

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

GOVERNANÇA CORPORATIVA:  
IMPRESSÕES SOBRE O CASO BRASILEIRO

Catarina Campos da Silva Pereira

Nº de matrícula 0015100

Orientador: Gustavo H. B. Franco

Dezembro de 2004

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

GOVERNANÇA CORPORATIVA:  
IMPRESSÕES SOBRE O CASO BRASILEIRO

Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma fonte de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor

---

Catarina Campos da Silva Pereira

Nº de matrícula 0015100

Orientador: Gustavo H. B. Franco

Dezembro de 2004

As opiniões expressas nesse trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.

## AGRADECIMENTOS

Aos professores do Departamento de Economia da PUC-Rio pelos quatro anos de aprendizado que me proporcionaram o acesso a uma formação acadêmica sólida e diversificada.

Em particular, ao meu orientador professor Gustavo Franco pelas sugestões e pelo auxílio ao longo da elaboração deste trabalho.

A José Luiz Osorio e Ana Siqueira Dantas por terem me introduzido ao tema da Governança Corporativa e colaborado com seus comentários e indicações bibliográficas.

Aos meus pais por me mostrarem desde cedo o valor do conhecimento e a importância do hábito da leitura.

Por fim, gostaria de dedicar este trabalho aos meus avós, Clarice e Francisco.

## ÍNDICE

1. INTRODUÇÃO.....	5
2. ASPECTOS TEÓRICOS E GLOBAIS.....	8
2.1 Abrangência do conceito e seus indicadores.....	8
2.2 Origens do movimento e o papel dos investidores institucionais.....	10
3. ANÁLISE DAS REFORMAS BRASILEIRAS .....	17
3.1 Uma reforma às avessas: a Lei 9.457/97 .....	17
3.2 A Nova Lei das S.A.....	17
3.3 Principais mudanças aprovadas pelo Congresso .....	19
4. MECANISMOS DE AUTO-REGULAÇÃO E O NOVO MERCADO .....	25
4.1 A iniciativa da BOVESPA .....	25
4.2 O Efeito Ambev.....	29
4.3 O Fenômeno dos IPO's – Ofertas Públicas Iniciais .....	34
5. CONCLUSÃO .....	38
6. BIBLIOGRAFIA.....	42

## 1. INTRODUÇÃO

O conceito de governança corporativa é amplo o suficiente para abranger não só uma gestão eficiente e transparente, como também o compromisso de administradores com os resultados gerados, em um cenário de respeito aos direitos dos acionistas minoritários. Em tese, é sem dúvida um ideal a ser seguido. Na prática, a realidade é um pouco diferente e a iminência da perda do poder de controle por parte dos acionistas majoritários acompanhada do *lobby* oriundo deste temor dificultam a aprovação de reformas legislativas eficientes que levem, de fato, ao desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

Originalmente, o movimento de governança corporativa surgiu nos Estados Unidos, tendo se tornado mais intenso na última década ao passar a ser visto como uma possível solução para o chamado conflito de agência, oriundo da separação entre propriedade e gestão. Tal situação se verifica quando há uma divergência entre os interesses daquele que é responsável pela administração da companhia e o proprietário *stricto sensu*.

No Brasil, onde predomina um modelo empresarial familiar é comum a simbiose entre estes dois personagens, dificultando uma distinção precisa entre o que é lucrativo para a empresa, incluindo-se neste conjunto todos os seus acionistas, tanto majoritários quanto minoritários, e o que favorece exclusivamente o grupo de controle. Aos poucos esta realidade vem sendo modificada, sobretudo após o processo de privatizações iniciado no governo Collor e a posterior reforma da Lei de Sociedades Anônimas pela Lei 10.303/01 que, embora não traga uma versão definitiva sobre o tema, certamente possibilitou inúmeros avanços.

Adiamentos sucessivos na votação do projeto de lei original e a lentidão inerente ao processo legislativo foram decisivos na descaracterização da proposta inicial. Ainda assim, certas modificações foram aprovadas. Dentre elas, destaca-se a limitação à emissão de ações preferenciais e a reintrodução no ordenamento do direito de acionistas minoritários ao chamado *tag along*. Evidentemente, estes e outros exemplos serão devidamente abordados ao longo deste trabalho.

Dando continuidade a esse processo, a criação pela BOVESPA em 2000 de um mercado com regras de listagem diferenciadas – Novo Mercado - complementou em parte a reforma legislativa. Inspirada no *Neuer Markt* alemão, esta iniciativa de auto-regulação fez com que as empresas passassem a admitir um maior nível de comprometimento a fim

de transmitir uma maior segurança a seus potenciais investidores. Busca-se, assim, promover uma melhora na precificação das ações listadas acompanhada por uma redução dos custos de captação.

Do ponto de vista do acionista, a criação do Novo Mercado também é vantajosa. O acesso a informações mais detalhadas das companhias facilita sua escolha entre os ativos disponíveis, reduzindo sua exposição ao risco. Além disso, cria a possibilidade de uma participação efetiva e proporcional a sua posição acionária, já que neste segmento da BOVESPA são negociadas apenas ações ordinárias, ou seja, o direito a voto do acionista é assegurado.

A maior conscientização do mercado em relação aos ganhos de eficiência resultantes de uma gestão corporativa pôde ser sentida nas recentes emissões primárias de ações ocorridas no país. Salvo raras exceções, as companhias lograram realizar IPO's de sucesso, provando que há demanda para este tipo de operação, desde que haja maior transparência por parte daqueles que realizam a oferta.

É incontestável, nesse sentido, a relevância do tema entre os principais debates envolvendo o aperfeiçoamento na gestão das empresas. A pesquisa da jornalista Simone Azevedo acerca da abordagem do assunto na mídia impressa brasileira ilustra claramente essa tendência. Suas análises indicam que, enquanto, entre 1997 e 1999, o termo "governança corporativa" foi mencionado somente 10 vezes pelo jornal Gazeta Mercantil, em 2000 este número já atingia 89 citações. O ápice ocorreu no ano de 2002 quando a cobertura de temas relacionados à questão culminou na verificação de 360 referências.

No cenário nacional, em que se discute a importância do mercado de capitais como veículo para o crescimento econômico, é fundamental que o acesso a esse tipo de investimento também se prolifere, aumentando o número de participantes no mercado. Como observado por Carvalho (2003), companhias de capital aberto ou que vislumbrem uma abertura futura devem garantir a liquidez de suas ações como forma de extrair o maior benefício possível de eventuais emissões e, para isso, dependem da presença de investidores minoritários. Caso contrário, a baixa liquidez será refletida por uma baixa avaliação do mercado, descartando a emissão de ações como alternativa para a captação de recursos.

No âmbito mundial, a série de escândalos corporativos envolvendo grandes multinacionais como Enron, Xerox e Parmalat, colocou o tema em estudo no centro das principais preocupações de investidores, empresas e governos.

Partindo-se da análise dos aspectos teóricos que envolvem o conceito de governança corporativa, este trabalho buscará demonstrar em que medida a adoção das práticas sugeridas contribui não só para o melhor desempenho de cada empresa considerada individualmente, como também para o desenvolvimento do mercado de capitais como um todo, ao viabilizar a transformação da poupança nacional em investimentos que levem ao crescimento da economia.

Com base em exemplos recentes, tanto positivos, como no caso dos recentes IPO's acima mencionados, quanto negativos, na hipótese da fusão Ambev/Interbrew e a resultante queda brusca no preço das ações preferenciais, objetiva-se compreender os impactos de uma gestão corporativa na percepção dos demais agentes do mercado, considerando-se a importância das modificações promovidas pela Lei 10.303/01.

