

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA

GOVERNANÇA CORPORATIVA

FELIX ARTHUR GARCIA

matrícula nº 7.000.191

ORIENTADOR: Prof.. Marcus de Freitas Henriques

JULHO 2005

## SUMÁRIO

<b>I. INTRODUÇÃO.....</b>	<b>3</b>
<b>II. IMPORTÂNCIA DO TEMA.....</b>	<b>3</b>
<b>III. GOVERNANÇA CORPORATIVA.....</b>	<b>6</b>
<b>III.1</b> <b>Conceito.....</b>	<b>6</b>
<b>III.2</b> <b>Códigos de Melhores Práticas de Governança Corporativa.....</b>	<b>11</b>
<b>III.3</b> <b>A Governança Corporativa e o Problema de Agência.....</b>	<b>13</b>
<b>IV. AS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL.....</b>	<b>23</b>
<b>IV.1</b> <b>Evolução Recente.....</b>	<b>23</b>
<b>IV.2</b> <b>O Novo Mercado.....</b>	<b>26</b>
<b>IV.3</b> <b>O Papel dos Investidores Institucionais.....</b>	<b>31</b>
<b>IV.4</b> <b>A Reforma da Lei das Sociedades Anônimas.....</b>	<b>36</b>
<b>V. CONCLUSÃO.....</b>	<b>37</b>
<b>VI. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....</b>	<b>39</b>

## **Introdução**

A governança corporativa das companhias tem sido objeto de vários estudos nacionais e internacionais e é amplamente reconhecida como um fator essencial para o acesso das empresas ao mercado de capitais.

Ao procurar definir princípios que visam compor os diversos interesses afetados pelas leis, regras e regulamentos internos que regem o governo das companhias sua conceituação apresenta grande abrangência podendo incluir apenas os interesses dos acionistas da sociedade ou, de maneira mais ampla, outros interesses que não exclusivamente o interesse dos acionistas, mas também dos empregados, consumidores, membros da comunidade em que a companhia está inserida e outros.

O estudo da governança corporativa vai tratar do conjunto de instrumentos de natureza pública e privada, que incluem leis, normativos expedidos por órgãos reguladores, regulamentos internos das companhias e práticas comerciais que organizam e comandam a relação, numa economia de mercado, entre os controladores e administradores de uma empresa, de um lado, e aqueles que nela investem recursos através da compra de valores mobiliários por ela emitidos como, entre outros, os acionistas minoritários e debenturistas.

A discussão sobre governança corporativa surgiu para superar o chamado conflito de agência dos gestores, que é resultado da separação entre a propriedade e a gestão nas companhias. Esse conflito de interesses pode assumir características distintas em função da estrutura de propriedade das empresas.

Independentemente da questão terminológica, a governança corporativa é entendida como a regulamentação da estrutura administrativa da sociedade anônima, através (i) do estabelecimento dos direitos e deveres dos vários acionistas e (ii) da dinâmica e organização dos poderes.

Segundo o Professor Arnold Wald, a governança corporativa “*significa 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 minoria. Através 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 grupo de controle.

Como área de estudos a governança corporativa inclui conhecimentos de finanças, economia e direito e seu estudo ganha relevância crescente a partir de meados da década de oitenta, inicialmente nos Estados Unidos e na Grã-Bretanha. Para realçar a atualidade do tema, podemos citar Zingales (1998, p.1) que afirma que o próprio termo governança corporativa nem mesmo existia na literatura de administração de empresas no início dos anos oitenta.

O estudo da governança corporativa não deve ficar restrito a aspectos meramente teóricos e abstratos, mas, ao contrário, deve sempre levar em consideração que através da introdução de regras corporativas e procedimentos gerenciais é possível alcançar uma estrutura de governança que resulte na valorização da companhia pelo mercado e crie valor para os acionistas.

A importância que os controladores e administradores devem dar a esse tipo de enfoque do tema pode ser medida pela seguinte observação de Rappaport (1998, p.1):

*“avaliar a empresa como intuito de gerenciá-la com base na evolução do seu valor é preocupação atual de praticamente todos os principais executivos, fazendo com que nos próximos anos a criação de valor para o acionista provavelmente se torne o padrão global para mensuração do desempenho do negócio”.*

## **II. Importância do Tema**

A principal função do Mercado de Capitais é promover o financiamento das atividades produtivas em uma economia, atuando como instrumento de captação e transferência de recursos dos investidores para as companhias. Esse modelo de

financiamento, conhecido como modelo do financiamento direto ou Modelo Americano, devido à grande importância que tem neste último mercado, é ainda bastante incipiente no caso brasileiro, apesar dos avanços alcançados nos últimos anos.

Com o esgotamento nas últimas décadas do modelo de financiamento do setor produtivo através de créditos oficiais subsidiados, modelo este responsável em grande parte pelo extraordinário crescimento da economia brasileira nas décadas de 1950 a 1970, ficou evidente que um novo modelo de financiamento deveria surgir e nele o Mercado de Capitais deve ter importante papel.

Na realidade, já em meados da década de 1960, através da edição da lei nº 4.728/65, que normatizou o Mercado de Capitais em nosso país e era parte de uma série de novas normas legislativas que tinham por objetivo a modernização de todo o mercado financeiro, o governo brasileiro reconhecia a importância do Mercado de Capitais e tentava incentivar o seu crescimento.

Com este objetivo, várias medidas foram adotadas como, por exemplo: a criação dos chamados Fundos 157, que permitiam ao contribuinte utilizar 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 ações decorrentes de aumentos de capital e programas de financiamento a juros subsidiados efetuados pelo BNDES – Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social aos subscritores de ações distribuídas publicamente.

Apesar de todos esses incentivos o mercado de capitais não teve o crescimento esperado, ainda que em alguns momentos tenha havido um aumento na quantidade de companhias abrindo seu capital e um volume razoável de recursos captados pelas empresas através de ofertas públicas de ações como na primeira metade da década de 1980.

Os problemas financeiros do Estado, agravados a partir da crise da dívida externa dos países em desenvolvimento após 1982, leva ao esgotamento do modelo de financiamento oficial, incentivos fiscais e subsídios para as empresas e os investidores.

Nessa nova realidade de mercado, a captação de recursos pelas empresas via mercado de capitais passa a depender da decisão voluntária dos investidores, que em mercados com o nível de desenvolvimento do mercado brasileiro possuem, em geral, pouco ou nenhum conhecimento sobre as possibilidades de investimento existentes. É com o objetivo de incentivar novos investidores a aplicarem seus recursos voluntariamente no mercado, que se tem procurado aperfeiçoar as regras de governança proporcionando mais direitos e garantias aos investidores.

Mais especificamente em relação ao mercado acionário, fatos como os abusos ocorridos durante o “boom” das bolsas brasileiras em 1971 de curta duração e seguido por vários anos de mercado deprimido e algumas ofertas públicas de ações de companhias extremamente frágeis e sem qualquer compromisso com seus acionistas, geraram grandes perdas aos investidores e mancharam de forma surpreendentemente duradoura a reputação desse mercado.

Dessa forma, é consenso entre todos que militam no mercado de capitais a importância da adoção de boas práticas de governança corporativa por parte das empresas que precisam captar recursos junto a um público investidor ainda traumatizado por todas as experiências negativas anteriormente citadas.

