2003.

- FAMA, Eugene, e JENSEN, Michael. "Separation of ownership and control". *Journal of Law and Economics* 26/301-325. Junho/1983.
- GRAVA, William. Tese de Doutorado. São Paulo, USP.
- HART, Oliver. Firms, Contracts and Financial Structure. 1<sup>a</sup> ed. Oxford, Oxford University Press, 1995.
- HERMALIN, Benjamin, e WEISBACH, Michael. "Board of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature". NBR Working Paper 8.161. Cambridge/MA, 2001.
- HOSHI, Takeo, KASHYAP, Anil, e SCHARF-STEIN, David Scharfstein. "Corporate structure, liquidity and investment: evidence from japanese industrial groups". Quarterly Journal of Economics 106/33-60. Fevereiro/1991.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVER-NANÇA CORPORATIVA/IBGC. Disponível em http://www.ibgc.org.br (acesso em julho/2006).
- JENSEN, Michael. A Theory of the Firm: Governance, Residual Claims, and Organizational Forms. 1<sup>8</sup> ed. Cambridge/ MA, Harvard University Press, 2001 (320 pp.).
- . "The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems". *Journal of Finance* 48-3. Julho/1993.
- e FAMA, Eugene. "Separation of ownership and control". Journal of Law and Economics 26/301-325. Junho/1983.
- ry of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial Economics, 1976.
- KAMERSCHEN, David. "The influence of ownership and control on profit rates". *The American Economic Review* 58/432-447. 1968.
- KANG, Jun-Koo, e STULZ, René. "Do banking shocks afect borrowing firm performance? An analysis of the japanese experience". *Journal of Business* 73/1-23. 2000.

- KASHYAP, Anil, HOSHI, Takeo, e SCHARF-STEIN, David Scharfstein. "Corporate structure, liquidity and investment: evidence from japanese industrial groups". Quarterly Journal of Economics 106/33-60. Fevereiro/1991.
- KOLE, Stacey. "Measuring managerial equity ownership: a comparison of sources of ownership data". Journal of Corporate Finance: Contracting, Governance and Organization 1/413-435. 1996.
- LA PORTA, Rafael, e outros. "Corporate ownership around the world". *Journal of Fi*nance 54-2/471-517. Abril/1999.
- "Investor protection and corporate governance". *Journal of Financial Economics* 58/3-27. Outubro/2000.
- Political Economy. 1998.
- LEAL, Ricardo, e outros. "Ownership, control and corporate valuation of brazilian companies". *OECD Working Paper*. Abril/2000.
- , e VALADARES, Sílvia. "Ownership and control structure of brazilian companies". Unpublished Working Paper (disponível em http://www.independent. org/tii/content/pubs/review/TIR12.html).
- LEHN, Kenneth, e DEMSETZ, Harold. "The structure of corporate ownership: causes and consequences". *Journal of Political Economy* 93-6/1.155-1.177. Dezembro/1985.
- McNEIL, Chris, ENGLISH II, Philip, e SMYTHE, Thomas. "The CALPERS effect revisited". *Journal of Corporate* Governance 180/1-18. 2003.
- MEANS, Garnier, e BERLE, Adolph. The Modern Corporation and Private Property. Nova York, Macmillan, 1932.
- MECKLING, William, e JENSEN, Michael. "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure". *Journal of Financial Economics*. 1976.

- MORCK, Randall, e NAKAMURA, Masao. "Banks and corporate control in Japan". Journal of Finance 54-1/319-340. Fevereiro/1999.
- , SHLEIFER, Andrei, e VISHNY, Robert. "Management ownership and market valuation: an empirical analysis". *Journal of Financial Economics*. 1988 (pp. 293-315).
- NAKAMURA, Masao, e MORCK, Randall. "Banks and corporate control in Japan". Journal of Finance 54-1/319-340. Fevereiro/1999.
- OMAN, Charles. Corporate Governance in Development: the Experiences of Brazil, Chile, India and South Africa. OECD Development Center, 2003.
- PAGANO, Marco, PANETTA, Fábio, e ZIN-GALES, Luigi. "Why do companies go public? An empirical investigation". Journal of Finance 53. Fevereiro/1998.
- PORTER, Michael. "Capital disadvantage: America's falling capital investement system". *Harvard Business Review* 46. Setembro-outubro/1992.
- RAPPAPORT, Alfred. Creating Shareholder Value – A Guide for Managers and Investors. 2ª ed. The Free Press, 1998 (205 pp.).
- ROE, Mark. Strong Managers Weak Owners: the Political Roots of American Corporate Finance. 2<sup>8</sup> ed. Princeton/New Jersey, Princeton University Press, 1994 (324 pp.).
- SAVOIA, José Roberto. "O processo de reformas da Previdência no Brasil: uma visão dos fundos de pensão". Boletim de Previdência Complementar 1-10. Maiojunho/2001.
- SCHARFSTEIN, David Scharfstein, HOSHI, Takeo, e KASHYAP, Anil. "Corporate structure, liquidity and investment: evidence from japanese industrial groups". *Quarterly Journal of Economics* 106/33-60. Fevereiro/1991.
- SCHEINKMAN, José Alexandre. O Desenvolvimento do Mercado de Capitais no Brasil. Disponível em: http://www.princeton.edu.
- SHLEIFER, Andrei, MORCK, Randall, e VISHNY, Robert. "Management ownership and market valuation: an empirical

- analysis". Journal of Financial Economics. 1988 (pp. 293-315).
- —, e VISHNY, Robert. "A survey of corporate governance". *Journal of Fi*nance 52-2/737-783. Junho/1997.
- SMYTHE, Thomas, ENGLISH II, Philip, e McNEIL, Chris. "The CALPERS effect revisited". *Journal of Corporate Governance* 180/1-18. 2003.
- STEER, Peter, e CABLE, John. "International organization and profit: an empirical analysis of large U.K. companies". *Journal of Industrial Economics* 27/13-30. 1978.
- STULZ, René. "Managerial control of voting rights: financing policies and the market for corporate control". *Journal of Financial Economics* 27/13-30. 1978.
- , e KANG, Jun-Koo. "Do banking shocks afect borrowing firm performance? An analysis of the japanese experience". *Journal of Business* 73/1-23. 2000.
- VALADARES, Sílvia, e LEAL, Ricardo. "Ownership and control structure of brazilian companies". Unpublished Working Paper (disponível em http://www.independent.org/tii/content/pubs/review/TIR12.html).
- VISHNY, Robert, e SHLEIFER, Andrei. "A survey of corporate governance". *Journal of Finance* 52-2/737-783. Junho/1997.
- , MORCK, Randall, e SHLEIFER, Andrei. "Management ownership and market valuation: an empirical analysis". *Journal of Financial Economics*. 1988 (pp. 293-315).
- WALD, Arnoldo. "O governo das empresas". Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem 15/53-78. Ano 5. São Paulo, Ed. RT, 2002.
- WEISBACH, Michael, e HERMALIN, Benjamin. "Board of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature". NBR Working Paper 8.161. Cambridge/MA, 2001.
- ZINGALES, Luigi, PAGANO, Marco, e PANETTA, Fábio. "Why do companies go public? An empirical investigation". *Journal of Finance* 53. Fevereiro/1998.