Por fim, tendo em vista os benefícios proporcionados pela adoção de boas práticas de governança corporativa, procurar-se-á compreender o porquê de apenas um universo restrito de empresas comprometer-se com seu exercício e as razões que limitam um maior reconhecimento, refletido em uma melhor precificação das ações, por parte do mercado em relação a estas companhias.

Os capítulos seguintes buscarão abordar cada um desses tópicos em separado. O Capítulo 2 irá tratar da abordagem do conceito em escala mundial, suas origens e a relevância da atuação dos investidores institucionais para uma reversão do atual panorama corporativo. No Capítulo 3, será estudada a reforma da legislação societária, explicitando seus antecedentes, conquistas e limitações. O Capítulo 4 irá abordar os mecanismos de auto-regulação criados como complemento às normas legais, notadamente as listagens diferenciadas da BOVESPA. Neste mesmo capítulo, serão analisados os efeitos da fusão Ambev/Interbrew sobre o mercado e as aberturas de capital ocorridas recentemente. Em seguida, o Capítulo 5 trará os comentários finais.



## 2. ASPECTOS TEÓRICOS E GLOBAIS

### 2.1 Abrangência do conceito e seus indicadores

O termo “governança corporativa” é ainda recente em nosso vocabulário e, talvez, por isso não seja possível citar uma definição precisa que englobe a totalidade do conceito. A expressão está sem dúvida relacionada ao aperfeiçoamento da gestão empresarial, tendo sido introduzida na linguagem anglo-saxã há cerca de vinte anos dentro do contexto dos conflitos de agência. Tais conflitos derivam de disputas envolvendo decisões tomadas pelos “agentes”, responsáveis pela administração da companhia, que diferem dos interesses do “principal”, titular da propriedade.

A palavra governança se confunde com a noção de governo, de um sistema que rege uma universalidade, englobando o controle e a administração de bens. Em um primeiro momento, pode parecer haver um antagonismo entre esta expressão e a idéia de livre mercado, em que a “mão invisível” garante a alocação de recursos de forma eficiente. De certa forma, há de fato um conflito inicial, na medida em que um sistema de governança passa a ser necessário justamente quando os mecanismos auto-reguladores da economia mostram-se insuficientes na garantia de seu melhor funcionamento. Contudo, tal sistema funciona igualmente como uma forma de auxílio em busca de um objetivo comum de assegurar que a eficiência do mercado seja acompanhada também pela isonomia de seus participantes.

Dentro desse contexto, cabe a governança corporativa o papel de moldar o poder de barganha dos competidores em relação aos lucros auferidos ao longo de uma relação comercial, notadamente o dos acionistas majoritários, pertencentes ao chamado bloco de controle, sobre os minoritários. Segundo Zingales (1997), em um mundo onde os contratos são incompletos, isto é, no qual os contratantes não são aptos a antever todas as situações que poderão derivar do compromisso firmado e necessariamente devem tomar decisões *ex post*, há espaço para o arbitramento de uma única parte, incentivada a alterar suas escolhas na tentativa de aumentar sua vantagem futura.

Um sistema de governança deve, com efeito, reduzir a assimetria informacional entre as partes, possibilitando que os investimentos subseqüentes maximizem os ganhos vindouros, bem como reduzam a exposição ao risco dos agentes envolvidos via maior transparência e detalhamento de informações prestadas.

Cabe esclarecer que transparência não se confunde com *disclosure*, palavra muito utilizada quando o assunto é a divulgação de informações por parte das empresas. A primeira possui um significado mais amplo, compreendendo o *full disclosure*. Da mesma forma, o *disclosure* obrigatório (*mandatory*) e o voluntário (*voluntary*) devem ser distinguidos, este último, evidentemente, merecendo maior reconhecimento por se tratar de um ato voluntário da companhia e não do simples cumprimento de uma exigência<sup>1</sup>.

Os indicadores para se determinar o grau de comprometimento de um país com boas práticas de governança corporativa começam pela legislação societária em vigor. Entretanto, a mera análise da lei se mostra insuficiente, já que, na maior parte dos países em desenvolvimento, as leis existem, mas não são dotadas da coercitividade necessária para torná-las eficientes.

Há um conjunto mais amplo por detrás do arcabouço legislativo, composto pelas instituições existentes e práticas adotadas, que não pode ser ignorado. Deste modo, uma análise mais profunda deve considerar os múltiplos aspectos que envolvem o conceito, quais sejam, a qualidade das informações divulgadas, os direitos conferidos aos acionistas minoritários, a estrutura do Conselho de Administração, dentre tantos outros. Características regionais e históricas também interferem na formação do sistema corporativo, de modo que um modelo de governança padrão aplicável indistintamente a todas as empresas e culturas não existe.

Em contrapartida, o fenômeno da globalização ao viabilizar uma maior mobilidade de capitais, produtos e pessoas, permitiu uma integração maior entre os países e, sobretudo, acirrou a concorrência entre as empresas, que passaram a se deparar com um universo de atuação muito além das fronteiras geográficas previamente existentes. A princípio, tal disputa levaria as formas ineficientes de governança a serem excluídas do mercado, todos os demais participantes convergindo para um modelo, senão idêntico, ao menos semelhante.

Contudo, às forças competitivas em prol da convergência se opõe a resistência política dos grupos de interesse. Como os benefícios gerados por uma melhora no padrão de governança não são distribuídos de maneira uniforme, tendendo a privilegiar a parte hipossuficiente da relação contratual, grupos de interesse formados por acionistas controladores tendem a sabotar mudanças mais profundas.

---

<sup>1</sup> Carta Dynamo n° 37

Teóricos do assunto costumam distinguir a convergência *de facto* da *de jure*, esta decorrente da adoção de uma legislação semelhante entre países, enquanto àquela se refere às práticas propriamente ditas. Há uma defasagem entre ambas, na medida em que, embora as legislações adotadas se pareçam, sua aceitação não se dá da mesma forma em países diferentes.

Testes realizados por Palepu, Kogan e Khanna em 49 países indicam que, mesmo a globalização não tendo força suficiente para se sobrepor aos interesses locais, ela induz países vizinhos a adotarem regras de governança semelhantes, ainda que, em um momento posterior, nem todos venham a cumprir o que foi estabelecido. Os resultados são significativos quanto à presença de convergência *de jure* e tornam-se mais consistentes quanto maior o grau de integração econômica. Porém, não houve qualquer evidência quanto à presença de convergência *de facto* entre tais países.

As diferenças existentes se refletem no estágio de desenvolvimento do mercado de capitais, quanto menor a proteção conferida aos investidores, maior é a concentração de propriedade das firmas e mais limitado é o mercado. Surpreendentemente, La Porta e outros (1997), em uma série de estudos acerca das diversas formas de tratamento concedidas aos minoritários mundialmente, observaram que países cujo sistema legal deriva da *common law* inglesa tendem a proteger de maneira mais eficiente seus investidores, facilitando o acesso também das firmas ao mercado acionário. Apenas a título de exemplificação, na época da pesquisa, tais países possuíam uma média de 35 empresas listadas por milhão de habitantes, enquanto em países com o sistema legal derivado do direito romano este número caía para 10.