### **III. Governança Corporativa**

#### **III.1 Conceito**

O termo governança corporativa foi criado no início da década de 1990 nos países desenvolvidos, mais especificamente nos Estados Unidos e na Grã-Bretanha, para definir as regras que regem o relacionamento dentro de uma companhia dos interesses de acionistas controladores, acionistas minoritários e administradores.

Este instituto é relativamente novo no Brasil, sendo fruto de enormes controvérsias, entre as quais, podemos citar, primeiramente, sua terminologia. Para grandes mestres, como o Professor Arnold Wald, a terminologia correta é “governo das empresas”. Segundo o jurista:

*“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, sendo inclusive uma reminiscência medieval... Acresce que os adjetivos corporativo e corporativista tem sentido pejorativo, dando idéia de prevalência de interesses de um grupo ou de uma classe. Ao contrário desta noção, o termo governança das empresas pretende denominar a renovação da entidade, atendendo aos interesses de todos aqueles que a integram ou com ela colaboram.”* .

Vários autores estrangeiros já definiram o conceito de governança corporativa, entre as principais definições podemos citar as de:

Shleifer e Vishny (1997):

*“governança corporativa lida com as maneiras pelas quais os fornecedores de recursos garantem que obterão para si o retorno sobre seu investimento”*

La Porta *et al.* (2000):

*"governança corporativa é o conjunto de mecanismos que protegem os investidores externos da expropriação pelos internos (gestores e acionistas controladores)"*

Jensen (2001):

*"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"*

No Brasil, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC – apresentou a seguinte definição, bastante abrangente e estabelecendo seus principais objetivos:

*“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 privatização, a globalização e o afastamento das famílias, a Governança Corporativa colocou o Conselho entre a Propriedade e a Gestão.”*

Para José Alexandre Scheinkman, Governança Corporativa seria:

*“todo um conjunto de mecanismos que investidores não controladores (acionistas minoritários e credores) têm à sua disposição para limitar a expropriação [dos direitos dos minoritários e credores pelos administradores e majoritário]. Estes mecanismos prescrevem regras de conduta para a empresa e de ‘disclosure’, e garantem a observância das regras (enforcement).”* Uma vez que, *“em muitos casos, os responsáveis pela condução de uma empresa e/ou acionistas majoritários podem tomar decisões, após a venda de ações aos minoritários, que prejudiquem o interesse destes.”*

Nesse ponto, é importante ressaltar que as definições acima têm como base uma visão contratualista das companhias, que leva em conta apenas os interesses do grupo de sócios das empresas, o modelo *shareholder*, que vigora principalmente nos Estados Unidos e no Reino Unido.

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

O conceito de governança corporativa pela ótica da maximização da riqueza dos acionistas como principal responsabilidade dos executivos contraria o chamado modelo de equilíbrio dos interesses dos *stakeholders*<sup>1</sup> como principal objetivo dos executivos.

A visão de governança corporativa que tem por base o modelo *stakeholders* é criticada por Jensen (2001, p.2) ao afirmar que:

*“conceder o controle a qualquer outro grupo que não aos acionistas seria o equivalente a permitir que este grupo jogasse poker com o dinheiro dos outros, criando ineficiências que levariam à possibilidade de fracasso da corporação. A negação implícita desta proposição é a falácia que se esconde por trás da chamada teoria dos stakeholders”.*

Indo além, para Jensen (2001, p. 2), os proponentes da teoria de equilíbrio dos interesses dos *stakeholders* não explicam como os conflitos entre diferentes *stakeholders* deveriam ser resolvidos. Segundo o autor;

*“esta teoria deixa os executivos sem qualquer princípio para tomada de decisão, fazendo-os responsáveis por ninguém a não ser por suas preferências pessoais –*

---

<sup>1</sup> Os *stakeholders* são todos os envolvidos com a companhia, como clientes, empregados, fornecedores, etc.

*ironicamente o oposto do que os defensores da teoria dos stakeholders desejam alcançar”.*

Apesar das colocações acima, não se pode negar que o conceito de Governança Corporativa pela ótica dos *stakeholders* tem abrangência muito mais ampla quando identifica não apenas o acionista minoritário, mas também outros grupos que podem ser afetados pela atuação da companhia.

Tomemos como 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 estes últimos e os acionistas.

Isto acontece porque mesmo tendo os credores direito ao adimplemento de uma renda fixa sobre capital emprestado e, logo, não sujeitos ao recebimento de valores apenas quando da apuração de lucro, esses estão sujeitos ao risco de crédito decorrente da possibilidade do devedor descumprir com sua obrigação por incapacidade de fazê-lo.

Nesse sentido, o credor, que também é um investidor, por abrir mão de recursos, mesmo que temporariamente, em troca de um ativo emitido por uma firma, também é afetado pela política de governança corporativa dessa empresa, visto que é através dela que esses podem monitorar a atuação dos gestores da empresa em direção a viabilizar o futuro pagamento de seus empréstimos.

A legislação societária brasileira reconhece a importância do atendimento aos interesses dos *stakeholders* em diversos artigos da Lei nº 6.404/76. No parágrafo único do artigo 116, está dito que “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”. Também o artigo 117 que prevê hipóteses de modalidades de abuso de poder, inclui entre elas a orientação da companhia para fim estranho ao objeto social ou lesivo ao interesse nacional.

Já no parágrafo 4º do artigo 154 está previsto que 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.

Ainda que reconhecendo a importância desta última visão de governança corporativa, o presente trabalho vai se concentrar apenas no conceito mais estrito do tema que trata apenas do relacionamento entre acionistas controladores e administradores e acionistas minoritários.

### **III.2 Códigos de Melhores Práticas de Governança Corporativa**

Com a evolução e a importância cada vez maior do estudo da governança corporativa foram surgindo, inicialmente nos países com mercado de capitais mais desenvolvidos, os “Códigos de Melhores Práticas de Governança Corporativa”.

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 corporativas relacionadas a aspectos contábeis, que deu origem ao *The Cadbury Report*, publicado em 01.12.92.

Devido à limitação dos temas tratados no relatório preparado pelo comitê *Cadbury*, foram posteriormente instalados dois novos comitês: comitê *Greenbury* e comitê *Hempel*,

abordando temas como a remuneração de executivos e conselheiros e as atribuições e responsabilidades do Conselho de Administração.

Como exemplo de outros códigos voltados para a governança corporativa no exterior podemos citar, entre outros, os seguintes: *The OECD Report*, publicado em abril de 1999, *The NACD Report*, relatório preparado pela *National Association of Corporate Directors* e publicado em novembro de 1996, *Euroshareholders Corporate Governance Guideline 2000*, publicado pelo *European shareholders Group* em fevereiro de 2000 e *Global Share Voting Principles*, publicado pela *International Corporate Governance Network* – ICGN em julho de 1998.

Vários investidores institucionais estrangeiros também passaram a criar seus próprios códigos com regras de governança corporativa que devem ser adotadas pelas empresas nas quais investem.

Um dos maiores e mais importantes Fundos de Pensão americanos, a CALPERS – *Califórnia Public Employees' Retirement System*, preparou um documento denominado *Corporate Governance Core Principles and Guidelines*, com princípios básicos e regra de governança tais como: independência, funcionamento e avaliação do Conselho de Administração, remuneração de executivos e características dos diretores individuais e direito dos acionistas.

Na mesma linha, a TIAA-CREF – *Teachers Insurance and Annuity Association – College Retirement Equities Fund*, através de seu Comitê de Governança Corporativa e Responsabilidade Social, edita regularmente um relatório denominado *Policy Statement on Corporate Governance*, periodicamente atualizado, com regras de governança envolvendo o Conselho de Administração, direito dos acionistas, remuneração de executivos, o papel de conselheiros independentes tais como: auditores, firmas de advogados e bancos de investimento, governança corporativa em companhias domiciliadas fora dos EUA e questões relacionadas à responsabilidade social das companhias.

No Brasil os principais investidores institucionais também têm adotado códigos de melhores práticas de governança corporativa. 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 fiscais das empresas em que participa.

### **III.3 A Governança Corporativa e o Problema de Agência**

A idéia de governança corporativa é antiga, ainda que tenha se desenvolvido de maneira mais visível a partir da década de 1980, e tem a sua origem nos chamados problemas de agência, que nascem com 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 controle.

Os acionistas, agora em sua maioria distantes do controle, tinham que assegurar de alguma forma que as decisões de seus administradores estavam alinhadas com seus interesses, fato que culminou no objeto de estudo da “Teoria das agências”, a relação “agente-principal”.

A caracterização do problema da agência é desenvolvida por Shleifer e Vishny (1997) da seguinte forma:

*“O empreendedor, ou gestor, capta recursos dos investidores para aplicá-los em projetos rentáveis ou para se apropriar destes recursos. Os investidores por sua vez, necessitam de gestores qualificados para fazer com que os recursos acumulados possam ser aplicados em projetos rentáveis. Como normalmente os empreendedores ou gestores, necessitam do capital dos investidores para concretização de seus objetivos, pois, ou não dispõem de recursos*

*suficientes, ou desejam diversificar seus investimentos, e, os investidores têm consciência da possibilidade de apropriação de seus recursos pelos gestores, o problema da agência que se coloca é: como garantir aos investidores que seus recursos sejam aplicados atendendo aos seus interesses?”.*

A pesquisa sobre o problema de agência teve início com o trabalho pioneiro de Jensen e Meckling (1976) e procura analisar a chamada “relação de agência” que surge quando um ou mais indivíduos, denominados “principais”, contratam outros indivíduos ou grupo de indivíduos, denominados “agentes”, para realização de um serviço que prescinde da outorga de autoridade para tomada de decisão aos “agentes” pelos “principais” em seu nome e interesses. O problema de agência passa a existir no momento 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 se estabelecem 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 benefício daqueles. A necessidade de melhores práticas de governança corporativa nasce como uma forma de resposta a esse conflito e visa evitar a expropriação da riqueza do acionista pelos gestores.

Jensen e Meckling (1976, p. 308), definem 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”.*

Segundo os autores, se ambas as partes agem tendo em vista a maximização das suas utilidades pessoais, existe 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 em custos para os acionistas, que são chamados custos de agência. Segundo Jensen e Meckling (1976, p. 308), os custos de agência são a soma dos:

1. custos de criação e estruturação de contratos entre o principal e o agente;
2. gastos de monitoramento das atividades dos gestores pelo principal;
3. gastos promovidos pelo próprio agente para mostrar ao principal que seus atos não serão prejudiciais ao mesmo;
4. perdas residuais, decorrentes da diminuição da riqueza do principal por eventuais divergências entre as decisões do agente e as decisões que iriam maximizar a riqueza do principal.

Os “conflitos de agência” apresentam características distintas em função da estrutura de propriedade das companhias, de tal forma que nos mercados de modelo anglo-saxão, com estrutura de propriedade acionária pulverizada, estes opõem de um lado os administradores e de outro os acionistas, em grande número e, geralmente, com participações individuais muito pequenas.

Podemos afirmar então que os conflitos de agência dizem respeito ao risco de expropriação da riqueza dos investidores pelos gestores na hipótese de empresas com estrutura de capital pulverizada e separação de gestão e propriedade, ou, de expropriação da riqueza dos acionistas minoritários pelo acionista controlador, quando este exerce poder total sobre os gestores.

Nesse modelo, o problema de agência pode ocorrer, por exemplo, quando os administradores passam a adicionar às suas remunerações originais uma série de regalias e privilégios, estipulam altas participações nos lucros ou tentam maximizar o tamanho da empresa (como estratégia de se manterem no poder), o que fatalmente diminui os lucros. Analogamente, isso acontece quando a partir de uma gestão desastrosa, os administradores, para manter seus empregos, fazem com que as demonstrações de resultados se apresentem positivas, quando, de fato, não o são.

Nas companhias com capital pulverizado os problemas de agência tendem a ser amplificados pela ocorrência da situação conhecida como *free rider*, que ocorre quando o capital extremamente pulverizado torna a participação individual de cada acionista tão reduzida que não justifica o efetivo exercício do direito de participação dos acionistas nos negócios sociais.

A esse respeito, Holderness (2002) apresenta, como fatores motivadores da concentração da propriedade, a existência de benefícios de controle, compartilhados e privados e o primeiro fator seria a possibilidade de um monitoramento superior da administração por parte do acionista controlador, o que eliminaria o efeito *free rider* do controle muito fragmentado e proporcionaria um maior incentivo para a maximização do valor da empresa, benefício a ser compartilhado com os demais acionistas.

A existência de ações preferenciais sem direito a voto, a adoção de estruturas piramidais de controle e participações cruzadas resultando em estruturas de controle minoritário permitem que acionistas controlem a empresa, mesmo participando minoritariamente do capital social.

Dessa forma, ocorre a separação entre os fluxos de caixa e os direitos de controle da gestão das companhias, permitindo que um acionista ou grupo de acionistas mantenham o controle da companhia mesmo não possuindo a maior parte dos direitos sobre o fluxo de caixa.

Estudo realizado pelo professor Alexandre di Miceli, do laboratório de Finanças da Universidade de São Paulo calculou um índice para medir o risco de descasamento de interesses entre acionistas controladores e acionistas minoritários, através da apuração do total de ações com direito de voto – ordinárias (ON) – de propriedade do controlador e a comparação desse percentual com o total de ações da companhia, ordinárias e preferenciais, que esse mesmo acionista possuía.

De acordo com o pesquisador, quanto maior a diferença entre os dois indicadores, maior é o perigo de desalinhamento de interesses entre controladores e minoritários, ou como explica o professor:

*“Quando o grupo consegue controlar a empresa com um baixo percentual do capital total, isso significa que ele tem um percentual alto de ON’s. E, teoricamente, não tem muito interesse na distribuição dos dividendos e dos lucros, porque o chamado direito ao fluxo de caixa é baixo.”*

*“Pode ocorrer por exemplo, de o controlador preparar a empresa para uma venda na qual ele vai conseguir um bom prêmio de controle que não será dividido com os preferencialistas”, exemplifica. “Ou pior, o controlador pode simplesmente usar o caixa da empresa para fins particulares. Ou seja, ele usa o dinheiro de todos os acionistas para algo de que só ele vai usufruir.”*

No Brasil a forma mais comum de criação de estruturas de controle minoritário é através da criação de ações sem direito a voto. A lei 6.404/76, que regula as sociedades anônimas no Brasil autorizou a emissão dessas até o limite de 2/3 do capital social da companhia, procurando compensar essas ações com preferências sobre o fluxo de caixa, razão pela qual foram denominadas ações preferenciais. Essa proporção foi posteriormente reduzida para 50% com o advento da lei nº 10.303/2001.