O problema reside no fato que, justamente nos casos em que a legislação segue o padrão romano, a aprovação de reformas consistentes se faz mais importante. Pouco importa a existência de uma lei, se suas disposições são “letra morta”. A maioria dos países da América Lática, inclusive o Brasil, segue esta tendência. Embora sua legislação tenha sido formulada em um momento posterior a independência, carrega ainda as raízes do colonialismo. A tentativa de reforma brasileira será devidamente estudada no capítulo seguinte.

## 2.2 Origens do movimento e o papel dos investidores institucionais

Entre 1890 e 1910, o modelo de organização societária baseava-se no exercício do controle corporativo por proprietários fundadores. Os EUA viviam então o início do

fordismo, caracterizado pela produção em larga escala que exigia não só a presença de grandes fábricas, como também uma alta concentração financeira. Data desta época a formação das primeiras sociedades anônimas, que viabilizaram a concentração do capital de diversos investidores.

À medida que crescia o número de acionistas, o poder dos proprietários originais e de seus herdeiros era mitigado, de tal forma que, em 1920, já se verificava uma transferência do controle das empresas para administradores profissionais. Hawley e Williams, em sua obra *The rise of fiduciary capitalism* (2000), falam em um processo de substituição do capitalismo empreendedorista por um capitalismo gerencial. Observa-se neste período uma forte distribuição do capital em um grande contingente de acionistas que era, porém, extremamente dependente das decisões tomadas pelos administradores emergentes.

No princípio dos anos sessenta tem início uma terceira fase de desenvolvimento da gestão, denominada pelos autores de capitalismo fiduciário. As empresas norte-americanas sofrem uma reconcentração da propriedade, desta vez, não mais em torno de seus criadores, mas de investidores profissionais, sobretudo fundos de pensão públicos e privados e fundos mútuos de investimento. A extensa diversidade de ativos destas entidades fez com que estes investidores se tornassem uma espécie de proprietários universais, controlando parcelas significativas de firmas em diversos setores da economia. Surge assim, nos EUA, uma forma híbrida de propriedade, na qual os denominados investidores institucionais passam a deter cerca de 50% do mercado acionário, ao mesmo tempo em que metade da população ou investe individualmente em ações ou, o que é mais comum, integra algum fundo de pensão.

De fato, a origem do movimento em prol da adoção de boas práticas de governança corporativa decorre da atuação desta classe de investidores. O impulso inicial foi provocado por uma operação realizada pela *Texaco* em detrimento de seus acionistas minoritários, dentre eles a *CAIPERS* (*California Public Employes Retirement System*), um dos maiores fundos de pensão norte-americanos à época<sup>2</sup>.

Em 1984, a *Bass Brothers*, até então um mero acionista minoritário da *Texaco*, adquiriu uma parcela considerável de ativos da companhia, passo inicial para a aquisição do controle. Esta atitude foi vista pelos diretores, também integrantes do Conselho de

---

<sup>2</sup> Atualmente, é o maior fundo de pensão dos EUA com um patrimônio superior a US\$160 bilhões de dólares.

Administração, como uma ameaça a sua posição. Utilizando-se das prerrogativas admitidas pelo *American Companies Act*, especificamente a possibilidade de recompra de ações em circulação, os controladores realizaram uma oferta exclusiva aos *Bass Brothers*. Comprometeram-se a pagar US\$55 por ação quando o preço de mercado girava em torno de US\$35, o excesso total correspondendo a US\$ 137 milhões. Carlsson (2000), ao comentar este episódio, relata que a estupefação dos pensionistas se deveu não só à lesão provocada pela operação, mas, mais grave, por estar tal comportamento de acordo com as normas vigentes.

A reação imediata do Conselho da *CalPERS* consistiu na elaboração de um documento no qual afirmavam que, na condição de investidores de longo prazo, não admitiriam a prática de atos semelhantes aos da *Texaco* por parte de empresas que integrassem seu portfólio. A partir deste episódio, o fundo passou também a ter uma participação mais ativa nas Assembléias Gerais, fazendo uso de suas atribuições de acionista, ainda que minoritário, com vistas a eliminar as imperfeições do mercado norte-americano.

A atitude mais agressiva da *CalPERS* se estendeu a outros investidores institucionais que, atuando conjuntamente, propagaram a militância corporativa para além das fronteiras dos EUA. A princípio, esta atuação consistiu basicamente em pressionar as firmas nas quais possuíssem algum tipo de investimento, mas cuja performance deixasse a desejar. Em análise acerca do início deste movimento, denominado em inglês de *shareholder activism*, Carlsson destaca a introdução do conceito de proprietário da ação (*share owner*) em contraposição a definição usualmente adotada de detentor da ação (*shareholder*), como característica de uma preocupação nascente focada em assegurar os direitos dos acionistas.

Vale ressaltar que embora a venda da participação em referidas empresas se apresentasse como uma alternativa (de fato adotada por muitos), na maior parte dos casos tal participação consistia em um montante considerável de ações. Desse modo, não havia como concretizar uma oferta, sem que os preços sofressem reduções e, por conseqüência, gerassem perdas ainda maiores para os investidores.

Some-se a isso o fato da maioria dos fundos de pensão públicos norte-americanos indexarem seus portfólios, o que significa que os mesmos devem refletir o mercado acionário como um todo, ainda que a venda de ações com retorno insatisfatório reste dificultada. Por outro lado, tal restrição acaba por funcionar como um importante

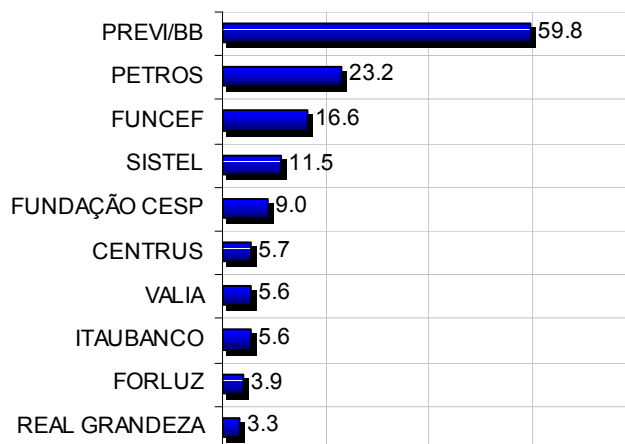
motivador para uma mudança no comportamento outrora passivo dos investidores em questão.

Claro está, portanto, que o movimento de governança corporativa surge em concomitância com um maior ativismo por parte dos investidores institucionais e dele decorre. Do mesmo modo, pode-se afirmar que esta troca de postura é fruto de transformações no mercado de capitais norte-americano, em particular, dos problemas de agência oriundos da separação entre propriedade e gestão empresarial que se desenvolvem com o aparecimento do capitalismo fiduciário. Saliente-se ser efetivamente com o intuito de solucionar este conflito que mercados diferenciados e novas organizações foram criados, enquanto instituições previamente existentes buscam evoluir.

No que concerne, especificamente, ao mercado brasileiro, ainda que não se observe uma pulverização da propriedade como nos EUA, prevalecendo a *contrario sensu* empresas de controle familiar com alta concentração da propriedade, não há que se minorar o papel dos investidores institucionais como agentes essenciais para o desenvolvimento do mercado de capitais nacional.

Na qualidade de detentores de grandes volumes financeiros e responsáveis pela aposentadoria futura de milhares de brasileiros, seguradoras, fundos de pensão e fundos mútuos de investimento aplicam seus recursos com vistas a retornos no longo prazo. A dimensão do patrimônio destes investidores pode ser vislumbrada a partir dos dados contidos no Gráfico 1 abaixo, referente apenas à parte deste universo cujo ativo total ultrapassa R\$ 230 bilhões<sup>3</sup>.