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, que elege a

maioria dos administradores e é quem realmente tem o poder de mando na companhia, e de outro lado os acionistas minoritários.

A possibilidade de o acionista controlador ter acesso a benefícios especiais não extensivos aos minoritários fica evidenciada pelo prêmio inserido no valor do bloco de controle das companhias. Caso os acionistas minoritários usufríssem os mesmos benefícios dos controladores, o prêmio de controle não teria sentido econômico para existir.

O prêmio de controle é geralmente justificado pela possibilidade de o detentor da participação majoritária ser capaz de definir os rumos da companhia e geri-la sem a interferência de terceiros, diretamente ou através da eleição de administradores que sigam as políticas por ele traçadas. Este, no entanto, é apenas um dos fatores que justificariam o desembolso adicional necessário para a aquisição do bloco de controle e que representam um motivador à concentração da propriedade.

Na realidade, ainda que reconhecendo a importância da justificativa acima, é muito mais relevante como fator de incentivo à concentração acionária a utilização pelos acionistas controladores do poder de mando representado pelo seu lote de ações com o objetivo de usufruir os benefícios privados do controle, que não estão disponíveis aos acionistas minoritários.

Deve-se atentar para o fato de que, apesar de os benefícios privados de controle serem normalmente negativos, pois transferem valor dos demais acionistas (ou seja, representam um desconto sobre o valor da empresa), algumas vezes, podem ser positivos, como no caso de sinergias com empresas associadas ao acionista controlador, ou com o comprometimento pessoal do acionista controlador com a empresa, o que tem o potencial de criação de valor para os demais acionistas.

Em um modelo como o brasileiro, que permite a convivência de ações com e sem direito a voto e no qual o controle das companhias pode ser exercido pela propriedade apenas da maioria do capital votante, é mais provável que venha a ocorrer um descasamento de interesses entre acionistas minoritários e controladores, por exemplo, na

distribuição de dividendos, menos importantes para estes últimos dada sua pequena participação no capital total, mas essenciais para os minoritários, especialmente os acionistas preferencialistas.

Dessa forma, de acordo com a conclusão do professor Alexandre di Micheli, anteriormente reproduzida, do ponto de vista dos minoritários o ideal é que exista um equilíbrio entre as ações ordinárias e preferenciais em poder do grupo controlador de tal forma que aumente a convergência de interesses entre os dois grupos de acionistas.

Para avaliar a realidade do mercado brasileiro, podemos citar o estudo realizado pelo professor Wiliam Grava, do Instituto Brasileiro do Mercado de Capitais (Ibmecc), que mediu o grau de concentração de capital nas empresas brasileiras através de levantamento feito com 1004 companhias abertas, e revelou que 904 delas (90% do total) possuem apenas um grupo controlador. O estudo mostra também que, em 61% das empresas, o grupo controlador detém mais de 90% das ações ordinárias.

Entretanto, em termos de percentual de ações em poder do grupo controlador o estudo constatou que embora a legislação vigente até 2001 permitisse a existência de 2/3 de ações sem direito a voto nas companhias, o que tornava possível o exercício do controle com apenas 16,7% do capital total da companhia, correspondente a 51% das ações ordinárias, o controlador possuía em média 43,85% do capital total, uma parcela muito superior ao mínimo necessário para exercer o controle, existindo ainda um equilíbrio entre as ações ordinárias e preferenciais em seu poder.

Portanto, estamos distantes da situação limite na qual o controlador exerce seu poder com o mínimo de capital investido e uma baixa participação no capital total, o que significa que é pequeno seu direito de participação no fluxo de caixa.

Resumindo, podemos afirmar que em ambos os modelos de estrutura de propriedade, pulverizada, como no caso norte-americano, ou concentrada, como no caso brasileiro, as práticas de governança corporativa irão sempre buscar os mesmos objetivos finais, tais

como: transparência de informações, proteção dos acionistas e maximização do valor da companhia.

No entanto, os problemas a serem enfrentados para alcançar estes objetivos decorrem de realidades corporativas diversas e, muitas vezes, irão exigir remédios diferentes de governança. No primeiro caso, estamos diante do risco de expropriação da riqueza de todos os acionistas pelos administradores, que na prática, detêm o poder na sociedade através da utilização de instrumentos como o voto por procuração (controle gerencial). Na outra hipótese, o objetivo deve ser defender o acionista minoritário de abusos cometidos pelos acionistas controladores.

Para exemplificar como as próprias regras de governança corporativa variam em decorrência dos diferentes modelos de estrutura acionária, podemos citar o exemplo do instituto do chamado *tag along*, que torna obrigatória a realização de oferta pública de compra de ações dos minoritários ordinaristas nas mesmas condições pagas aos controladores, quando da alienação do controle da companhia, introduzido pela lei 6.404/76 e considerado um dos instrumentos mais importantes para garantir um tratamento equitativo a todos os acionistas.

Em um modelo como o brasileiro, de propriedade concentrada, sua importância claramente se destaca. No entanto, outra é a realidade quando se trata de um modelo de propriedade pulverizada, quando a introdução desse tipo de regra pode ter outro significado, podendo servir como uma forma de impedir tentativas hostis de tomada do controle de companhias com o capital muito disperso, perpetuando no poder os administradores ou grupos de controle com pequena participação no capital.

Regras desse tipo são conhecidas no mercado americano como “*poison pill*”<sup>2</sup> e foram introduzidas nos estatutos das companhias durante a década de 1980 quando houve naquele país um grande aumento das tentativas hostis de tomada do controle. A justificativa para a

---

<sup>2</sup> estratégia utilizada pelas corporações americanas para desencorajar as tomadas hostis de controle, ao tornar suas ações menos atrativas aos adquirentes. Podem ser de dois tipos conhecidos como: “flip-in”, que permite aos atuais acionistas (com exceção do adquirente) comprarem mais ações com desconto e “flip-over”, que permite aos acionistas comprarem ações da adquirente com desconto após a aquisição do controle.

introdução desse tipo de cláusula defensiva era a de conferir estabilidade à administração da companhia e de obrigar o comprador a negociar com a administração da companhia o melhor preço possível para todos os acionistas.

Entretanto, na prática ocorreram diversos abusos com a introdução de regras que inviabilizavam as tomadas de controle e objetivavam apenas perpetuar os administradores em seus cargos e impedir que os acionistas vendessem suas ações a preços atraentes. O combate a essas cláusulas abusivas foi e continua sendo uma das principais bandeiras dos ativistas dos direitos dos acionistas.

No Brasil, o controle das companhias firmemente concentrado nas mãos de grupos controladores torna desnecessária a adoção de mecanismos de defesa desse tipo. No entanto, já podemos observar em algumas empresas que abriram seu capital recentemente, em especial aquelas que possuem apenas ações ordinárias ou que pretendem em algum momento pulverizar o capital no mercado, a adoção de cláusulas estatutárias criando restrições à aquisição em bolsa ou particularmente de lotes significativos, ainda que não controladores, de ações.

Em um dos mais casos mais bem sucedidos de abertura de capital (IPO – Initial Public Offering<sup>3</sup>) realizado em 2004, o Estatuto Social da companhia emissora, que possui apenas ações ordinárias, contém cláusula que torna praticamente impossível a tomada de controle através da compra de ações em mercado ao determinar que qualquer pessoa ou grupo de pessoas atuando em conjunto, que se torne titular de mais de 15% ou mais do capital social da companhia, fica obrigada a realizar oferta de compra da totalidade das ações, sob pena de ter o direito de voto de suas ações suspenso por decisão de assembléia geral convocada para este fim.