**Gráfico 1- 10 Maiores Fundos de Pensão do Brasil**  
Patrimônio em R\$ bilhões



Fonte: SPC/MPS.

<sup>3</sup> Segundo dados da Secretaria de Previdência Complementar, em 16 de novembro de 2004, as 337 entidades fechadas de previdência complementar totalizavam ativos de investimentos no valor de R\$ 232.190,27 milhões.

Entretanto, esta poupança potencial apenas se transformará em investimentos concretos a partir do momento em que estes agentes estiverem seguros de que seus direitos serão respeitados. Por outro lado, em se tratando de acionistas minoritários, ainda que grandes e qualificados, com uma participação cada vez mais ativa no mercado de capitais nacional, passa a ser de interesse também das empresas terem acesso a estes recursos que, ademais, asseguram a liquidez de suas ações.

Um exemplo de sucesso nessa parceria envolve o Grupo Kepler Weber, um dos maiores fabricantes brasileiros de instalações para armazenagem de grãos e implementos agrícolas, que possui dentre seus principais acionistas três fundos de pensão: Previ, Aerus e Serpros. A injeção de capitais proporcionada por estas instituições logrou transformar de negativo em positivo o fluxo de caixa, reduzindo o endividamento, permitindo a retomada dos investimentos e mantendo estável o quadro de 800 trabalhadores da fábrica de Panamby (RS), a 380 quilômetros de Porto Alegre<sup>4</sup>.

Deste modo, um envolvimento maior dos fundos de pensão no mercado de capitais está necessariamente condicionado a implementação de práticas de governança corporativa nas companhias que possibilitem a obtenção de benefícios mútuos, sendo este seguramente um dos motivos da relevância deste tema.

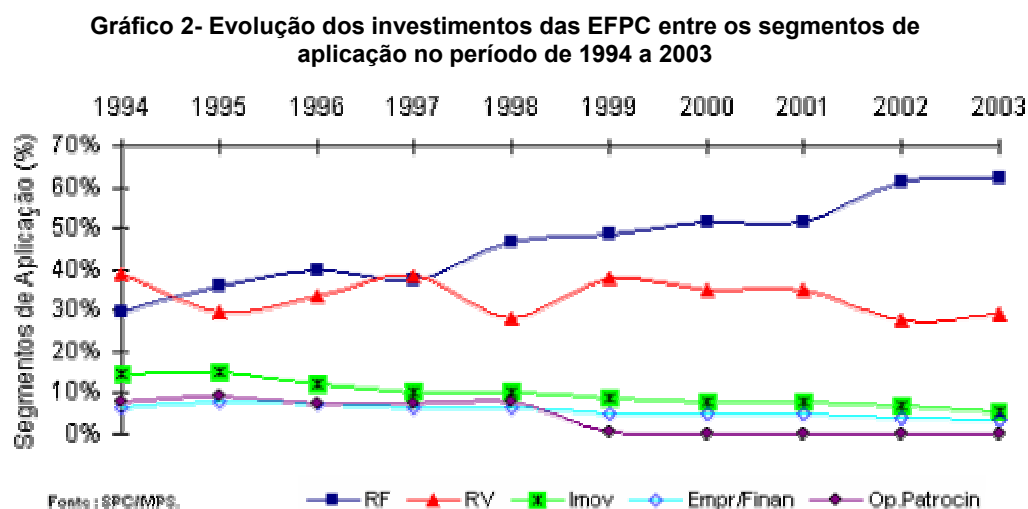
A pesquisa “*Investor Opinion Survey*” realizada pela McKinsey & Co. em parceria com o Banco Mundial em junho de 2000 entrevistou mais de 200 investidores institucionais responsáveis por uma carteira de cerca de US\$3,2 trilhões. Destes, 48% mencionaram que boas práticas de governança corporativa eram mais importantes do que os resultados financeiros quando da escolha das empresas em que vão realizar seus investimentos. A maioria (90%) afirmou ainda que estaria disposta a pagar um prêmio por companhias que se comprometessem a adotá-las. No Brasil, particularmente, esta diferença de preço seria da ordem de 23%.

Todavia, o cenário torna-se hostil quando passam a ser consideradas as altas taxas de juros praticadas desde o início da década de 90. Devido a elas, investimentos de curto prazo e de maior liquidez tornaram-se mais atrativos, como ocorreu com as aplicações em títulos públicos, depósitos a prazo e fundos de investimento de renda fixa.

---

<sup>4</sup> Relato extraído do site do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC, disponível em <http://www.ibgc.org.br>

Pela análise do Gráfico 2 abaixo que mostra a evolução dos investimentos de fundos de pensão desde 1994, observa-se um claro aumento na participação do segmento de renda fixa que passou de um patamar de cerca de 30% em 1994 para 62% em fins de 2003. Em contrapartida, os recursos aplicados no segmento de renda variável, notadamente em ações de companhias abertas, caíram mais de 20% no período, de 39% para 18%, mesmo tendo em conta a participação expressiva dos fundos de pensão no processo de privatização<sup>5</sup>.



Vale ressaltar que investidores institucionais possuem seus investimentos regulamentados, ou seja, estão sujeitos a controles internos de acordo com normas expedidas por órgãos supervisores de participantes do mercado financeiro. Nesse sentido, é de suma importância a Resolução 3121/03 expedida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) que consolidou as diretrizes pertinentes à aplicação dos recursos dos planos de benefícios das entidades fechadas de previdência complementar, fixando inclusive limites para investimentos no segmento de renda variável.

As restrições impostas crescem de acordo com uma maior exposição ao risco, de tal forma que aplicações em ações de companhias abertas têm sua participação na carteira restrita ao nível de 35%. Este limite, porém, pode variar de acordo com a adesão da empresa aos padrões de governança societária admitidos. Caso as ações sejam listadas no Novo Mercado ou no Nível 2 da BOVESPA, por exemplo, os recursos aplicados poderão atingir um percentual de 50%.

<sup>5</sup> A aplicação das EFPC em renda variável é complementada por fundos de investimentos em renda variável, que representaram 10% das aplicações em 2003.



É, portanto, evidente a relevância da adoção de práticas corporativas por empresas que pretendam utilizar-se dos recursos administrados por fundos de pensão para alavancagem de suas atividades produtivas. Com isso, será possível também reverter a forte concentração dos investimentos destas entidades no segmento de renda fixa, diversificando os riscos e maximizando o retorno de suas carteiras.

### 3. ANÁLISE DAS REFORMAS BRASILEIRAS

#### 3.1 Uma reforma às avessas: a Lei 9.457/97

Se no mundo o debate envolvendo questões de governança surgiu há vinte anos, no Brasil ele se intensificou com o início do processo de privatizações no governo Collor. Em 1990, foi criado o Programa Nacional de Desestatização que tinha dentre um de seus objetivos contribuir para o fortalecimento do mercado de capitais, através do acréscimo da oferta de valores mobiliários e da democratização da propriedade do capital das empresas que o integrassem (art.1º, VI da Lei 8.031/90).

Para que o aprofundamento de tal programa fosse possível, um sem número de alterações legais se fez necessário, sobretudo na legislação societária. Assim, o então deputado federal Antonio Kandir apresentou o Projeto de Lei nº 1.564/96, cujo objetivo era adequar alguns aspectos das Leis 6.404/76 e 6.385/76 ao planejamento do governo. Propunha, para esse fim, a supressão de direitos dos acionistas minoritários, inclusive o de recesso em caso de cisão, fusão e incorporação, com vista à redução dos custos oriundos do processo de privatização.