O preço da oferta deverá ser a soma de um prêmio de 50% sobre o maior valor que for apurado de acordo com os seguintes critérios: a cotação unitária mais alta das ações no período de doze meses anterior à oferta; o preço mais alto pago pelo acionista adquirente, a qualquer tempo, para uma ação ou lote de ações da companhia; ou o valor equivalente a 12

---

<sup>3</sup> No mercado dos Estados Unidos, primeiro lançamento de ações ao público realizado por uma empresa.

vezes o Ebitda médio da companhia dividido pelo número total de ações, deduzido o endividamento consolidado líquido.

A utilização desse tipo de cláusula é justificada como uma forma de dificultar tentativas de aquisição da companhia sem negociação com os atuais controladores e evitar a concentração das ações em poder de um grupo pequeno de investidores, mas poderia ser entendida como uma forma de proteção da posição de controle e restrição à livre negociação das ações, vedada para as companhias abertas pelo art. 36 da Lei 6.404/76, ao impor, através de custos adicionais que podem ser elevados, obrigações que a própria lei ou regulamento da CVM não prevê.

Tal cláusula pode criar dificuldades para os investidores assumirem sozinhos ou em grupo uma posição que lhes permita maior influência na condução dos negócios sociais e, na hipótese do limite fixado para a obrigatoriedade da realização da oferta de compra ser inferior ao estabelecido nesse caso, pode impedir o exercício de alguns direitos tais como, entre outros, a eleição de membros do Conselho de Administração, seja pelo voto múltiplo ou pela votação em separado e a eleição de membro do Conselho Fiscal.

Finalmente, acho importante comentar que na comparação entre os dois modelos de distribuição acionária existe uma tendência, muito comum entre os integrantes do nosso mercado, de considerar o modelo americano de pulverização acionária superior ao modelo de propriedade concentrada. O primeiro 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, não é possível aceitar esse tipo de análise, como provam os recentes escândalos corporativos americanos, nascidos de abusos e fraudes perpetradas por membros da administração de grandes empresas norte-americanas como, entre outras, a Enron e a

WorldCom, todos envolvendo grandes corporações com capital pulverizado por milhares de acionistas e administradores profissionais.

Foi como resposta aos abusos praticados que o congresso norte-americano aprovou a Lei Sarbanes-Oxley, que impôs padrões mais elevados de governança corporativa, e severas punições para seu descumprimento, principalmente para administradores e auditores de empresas negociadas naquele mercado.

Deve ser ressaltado, também, que o próprio mercado americano nos dá exemplos que mostram que na análise das práticas de governança corporativa não há espaço para avaliações simplistas: duas das companhias americanas mais valorizadas pelo mercado e líderes incontestáveis em seus setores de atuação, a Microsoft e a Wal-Mart, possuem a figura do acionista controlador, ainda que seja na forma de controle minoritário.

## **IV. As Práticas de Governança Corporativa no Brasil**

### **IV.1 Evolução Recente**

A partir da década de 1990, com a abertura da economia brasileira, investidores estrangeiros começam a participar em proporção cada vez maior do capital das empresas brasileiras, inicialmente através de investimentos realizados dentro do país e depois através da aquisição de ADR's representativos de ações de companhias nacionais nas bolsas americanas.

Ao listar suas ações nas bolsas americanas, as companhias abertas brasileiras foram obrigadas a seguir diversas regras impostas pela SEC – Securities and Exchange Commission, órgão regulador do mercado de capitais norte americano, relacionadas a aspectos contábeis, de transparência e divulgação de informações, que nada mais são do que princípios de governança corporativa.

Mais ainda, essas companhias passaram a ter contato com práticas avançadas de relação com investidores, acionistas minoritários e analistas de mercado aplicadas no mercado americano, que obrigaram as empresas a aperfeiçoar suas políticas de divulgação de informações através, por exemplo, da realização periódica de *non deal roadshow*<sup>4</sup> ou outras formas de contato com os investidores.

A partir daí, 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 brasileiro. Ao número crescente de investidores estrangeiros soma-se uma maior participação de investidores institucionais brasileiros de grande porte e mais conscientes de seus direitos.

Ainda reforçando a tendência do aprimoramento das práticas de governança corporativa, o processo de privatização dos anos 90 resultou, em muitos casos, no surgimento de grandes empresas privatizadas cujo controle passou a ser compartilhado entre vários grupos nacionais e internacionais.

Algumas iniciativas institucionais e governamentais foram implementadas nos últimos anos com o objetivo de assegurar a melhorias das práticas de governança corporativa das empresas brasileiras, das quais destacamos:

- a aprovação da Lei nº 10.303/01;
- a criação do Novo Mercado e dos Níveis 1 e 2 de governança corporativa pela Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa; e
- as novas regras de definição dos limites de aplicação dos recursos dos Fundos de Pensão.

---

<sup>4</sup> Visitas a investidores de um país ou região sem vínculo a uma oferta de títulos

## IV.2 O Novo Mercado

No final dos anos 90 era evidente a crise de grandes proporções pela qual passava o mercado de ações no país. A título de exemplo, o número de companhias listadas na Bovespa tinha caído de 550 em 1996 para 440 em 2001. O volume negociado após atingir US\$ 191 bilhões em 1997, recuara para US\$ 101 bilhões em 2000 e US\$ 65 bilhões em 2001. Além disso, muitas companhias fechavam o capital e poucas abriam.

É nesse cenário que a Bovespa, em mais uma das medidas tomadas com o objetivo de reanimar o mercado, cria o Novo Mercado como um segmento especial de listagem de ações de companhias que se comprometam voluntariamente a adotar as boas práticas de governança corporativa. Numa necessária adaptação à realidade do mercado de ações brasileiro, são criados dois estágios intermediários: Níveis I e II, que juntos com o Novo Mercado estabelecem compromissos crescentes de adoção de melhores 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. Dessa forma, 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.

A ausência de regras adequadas de defesa dos interesses dos acionistas 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 reduzidos, implicando valorização do patrimônio de todos os acionistas.

Abaixo relacionamos as principais características dos segmentos de negociação de empresas com boas práticas de governança:

## **NOVO MERCADO**

- Realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações representando 25% do capital;
- Extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia;
- Conselho de Administração com mínimo de cinco membros e mandato unificado de um ano;
- Disponibilização de balanço anual seguindo as normas do US GAAP<sup>5</sup> ou IAS<sup>6</sup>;
- Introdução de melhorias nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial;
- 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 no Novo Mercado;

---

<sup>5</sup> Princípios de Contabilidade Geralmente Aceitos dos Estados Unidos. Conjunto de normas, convenções, padrões e procedimentos contábeis utilizado na produção de informações financeiras, conforme estabelecidos pela FASB – Financial Accounting Standards Board

<sup>6</sup> Padrões internacionais de contabilidade estabelecidos pelo IASB – International Accounting Standards Board

- Prestação de informações sobre negociações envolvendo ativos e derivativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;
- Apresentação das demonstrações de fluxo de caixa;
- Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado<sup>7</sup> para resolução de conflitos societários.

## **NÍVEL 1**

As Companhias Nível 1 se comprometem, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. As principais práticas agrupadas no Nível 1 são:

- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital;
- Realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- Melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial;
- Prestação de informações sobre negociações de ativos e derivativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;

---

<sup>7</sup> Divisão criada pela Bolsa de Valores de São Paulo para a solução de conflitos societários que possam surgir nas empresas do Novo Mercado e Nível 2 de Governança Corporativa. Busca resolver conflitos decorrentes da aplicação das disposições contidas na Lei das S.A.s, nos estatutos das companhias, nas normas do Conselho Monetário Nacional, do Banco Central e da CVM - Comissão de Valores Mobiliários, e nas demais normas aplicáveis ao mercado de capitais em geral.

- Divulgação de acordos de acionistas e programas de *stock options*<sup>8</sup>;
- Disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos;
- Apresentação das demonstrações do fluxo de caixa.

## **NÍVEL2**

Para a classificação como Companhia Nível 2, além da aceitação das obrigações contidas no Nível 1, a empresa e seus controladores adotam um conjunto bem mais amplo de práticas de governança e de direitos adicionais para os acionistas minoritários. Resumidamente, os critérios de listagem de Companhias Nível 2 são:

- Conselho de Administração com mínimo de cinco membros e mandato unificado de um ano;
- Disponibilização de balanço anual seguindo as normas do US GAAP ou IAS;
- 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% deste valor para os detentores de ações preferenciais;
- Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo;
- 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 neste Nível;
- Adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários.

---

<sup>8</sup> Forma de remuneração de executivos de uma companhia. Em função de resultados obtidos ou desempenho pessoal, o executivo tem a opção de adquirir ações da companhia, com preço e prazo determinados. Normalmente, o preço é subsidiado, ou seja, abaixo da cotação de mercado

O sucesso da iniciativa da Bovespa pode ser atestado pelo nível de adesão de empresas ao Novo Mercado e aos Níveis I e 2 de Governança, como comprova a seguinte relação de companhia listadas nesses mercados:

### **Novo Mercado:**

CCR - Cia. Concessões Rodoviárias
Sanepar - Cia. Saneamento Básico do Estado de São Paulo
CPFL Energia S/A
Diagnósticos da América S/A
Grendene S/A
Natura Cosméticos S/A
Porto Seguro S/A
Renar Maçãs S/A
Submarino S/A

### **Nível 1:**

Aracruz Celulose S/A
Bco Bradesco S/A
Bco Itaú Holding Financeira S/A
Bradespar S/A
Brasil Telecom Participações S/A
Brasil Telecom S/A
Braskem S/A
Cia Brasileira de Distribuição
Cia Energética de Minas Gerais – CEMIG
Cia Fiação Tecidos Cedro Cachoeira
Cia Hering
Cia Transmissão Energia Elet Paulista
Cia Vale do Rio Doce
Confab Industrial S/A
Duratex S/A
Fras-Le S/A
Gerdau S/A
Itausa Investimentos Itaú S/A

Klabin S/A
Mangels Industrial S/A
Metalúrgica Gerdau S/A
Perdigão S/A
Randon S/A Implementos e Participações
Ripasa S/A Celulose e Papel
Rossi Residencial S/A
S/A Fábrica de Prods Alimentícios Vigor
Sadia S/A
São Paulo Alpargatas S/A
Suzano Bahia Sul Papel e Celulose S/A
Unibanco Holdings S/A
Unibanco União de Bcos Brasileiros S/A
Unipar União de Ind Petroq S/A
Votorantim Celulose e Papel S/A
Weg S/A

**Nível 2:**

All América Latina Logística S/A
Centrais Elet de Santa Catarina S/A
Eletropaulo Metrop Elet São Paulo S/A
Eternit S/A
Gol Linhas Aéreas Inteligentes S/A

Marcopolo S/A
Net Serviços de Comunicação S/A
Suzano Petroquímica S/A

Comprovando a importância assumida pelo Novo Mercado e a crescente adesão da companhia às suas regras, observamos que a grande maioria das distribuições primárias de ações realizadas ao longo de 2004, e todos os IPO's, foram feitos por companhias cujas ações são listadas em um dos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa, especialmente o nível 2 e o Novo Mercado.

Mesmo entre os segmentos da bolsa que exigem boas práticas de governança houve uma diferença de aceitação por parte dos investidores, como mostra levantamento realizado pela revista *Capital Aberto* com o apoio dos dados da Thomson Financial e da Econômica, comparou o múltiplo  $EV^9/Ebitda^{10}$  (valor da companhia em relação a sua geração operacional de caixa) das companhias que fizeram ofertas públicas de ações neste ano e constatou que os investidores se dispuseram a pagar mais por companhias listadas no Novo Mercado e no Nível 2.

Ainda de acordo com o referido estudo, Diagnósticos da América (DASA), Grendene, Gol, ALL e Natura foram avaliadas a múltiplos bem superiores aos de companhias registradas no nível 1 da Bovespa – segmento que prevê uma série de exigências de transparência, mas não aproxima os direitos das ações ordinárias e preferenciais como fazem os níveis 2 e Novo Mercado.

---

<sup>9</sup> Valor de mercado da empresa, descontada a dívida líquida.

<sup>10</sup> Em português LAJIDA (Lucro antes do pagamento de juros, impostos, depreciação e amortização do diferido) Elemento de avaliação que mede a geração de caixa nas operações da empresa, antes que seja afetada pelos encargos financeiros e débitos contábeis.

Comprovam o crescente compromisso das companhias brasileiras com as boas práticas de governança corporativa o fato de que diversas companhias listadas nos níveis intermediários do Novo Mercado ou mesmo no segmento tradicional de negociações da Bovespa asseguram, voluntariamente, mais direitos aos acionistas do que aqueles previstos no regulamento da bolsa, como demonstra o quadro abaixo que mostra o percentual do *Tag Along* concedido para as ações ordinárias (ON) e preferenciais (PN) e os segmentos de mercado em que são negociadas:

	ON	PN	
ALL	100	100	Nível 2
Banco do Brasil	100	-	Tradicional
Batistella	80	80	Tradicional
Bradesco	100	80	Nível 1
Brasken	100	100	Nível 1
Cambuci	80	80	Tradicional
CCR	100	-	Novo Mercado
Cedro	80	80	Nível 1
Celesc	100	100	Nível 2
Chiarelli	80	80	Tradicional
Coteminas	80	80	Tradicional
CPFL Energia	100	-	Novo Mercado
DASA	100	-	Novo Mercado
Duratex	80	80	Tradicional
Eleikeiroz	80	80	Tradicional
Eletropaulo	100	70	Nível 2
Eternit	100	80	Nível 2
Cataguazes	80	80	Tradicional
Geração	80	80	Tradicional
Gerdau Met.	100	100	Nível 1
Gerdau	100	100	Nível 1
Gol	100	100	Nível 2
Graziotin	80	80	Tradicional
Grendene	100	-	Novo Mercado
Ideiasnet	100	-	Tradicional

Itaú	80	80	Nível 1
Itausa	80	80	Nível 1
Localiza	100	-	Novo Mercado
Marcopolo	100	80	Nível 2
Marisol	80	80	Tradicional
Metalúgica Iguazu	80	100	Tradicional
Nadir Figueiredo	80	80	Tradicional
Natura	100	-	Novo Mercado
Net	100	100	Nível 2
Perdigão	80	80	Nível 1
Petropar	80	80	Tradicional
Pettenati	80	80	Tradicional
Porto Seguro	100	-	Novo Mercado
Randon	80	80	Nível 1
Renar maçãs	100	-	Novo Mercado
Rhodía Ster	80	80	Tradicional
Sabesp	100	-	Novo Mercado
Sansuy	80	80	Tradicional
Saraiva	80	90	Tradicional
Submarino	100	-	Novo Mercado
Suzano	100	80	Nível 2
TAM	100	100	Nível 2
Tekno	80	80	Tradicional
Tupy	100	100	Tradicional
Ultrapar	100	100	Tradicional
Weg	80	80	Nível 1

### IV.3 O Papel dos Investidores Institucionais

Em todo o mundo o movimento a favor da ação de melhores práticas de governança corporativa tem sido liderado pelos grandes investidores institucionais, principalmente os Fundos de Pensão e os administradores de Fundos de Investimento.