O chamado Projeto Kandir deu origem à Lei 9.457/97 que, além de mitigar por completo o direito de retirada dos acionistas minoritários, revogou a obrigatoriedade de oferta pública aos mesmos quando da alienação do controle da companhia aberta, até então assegurado pelo art.254 da Lei 6.404/76. A oferta pública visava proteger o acionista minoritário que receberia o mesmo preço pago por ações pertencentes ao controlador, participando daquele "plus" inerente à transferência do controle. O fim de tal proteção garantiu ao governo a totalidade do prêmio de controle obtido com a venda das empresas estatais.

#### 3.2 A Nova Lei das S.A

Com a entrada de sócios estrangeiros e investidores institucionais no setor privado em decorrência das privatizações realizadas, percebeu-se a necessidade de uma atualização efetiva na legislação pátria que, desta vez, protegesse os minoritários, viabilizando o controle acionário compartilhado, bem como a realização de investimentos de longo prazo. Teve início, então, um debate acerca da necessidade de uma reforma mais abrangente na Lei das S.A. que a compatibilizasse com a nova realidade econômica nacional e reintroduzisse no ordenamento o direito de *tag along* aos acionistas minoritários.

Entretanto, ainda que o projeto de lei original (PL nº 3.115/97) propusesse a adoção de práticas alinhadas com as sugestões que floresciam a nível mundial, como a instauração de Conselhos Fiscais permanentes nas companhias abertas e o direito dos titulares de ações preferenciais que detivessem no mínimo 15% do capital social elegerem um membro do Conselho de Administração, tal não era a visão da maioria dos congressistas que mediante sucessivos adiamentos à votação do referido projeto acabaram por descaracterizá-lo. Além disso, a iminência da perda do poder de controle por parte dos acionistas majoritários provocou a articulação de um intenso *lobby* no Congresso que contava, inclusive, com o veto presidencial para impedir a aprovação de modificações indesejadas<sup>6</sup>.

A possibilidade de conceder representatividade aos acionistas preferenciais de fato contrariava o padrão legal adotado desde 1932. Nesse sistema, a restrição ou eliminação do direito a voto sempre foi admitida desde que compensada por vantagens patrimoniais, tais como a prioridade na distribuição de dividendos ou no reembolso de capital, em caso de liquidação.

Os acionistas controladores, valendo-se desta possibilidade, ofertavam ao público investidor em larga escala apenas ações preferenciais. Desta forma, podiam captar recursos com terceiros sem que isto implicasse o compartilhamento do controle. Por sua vez, o acionista minoritário que houvesse optado por investir na companhia era privado de seu direito político de voto, contando com a obtenção de uma vantagem patrimonial que apenas se materializaria quando a sociedade fosse extinta ou liquidada.

Contudo, não só é a liquidação da companhia hipotética, não se podendo precisar ao certo quando se dará, como, via de regra, chegado esse momento a sociedade emissora encontra-se em situação patrimonial insustentável, tornando, senão inexistente, bastante remoto o exercício da vantagem concedida.

Tal situação não havia se apresentado como um empecilho até então por ter sido a legislação societária concebida dentro de uma realidade de ampla intervenção estatal na economia. Em 1976, estava o Brasil em plena ditadura militar e colhia ainda os frutos do

---

<sup>6</sup> Nas palavras do então presidente Fernando Henrique Cardoso ao justificar o veto ao dispositivo que admitia que os acionistas portadores de ações preferenciais elessem um membro do Conselho Fiscal (mensagem nº 1.213, de 31 de outubro de 2001): "O § 5º, ora proposto, contraria o espírito da lei, uma vez que estabelece uma norma discrepante desta legislação que somente ações com direito a voto podem exercê-lo para a eleição dos órgãos da companhia. A única exceção à norma contida no inciso I desse § 5º, a proposta é uma interferência indevida da lei na iniciativa dos acionistas. Caso a companhia entenda que as eleições devam seguir o procedimento proposto no projeto, basta que os estatutos reflitam esse procedimento. A proposta cria a possibilidade de *ditadura da minoria* e o exercício de pressões ilegítimas por parte de quem sobrepõe seus interesses particulares ao da companhia, o que contraria o espírito do moderno direito empresarial." (grifos nossos)

“milagre econômico” ocorrido no governo Médici. Era, portanto, perfeitamente compatível com a situação da época que o mercado de capitais fosse visto como necessário para o desenvolvimento do país, mas que pouco ou nada fosse outorgado aos minoritários em matéria de direitos. O Estado possuía grande capacidade de endividamento e a economia era ainda essencialmente voltada para o mercado interno. Nesse contexto, isenções fiscais e subsídios governamentais eram suficientes para assegurar o bom desempenho do setor privado e a expansão do mercado acionário.

A tentativa de atualização da legislação original, em um primeiro momento para viabilizar a privatização de estatais (muitas delas criadas durante o regime militar), e, posteriormente, para adaptá-la à realidade provocada por essas transformações, deve ser analisada tendo em conta os antecedentes históricos mencionados.

Nesse sentido, ainda que críticas sejam cabíveis e que o texto final tenha se mostrado muito aquém do que era pretendido, a aprovação pelo Congresso da Lei 10.303/01, a chamada Nova Lei das S.A., introduziu as inovações possíveis de se realizar dentro da conjuntura que envolvia o assunto das sociedades anônimas na época.

### 3.3 Principais mudanças aprovadas pelo Congresso

A nova lei buscou diminuir o grau de incerteza e de desconfiança que sempre predominou na relação entre empresas e acionistas não pertencentes ao bloco de controle, viabilizando a introdução de boas práticas de governança corporativa no ordenamento brasileiro.

A questão concernente ao limite de emissão de ações preferenciais sem direito a voto foi devidamente debatida, tendo ficado estabelecido, nos termos da redação dada ao art.15, §2º, que tal limite não poderia ultrapassar 50% do total de ações emitidas. Cabe lembrar, que tal dispositivo só se aplica às companhias constituídas após a promulgação da nova lei ou às companhias fechadas já existentes no momento em que decidirem abrir o seu capital, permanecendo para as demais o limite de 2/3 do capital social, inclusive em relação a novas emissões que se façam necessárias.

A faculdade de emitir 2/3 de ações preferenciais sem direito a voto facilita a concentração do controle, pois permite que o detentor de apenas 16,7% do capital social obtenha a maioria dos votos nas deliberações das assembléias, além de poder eleger a maioria de seus administradores. A alteração desse limite representa uma clara tentativa de

aumentar a quantidade de ações necessárias ao exercício do controle, forçando que uma maior parcela do capital social seja representada por ações com direito a voto.

Além disso, o art. 141, §4º da referida lei garantiu aos acionistas preferenciais e ordinários detentores de, no mínimo, 10% do capital social e 15% do capital votante respectivamente, a possibilidade de eleger um membro do Conselho de Administração. É este um órgão de vital importância na elaboração da política de investimentos da empresa, tendo a função de formular a estratégia de atuação da mesma, tendo em conta os diversos interesses envolvidos. Desta forma, é de suma importância que não seja formado unicamente por membros indicados pelos controladores que, naturalmente, tenderão a ignorar as vozes dissonantes, direcionando a atividade da companhia de acordo com objetivos pessoais.

O Conselho de Administração é um órgão colegiado e como tal deve ser também heterogêneo, de modo que todos os interesses estejam nele representados, sobretudo ao se considerar que, por vezes, aqueles que detêm a maioria das ações do capital da sociedade, sequer são ouvidos quando das demais deliberações por terem sido privados do direito ao voto. Há que se frisar, entretanto, que o conselheiro não deve ter sua atuação cerceada pelo grupo que o elegeu. Os indicados para o exercício de tal cargo devem ser antes de tudo profissionais independentes, que atuem tendo em vista um melhor retorno para os investimentos da companhia, ainda que para isso tenham que ir contra o interesse daqueles que os escolheram.

Não há dúvida de que o dispositivo supramencionado não impede os acionistas controladores de obterem a maioria dos votos do Conselho, mesmo porque a própria lei em seu art.116 define como uma das vertentes do poder de controle a capacidade de eleger a maioria dos administradores da companhia. De qualquer forma, ao assegurar a presença de dois membros indicados pelos minoritários em sua composição, a nova lei força uma maior transparência por parte dos administradores, que, mesmo que venham a ter suas decisões aprovadas, certamente deverão enfrentar o questionamento destes conselheiros. Pouco a pouco, o aprofundamento dos debates colocará na pauta das discussões as práticas corporativas.

Ainda no que tange às principais modificações realizadas, destaca-se a volta ao ordenamento do direito de *tag along* conferido aos acionistas minoritários detentores de ações com direito a voto. Todavia, o que antes da reforma de 1997 consistia na exigência de oferta pública para aquisição das demais ações ordinárias pelo mesmo preço pago às

integrantes do bloco de controle, foi restrito ao pagamento de valor correspondente a 80% do preço pago por estas. A extensão deste direito aos preferencialistas é uma faculdade da companhia que, caso venha a concedê-lo, não precisará lhes outorgar qualquer outra vantagem<sup>7</sup>. Frise-se que, no caso brasileiro, predomina o controle concentrado, sendo a maior parte dos acionistas portadora de ações preferenciais e, portanto, privada, via de regra, dos benefícios proporcionados pela revigoração do art. 254, atual art. 254-A.

Cabe lembrar que o adquirente do controle acionário poderá também oferecer aos acionistas minoritários a opção de permanecer na empresa, mediante o pagamento de um prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e aquele pago por ação integrante do bloco de controle. Com isso, busca-se evitar o empobrecimento do comprador, que não se vê obrigado a pagar o valor total da ação, ao mesmo tempo em que se beneficia o minoritário que, ao receber o prêmio, desfruta do valor de controle e continua na companhia. Este foi o meio encontrado para evitar que o acionista seja tentado a aceitar a oferta pública de compra de suas ações por temer que, em não o fazendo, veja diminuir sensivelmente a liquidez das mesmas.

Por fim, é interessante mencionar a polêmica envolvendo a nova disciplina criada para os acordos de acionistas. Sob o regime anterior, este tipo de acordo era utilizado especificamente para regular a manifestação do direito de voto dos acionistas, bem como o exercício de suas preferências no caso de compra e venda de ações, sendo um instrumento de auxílio na organização do poder de controle das companhias.

No entanto, a introdução dos §§s 8º e 9º no art. 118 da Lei Societária passou a interferir no funcionamento do Conselho de Administração ao buscar disciplinar também o

---

<sup>7</sup> Art. 17. As preferências ou vantagens das ações preferenciais podem consistir:

- I - em prioridade na distribuição de dividendo, fixo ou mínimo;
- II - em prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele; ou
- III - na acumulação das preferências e vantagens de que tratam os incisos I e II

§ 1º Independentemente do direito de receber ou não o valor de reembolso do capital com prêmio ou sem ele, as ações preferenciais sem direito de voto ou com restrição ao exercício deste direito, somente serão admitidas à negociação no mercado de valores mobiliários se a elas for atribuída pelo menos uma das seguintes preferências ou vantagens:

- I - direito de participar do dividendo a ser distribuído, correspondente a, pelo menos, 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido do exercício, calculado na forma do art. 202, de acordo com o seguinte critério
  - a) prioridade no recebimento dos dividendos mencionados neste inciso correspondente a, no mínimo, 3% (três por cento) do valor do patrimônio líquido da ação; e
  - b) direito de participar dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias, depois de a estas assegurado dividendo igual ao mínimo prioritário estabelecido em conformidade com a alínea a; ou
- II - direito ao recebimento de dividendo, por ação preferencial, pelo menos 10% (dez por cento) maior do que o atribuído a cada ação ordinária; ou
- III - direito de serem incluídas na oferta pública de alienação de controle, nas condições previstas no art. 254-A, assegurado o dividendo pelo menos igual ao das ações ordinárias.

exercício do voto de administradores eleitos por indicação de acionistas signatários desses acordos.

Para o professor Gustavo Franco, ao se admitir que o presidente da assembléia ou do órgão colegiado de deliberação da companhia deixe de computar o voto proferido com infração de acordo de acionistas devidamente arquivado, estaria sendo criada a figura do “conselheiro laranja”, ferindo o “princípio basilar que o conselheiro deve votar de acordo com a sua consciência e tendo em mente os interesses de todos os acionistas”<sup>8</sup>. Além disso, com o enfraquecimento da independência do conselheiro, também a governança da empresa seria abalada, posto que o funcionamento de seu principal órgão societário ficaria comprometido.

Tal tese foi contestada pelo advogado Paulo Cezar Aragão que não via neste dispositivo um obstáculo ao pleno exercício da função dos administradores, na medida em que a celebração de acordo de acionistas seria uma opção dos mesmos, tal regra sendo passível de aplicação apenas quando esta houvesse sido a vontade da maioria. Se o acionista livremente submeteu-se a este tipo de contrato, não caberia crítica quanto à determinação legal que visa justamente garantir que aquilo que foi previamente acordado seja de fato posto em prática. Da mesma forma, também o conselheiro livremente aceitou ocupar seu cargo, tendo previamente tomado conhecimento da existência de eventuais acordos e, portanto, plenamente consciente de que, dentro dos casos estabelecidos, deveria votar segundo a orientação recebida. Argumenta o ilustre advogado que “seria, enfim, absurdo (...) que os acionistas assinem os acordos, em aparente boa-fé, os conselheiros sejam nomeados cientes desses acordos e, mais adiante, por força de tal ou qual divergência, se invoque a suposta “liberdade de consciência” para descumprir o pactuado”<sup>9</sup>.

Por outro lado, defende Maria Isabel Bocater, em artigo escrito em parceria com João Laudo de Camargo e seguindo a mesma linha de raciocínio de Gustavo Franco, que não se pode estender a abrangência do acordo de acionistas aos atos daqueles que não o contrataram. O poder do Conselho de Administração não deriva da Assembléia Geral, pelo contrário, é instituído pela própria lei. Sendo assim, não há que se falar na figura dos conselheiros como “criados dos acionistas controladores”, devendo ser vistos como

---

<sup>8</sup> *A Nova Lei das S.A. e o “conselheiro laranja”*, Gustavo H.B. Franco, OESP, 30.09.2001.