Ao contrário do pequeno investidor, cuja pequena participação no capital das companhias não justifica o efetivo exercício do direito de voto, situação conhecida como *free rider*, as grandes participações acionárias dos investidores institucionais criam um incentivo para a monitoração constante da gerência das companhias.

Deve-se acrescentar que o trabalho de acompanhamento e monitoração da administração das empresas e o efetivo exercício do direito de voto nas assembléias, discutindo e votando as propostas apresentadas e sugerindo alterações, implica custos que dificilmente poderão ser suportado pelos acionistas individuais mas que certamente estão ao alcance dos grandes investidores institucionais.

Nos mercados mais desenvolvidos, como o norte-americano, a participação dos investidores institucionais, com destaque para os Fundos de Pensão, teve um papel crucial no aperfeiçoamento das práticas de governança corporativa através de uma participação efetiva na fiscalização das decisões tomadas pelos administradores das empresas nas quais participavam, sendo precursores do que hoje é conhecido como “acionistas militantes”.

A participação ativa dos investidores institucionais no monitoramento do desempenho da gestão das empresas em que participam, ao contrário da postura passiva anteriormente adotada de vender suas ações como forma de demonstrar descontentamento em relação ao desempenho das empresas em que investiam, é uma das mais importantes novidades no campo da governança corporativa ocorrida nos últimos anos e teve origem nos Estados Unidos sob a liderança dos grandes Fundos de Pensão, como a Calpers, a TIAA-Cref e alguns gestores de investimento.

Comentando a mudança de atitude dos investidores institucionais americanos, Arnoldo Wald, observa que:

*“Os fundos passaram a exigir maior conhecimento da evolução da empresa, ensejando a full disclosure, com informações contínuas, que não mais se limitam aos balanços, mas são completadas por informações sobre o que está acontecendo e sobre as futuras perspectivas da companhia. Por outro lado, os fundos participam dos Conselhos de Administração e dos comitês ou indicam representantes independentes para integrá-los... Assim, aos poucos, evoluiu-se da fase de simples obtenção de informações para a atuação política. Os acionistas minoritários passaram a intervir nas empresas, liderando movimentos para a modificação da política ou da gestão empresarial de forma consensual ou até forçada, se necessário. Esta intervenção dos investidores institucionais chegou a abranger a demissão de diretores e presidentes de algumas das maiores empresas americanas, como IBM, American Express, General Motors e Westinghouse.”*

Entre esses gestores de investimento americanos que mais se destacaram por sua ativa militância está Robert A. G. Monk, antigo executivo do mercado financeiro que se tornou um dos primeiros e mais aguerridos defensores dos direitos dos acionistas minoritários. Na sua luta pelas boas práticas de governança corporativa, Monk considerava essencial a participação dos investidores institucionais afirmando que:

*“o poder de mudança do gestor ativo de um enorme volume de recursos sobretudo na área de prestação de contas pela empresa, na fiscalização do desempenho dos administradores e autoridade na condução dos negócios das companhias.”*

Ao assumir o cargo de dirigir o programa ERISA, instituído pelo Employee Retirement Income Security Act, Monk tinha como principal objetivo determinar que os fundos de pensão têm o dever fiduciário de atuar como proprietários das empresas, sendo obrigados a se interessar pelo elemento propriedade, inerente às respectivas carteiras de ações que possuíam, o que se concretizava através do exercício do direito de voto nas assembleias das companhias. A omissão de voto sobre assunto capaz de afetar o valor da ação de propriedade do fundo configura violação do dever fiduciário.

A seguir apresentamos excertos de palestra realizada por Robert Monks para futuros administradores de pensão a respeito da importância do papel dos investidores institucionais no aprimoramento das práticas de governança corporativa nos EUA:

*“Quando os investidores institucionais não votam, ou votam sem prestar muita atenção às implicações de seu voto sobre, em última instância, o próprio valor de suas participações, estão prejudicando não apenas a si próprios, mas também os beneficiários dos fundos de que são agentes fiduciários. Assim, parece-me ser proposição evidente em si mesma que os investidores institucionais devem ser cidadãos corporativos ativistas.... Considerando os enormes blocos de ações de nossas maiores empresas, de propriedade de instituições, nem sempre é prático apoiar tacitamente a administração ou apenas ficar de lado e depois vender as participações quando não se aprova a maneira como a administração conduz a empresa. E às vezes nem mesmo é legal...”*

*“Mesmo que cada um quisesse desfazer-se da empresa mal-gerida, todos não poderiam fazê-lo ao mesmo tempo - e também o impacto sobre o preço seria muito grande. Assim, queiram ou não, parece-me que, por uma questão prática, os investidores institucionais precisam transformar-se cada vez mais em proprietários-acionistas ativos, sendo cada vez menos investidores passivos, ....., e em bons cidadãos corporativos, não apenas analisando e votando, mas, sempre que necessário, propondo à votação os itens de interesse vital.”*

No Brasil a CVM, reconhecendo a importância da participação ativa dos investidores institucionais nas decisões corporativas envolvendo as companhias em que tenham participação, editou em 29 de outubro de 2002 a Instrução CVM nº 377, que alterou a regulamentação em vigor sobre fundos de investimento em títulos e valores mobiliários para acrescentar alguns dispositivos voltados à divulgação da política relativa ao exercício do direito de voto do fundo, pelo administrador ou por seus representantes legais.

As alterações introduzidas na regulamentação determinavam a inclusão das seguintes informações:

1. No prospecto de divulgação do fundo: características da política relativa ao exercício de direito de voto do fundo, pelo administrador ou por seus representantes legalmente constituídos, em assembleias gerais das companhias nas quais o fundo detenha participação.
2. No Relatório Semestral que o administrador deve encaminhar à CVM e aos cotistas sobre as operações e os resultados do fundo no semestre anterior: teor dos votos proferidos pelo administrador, ou por seus representantes legalmente constituídos, nas assembleias gerais, realizadas no semestre, das companhias nas quais o fundo detenha participação e justificativa do voto proferido pelo administrador, ou por seus representantes legalmente constituídos, ou as razões para a sua abstenção ou não comparecimento à Assembleia Geral.

No Brasil, levantamento feito pela PREVI, Fundo de Pensão dos funcionários do Banco do Brasil, após as últimas assembleias nas 15 empresas que compõe a carteira da fundação e que possuem participação mais relevante no mercado e maior número de acionistas, mostrou que, de uma base de 10.000 acionistas, menos de 1% comparece às assembleias.