<sup>9</sup> *Conselheiros e Acordo de Acionistas*, Paulo Cezar Aragão, OESP, 07.10.2001.

integrantes de um órgão da companhia e, portanto, com sua independência funcional assegurada. Concluem os advogados:

Se os poderes conferidos ao Conselho de Administração puderem ser usurpados pelos acionistas, estaremos destruindo parâmetros legais básicos, através dos quais se pretende preservar o princípio de que o direito de propriedade não pode ser absoluto e que deve ser exercido sem abusos, em benefício não apenas daqueles que detêm a maioria do capital, mas também daqueles que, tendo entregue seus recursos ao controlador (foram tolos?), têm o lícito direito de desejar recebê-los de volta (são arrogantes?), acrescidos da parcela de lucro que lhes pertence, na expectativa de que a companhia esteja sendo administrada em benefício de todos. (BOCATER E CAMARGO, 2001)

Divergências a parte, há de se ressaltar a importância do acordo de acionistas para viabilizar o controle compartilhado nas companhias abertas, prática essencial quando os recursos individuais mostram-se insuficientes para arcar com o investimento requerido pela empresa. Em países como o Brasil, carente de capitais, este tipo de acordo viabiliza a entrada de grupos estrangeiros no mercado. Para que isso de fato ocorra, é necessário dar aos investidores a garantia de que contratos celebrados serão cumpridos. A princípio, os únicos interessados em limitar a execução dos acordos seriam aqueles que, tendo firmado o compromisso de que votariam de modo uniforme na Assembléia Geral e de que seus representantes no Conselho de Administração procederiam da mesma forma, desistem do pactuado com vistas a criar um novo grupo de controle em parceria com minoritários<sup>10</sup>.

Contratos, ainda que devam trazer segurança para as partes, não são imutáveis, daí a origem das cláusulas rescisórias, o arrependimento sendo integrante da própria natureza humana. O problema se coloca quando, no exato instante em que o acordado deveria ser posto em prática, uma das partes se recusa a cumpri-lo por razões diversas, dentre elas o entendimento de que há uma disposição abusiva.

Caberá a jurisprudência determinar a partir de que momento e se a vinculação a um acordo de acionistas engessa ou não a atuação dos conselheiros. É o que se discute ainda hoje no litígio envolvendo o banco Opportunity, a Telecom Italia e os fundos de pensão pelo controle da empresa de telefonia fixa Brasil Telecom. Sem entrar no mérito da discussão, a origem da crise reside na existência de um acordo de acionistas assinado pelos fundos de pensão (em gestões anteriores) no qual se comprometeram a adotar o voto em bloco.

---

<sup>10</sup> Vide artigo de Luiz Alberto Colonna Rosman publicado no Jornal do Brasil de 30.10.01



Pelo exposto, é certo que a reforma legal em questão obteve êxito ao restaurar alguns direitos mitigados quando da elaboração do projeto de privatizações. Contudo, não foi suficientemente ampla para promover o fortalecimento do mercado de capitais brasileiro. A par a possibilidade de representação no Conselho de Administração de acionistas minoritários, as demais modificações não têm efeitos imediatos. A alteração na proporção de ações preferenciais integrantes do capital social não se aplica às companhias abertas já existentes por, supostamente, possuírem o direito adquirido a emitir no limite anterior. Por outro lado, tal tese não se sustentou quando do restabelecimento apenas parcial do direito de *tag along*. Não possuíam também os acionistas pré-reforma de 1997 o direito adquirido a vender suas ações pelo mesmo preço pago aos controladores? Qual é então o parâmetro para que tal entendimento se aplique? A prevalência do interesse estatal?

Situações como esta contribuem para a instauração de um sentimento de insegurança jurídica no mercado brasileiro, que tem assim sua imagem abalada. O Brasil, como um país em desenvolvimento, depende enormemente da poupança nacional para seu crescimento. Compete às empresas brasileiras transmitir confiança a seus potenciais investidores para que os mesmos saibam onde serão aplicados seus recursos. As altas taxas de juros tornam ainda mais árdua esta tarefa, ao apresentarem opções mais lucrativas a um risco menor. Apenas a título de exemplificação, o total de aplicações dos fundos de pensão representa 12% do PIB nacional, dos quais apenas 4% são aplicados em ações de empresas abertas. Já nos Estados Unidos, tais aplicações correspondem a mais de 45% da poupança das famílias. A diferença reside justamente na confiança do público investidor norte-americano em seu mercado de capitais.

Os custos de uma reforma legislativa tornam pouco provável a ocorrência de novas alterações legais no curto prazo, aumentando a importância de mecanismos de autorregulação que a complementem e forcem as firmas a adotarem práticas mais rígidas de governança corporativa. Tais iniciativas são também denominadas de contratos privados, na medida em que as partes, de comum acordo, se submetem a regras pré-estabelecidas e aplicáveis a todos os contratantes. Neste grupo, se insere o Novo Mercado criado pela Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA em 2000 e tratado no capítulo seguinte.

## 4. MECANISMOS DE AUTO-REGULAÇÃO E O NOVO MERCADO

### 4.1 A iniciativa da BOVESPA

Afora os dispositivos presentes na Lei das S.A., eventuais regras são apenas sugeridas, cabendo a cada empresa decidir individualmente acerca de sua adoção. A criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), em 1995, e a posterior edição do *Código Brasileiro de Melhores Práticas*, em 1999, talvez constituam o marco inicial de um debate mais formal com relação à relevância da boa governança na gestão das empresas.

Também a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), em junho de 2002, publicou uma *Cartilha de Governança Corporativa* contendo suas recomendações a respeito da questão. Como a adesão a tais práticas resta voluntária, o descumprimento a seus preceitos não enseja qualquer sanção por parte da autarquia.

De qualquer forma, embora uma melhor proteção aos acionistas minoritários seja apontada por muitos como um fator fundamental para o desenvolvimento do mercado de capitais, este, na prática, nunca havia cumprido no país seu papel de viabilizador dos investimentos de longo prazo, dependentes do aporte de consideráveis montantes financeiros. Em parte, pode-se dizer que esta situação se deve ao modelo de desenvolvimento implementado. O subsídio às indústrias nacionais aliado ao fato de não existirem quaisquer competidores estrangeiros acomodou as empresas, que contavam ainda com necessidades de crédito limitadas. Soma-se a isso a existência de fontes alternativas de financiamento, como por exemplo, os bancos do governo, diminuindo os motivos que justificariam a busca de socorro no mercado de capitais.

Como dito anteriormente, a abertura tanto política quanto econômica dos anos 90 trouxe à tona uma nova realidade empresarial, introduzindo a competição internacional no mercado interno. Subitamente, firmas que até então contavam com o auxílio estatal para “fecharem seus balanços”, com a deterioração das contas públicas, se viram obrigadas a procurar outras fontes de captação de recursos que deveriam necessariamente oferecer custos competitivos. Somente assim poderiam assegurar sua permanência no mercado.

Nesse sentido, era fundamental promover o desenvolvimento dos mecanismos tradicionais de financiamento, leia-se mercado de capitais e crédito empresarial. Porém, ainda que estivesse consolidado o entendimento de que um mercado de capitais desenvolvido não poderia coexistir com práticas de governança que admitissem a

expropriação dos minoritários pelos controladores, países como o Brasil não tiveram êxito na aprovação de reformas legislativas suficientemente eficazes para coibir esse tipo de comportamento.

Dada a forte resistência a novas alterações legais, a realização de reformas brancas, via mecanismos de adesão voluntária, se inseriu nesse cenário como um meio de complementação mais eficiente.