Os Fundos de Pensão, como são mais conhecidas as Entidades Privadas de Previdência Complementar (EPPC), são os maiores investidores no mercado de capitais no brasileiro, com participações acionárias nas principais companhias de capital aberto.

Com o objetivo de incentivar as aplicações das EPPC em ações de companhias que adotem melhores regras de governança corporativa, o Conselho monetário Nacional editou a Resolução 3.121, de 25 de setembro de 2003, permitindo que estas entidades pudessem investir um percentual maior em ações de emissão de companhias que sejam listadas Níveis I e 2 e no Novo Mercado.

De acordo com a referida norma, as EPPC podem destinar até 50% dos recursos aplicados em sua carteira de ações em mercado em ações de emissão que sejam admitidas à negociação em segmento especial mantido por bolsa de valores ou entidade mantenedora de mercado de balcão organizado que adotem os padrões de governança corporativa similar aos do Nível 2 e do Novo Mercado da Bovespa e até 45% se os padrões adotados forem o do Nível 1. No caso de ações emitidas por empresas que não se enquadram nas anteriores, o limite de aplicação é reduzido para 35%.

#### **IV.4 A Reforma da Lei das Sociedades Anônimas**

A alteração da Lei Societária em vigor desde 1976, Lei nº 6.404/76, com o objetivo de aperfeiçoar e incrementar os direitos e a proteção dos acionistas minoritários, tornou-se uma reivindicação generalizada dos diversos integrantes do mercado e tem como objetivo o fortalecimento do mercado de capitais e o estímulo à maior participação dos investidores.

Nas alterações realizadas foram introduzidas diversas regras de governança corporativa nascidas de princípios de *disclosure*, tratamento equitativo, *compliance* e *accountability* (Prestação de Contas), que haviam sido aperfeiçoados após a edição da Lei nº 6.404/76 e reintroduzidos alguns outros que constavam desta última e haviam sido casuisticamente retirados como é o caso do instituto do *tag along*, revogado pela Lei nº 9.457/97 com o objetivo único de facilitar o processo de privatização e maximizar o valor recebido pela União ao impedir a extensão aos minoritários dos grandes ágios pagos nos leilões.

O Deputado Emerson Kapaz, em parecer apresentado a Comissão de Economia e Comércio, assim sintetizou a vontade do legislador:

*“Um mercado acionário forte e verdadeiramente democratizado – alcançando toda sua potencialidade de alavancagem econômica – depende, é óbvio, de que investidores, principalmente pequenos e médios, sintam-se protegidos e vejam defendidos seus interesses, não se permitindo a manipulação e o desrespeito de seus direitos por manobras e políticas estabelecidas unilateralmente pelos controladores, muitas vezes, inclusive, privilegiando interesses externos à própria sociedade. É curial,, neste sentido, que cada vez menos investidores estejam dispostos a comprar riscos acionários caso se perpetuem os episódios que, por exemplo, sem poderem esboçar qualquer defesa, vêem a sociedade declinar, mudar o objeto, acatar placidamente fusões que implicam prejuízo patrimonial e operacional. Isto sem contar as fórmulas diversas de “fechamento branco”<sup>11</sup> de capital, sempre que o controlador – ou ex-controlador – saindo-se em situação confortável, para não dizer com enormes lucros, ficando os prejuízos para as partes minoritárias.”*

## **V. 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, possuindo enorme leque de opções para aplicação de seus recursos, e com liberdade para operar em vários países, estão cada vez mais exigentes com relação a seus investimentos.

---

<sup>11</sup> Refere-se a recompra de uma parte significativa das ações em circulação no mercado, sem a realização de operação formal de fechamento de capital, reduzindo a liquidez dos títulos e prejudicando os acionistas minoritários remanescentes.

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. Por exemplo, 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 Sociedades Anônimas, introduzidas pela Lei nº 10.303/01 e a iniciativa da Bolsa de Valores de São Paulo de criar o Novo Mercado, um ambiente de negociação de ações emitidas por empresas que apresentam boas práticas de governança corporativa.

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 consideraram tímidas e continuam 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 se resolvam. Essa postura é claramente equivocada e demonstra que mesmo entre profissionais de mercado subsiste a falta de confiança na capacidade do próprio mercado de se auto-regular, selecionando e premiando aquelas companhias que se comportam de acordo com as regras consideradas mais adequadas pelos seus integrantes e punindo as que assim não o façam.

Ao contrário, o caminho saudável a ser seguido não é o da intervenção estatal crescente e sim o da auto-regulação, através da adoção voluntária de regras de governança corporativa. A criação do Novo Mercado pela Bovespa é o grande exemplo de iniciativa que aponta o caminho certo a ser perseguido.

Uma iniciativa da própria Bolsa, cuja adesão é voluntária e que não precisou de qualquer tipo de lei ou norma do regulador para impor sua observância, é um grande sucesso como comprovam os dados anteriormente citados sobre número de companhias que já aderiram aos seus diversos níveis.

Mais ainda, apuramos que a grande maioria das distribuições públicas de ações, entre elas todas as que foram ofertas iniciais, realizadas no ano de 2004 foi feita por companhias cujas ações são listadas em um dos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa, por exigência dos próprios investidores.

Também comprova o crescente compromisso das companhias brasileiras com a adoção voluntária de boas práticas de governança corporativa a informação constante do quadro apresentado na folha 31 que demonstra que 51 companhias concederam a seus acionistas o direito ao *tag along* em condições mais favoráveis do que as obrigatórias no segmento de mercado em que suas ações são negociadas.

## **VI. Referências Bibliográficas**

GRAVA, William. Tese de Doutorado defendida na Universidade de São Paulo – USP.

JENSEN, M. C. & MECKLING, W. H. **Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure.** Journal of Financial Economics, 1976.

HOLDERNESS, Clifford G. A Survey of Blockholders and Corporate Control. NBER, FRBNY Economic Review / Fothcoming, 2002

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Disponível em < <http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 18 jul. 2002

JENSEN, Michael, MECKLING, William. *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*. Journal of Financial Economics, v.3, p. 305-360, October, 1976.

JENSEN, Michael. *A theory of the firm: governance, residual claims, and organizational forms*. 1. ed. Harvard University Press, 2001. 320p.

LA PORTA, Rafael, SHLEIFER, Andrei, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, VISHNY, Robert. *Investor protection and corporate governance*. Journal of Financial Economics, v. 58, p. 3-27, October, 2000.

RAPPAPORT, Alfred. *Creating Shareholder Value; A Guide for Managers and Investors*. 2 ed. The Free Press, 1998. 205 p.

ROSENBERG, Hilary. *Mudando de Lado – A Luta de Robert A. G. Monks pela Governança Corporativa*. Campus, 1999

SCHEINKMAN. *José Alexandre*. O Desenvolvimento do Mercado de Capitais no Brasil. Disponível em: < <http://www.princeton.edu> >, p. 1.

SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert. *A survey of corporate governance*. Journal of Finance, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli, "Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil", São Paulo, 2002. 152p. Dissertação

(Mestrado) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli, LANZANA, Ana Paula, BARROS, Lucas Ayres B. de C. & FAMÁ, Rubens. Efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras. RAUSP, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 362-372, outubro / novembro / dezembro, 2004.

WALD, Arnold. *O Governo das Empresas*. Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem nº 15.

PAGANO, Marco, PANETTA, Fabio, ZINGALES, Luigi. *Why do companies go public? An empirical investigation*. Journal of Finance, v.53, February, 1998.