Dentro desse contexto, a BOVESPA criou em 2000 o Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa 1 e 2 (referidos como Nível 1 e Nível 2). A distinção entre eles se deve essencialmente ao grau de comprometimento assumido por cada empresa com relação à proteção aos minoritários e transparência na divulgação de suas contas, o Novo Mercado representando o ponto mais alto dessa escala. Para poder integrar essa listagem diferenciada basta que a companhia, seus administradores e acionistas controladores assinem um contrato privado com a BOVESPA no qual se comprometam a respeitar um conjunto de regras societárias mais rígido do que o exigido pela legislação e que varia de acordo com o mercado de interesse. Em seguida, o estatuto da empresa deve ser adaptado.

Aqueles que ingressam no Novo Mercado, por exemplo, aceitam submeter-se a um conjunto mais amplo de práticas de governança, que se diferencia dos demais sobretudo pela proibição de emissão de ações preferenciais, ou seja, são admitidas a negociação apenas ações ordinárias, assegurando-se, por conseqüência, a todos acionistas o direito a voto. Além disso, a partir do Nível 2, exige-se a adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários. Com isso, elimina-se não só a necessidade de reformas legais, como o processo torna-se igualmente mais ágil, pois deixa de estar sujeito a tradicional morosidade do judiciário.

O projeto da BOVESPA espelhou-se sobretudo no hoje já extinto *Neuer Markt* alemão, com a diferença de admitir a migração de empresas que já são de capital aberto, o que permite medir com mais clareza as conseqüências do compromisso com melhores práticas de governança corporativa sobre os papéis existentes. Na Alemanha, com apenas três anos de funcionamento, 90% das aberturas de capital já se davam através do *Neuer Markt*.

O professor Antônio Gledson de Carvalho, em estudo sobre os efeitos da migração para os níveis de governança propostos pela BOVESPA, buscou analisar as alterações provocadas sobre quatro variáveis: preço, volume, volatilidade e liquidez. Ressalte-se que

a amostra utilizada baseou-se em dados consolidados até junho de 2002, quando o Novo Mercado contava com apenas 3 empresas, das 7 que atualmente o integram.

De qualquer forma, sobretudo considerando-se que a abertura desses mercados deu-se efetivamente em junho de 2001, os resultados iniciais foram extremamente satisfatórios. Carvalho observou efeitos positivos sobre o preço das ações (presença de retornos anormais positivos), ainda que não fosse possível precisar a magnitude do ganho, como também sobre o valor de mercado das empresas em torno da data de migração. Houve ainda um aumento no volume de negociação e na liquidez e redução na sensibilidade do preço das ações a fatores macroeconômicos.

Embora se trate de um período curto, não deixou de passar por fortes turbulências, dentre elas os escândalos contábeis norte-americanos e as incertezas do processo eleitoral no Brasil. Apesar destes choques adversos, em 2002, o Índice de Governança Corporativa (IGC)<sup>11</sup>, criado para refletir o desempenho de uma carteira teórica composta por ações de empresas negociadas no Novo Mercado, Níveis 1 ou 2, subiu 1,58% enquanto o Ibovespa, mais importante indicador do desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro visto que retrata o comportamento dos principais papéis negociados, atingiu uma desvalorização de 17,01%.

Atualmente, o IGC é composto por 39 companhias que respondem por 35% do valor de mercado de todas as companhias listadas e cerca de 30% do volume negociado<sup>12</sup>, conforme dados de outubro de 2004. Os percentuais são expressivos.

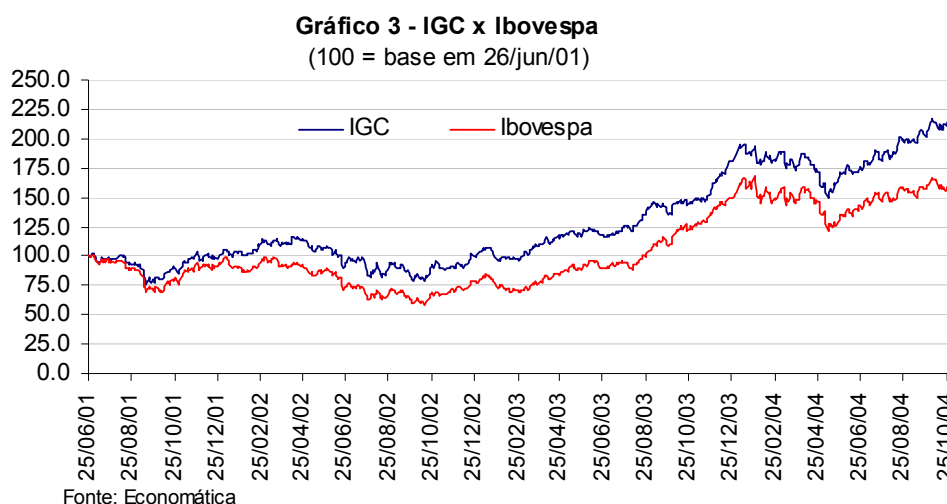
A princípio, uma comparação entre o desempenho do IGC em relação ao Ibovespa, desde o dia em que foi criado o primeiro (partindo de uma base comum), sugere que, de fato, companhias com melhores práticas de governança corporativa tiveram um desempenho melhor do que o mercado como um todo. Contudo, analistas da Merrill Lynch sustentam que, embora o IGC tenha superado o Ibovespa em um ano conturbado como 2002, o mesmo não ocorreu quando a bolsa atingiu resultados excepcionais como em 2003.

A adesão a melhores práticas, nesse sentido, seria eficaz para limitar as perdas em anos de baixa, porém, não garantiria qualquer prêmio em relação às companhias que cumprem estritamente o determinado pela lei quando o mercado estivesse em alta. A relação entre os dois índices pode ser observada no Gráfico 3 a seguir.

---

<sup>11</sup> As ações constituintes da carteira do índice são ponderadas pela multiplicação de seu respectivo valor de mercado (considerando as ações disponíveis para negociação) por um fator de governança. Esse fator é igual a 2 para os papéis do Novo Mercado; 1,5 para os papéis do Nível 2; e 1 para os títulos do Nível 1.

<sup>12</sup> A capitalização bursátil da BOVESPA em outubro de 2004 foi superior a R\$ 800 bilhões.



O problema que se coloca e que é determinante para o entendimento dessa questão é se governança corporativa cria valor ou se serve apenas para dividir o prêmio de controle com os minoritários. Se apenas esta segunda alternativa for correta, qual será o interesse de acionistas controladores em integrar o seletto grupo de empresas listadas no Novo Mercado se isto significar apenas voluntariamente abrir mão do que lhes é permitido por lei e não ganhar nada em troca?

Afinal, nem tudo são flores neste cenário e implantar boas práticas de governança possui altos custos. Carvalho os divide em dois grupos: os custos de empresa e os custos do controlador. Dentre os primeiros, inserem-se os custos com auditores reputados, adaptação de balanços anuais às normas do US GAAP ou IAS, a perda da possibilidade de sonegação fiscal e de confidencialidade em informações estratégicas. Com efeito, a pesquisa “Panorama da Governança Corporativa no Brasil” realizada pela McKinsey & Co. em parceria com Korn Ferry International em 2001 observou que para a maioria dos conselheiros entrevistados (76%)<sup>13</sup> o nível de comunicação com os mercados financeiros é satisfatório, posto que não há interesse em divulgar informações sigilosas aos concorrentes. Por outro lado, acionistas minoritários, aqui incluídos os fundos de pensão, não estão satisfeitos com o atual nível de transparência, apontado como um impedimento para a realização de novos investimentos.

<sup>13</sup> Participaram da pesquisa 127 conselheiros pertencentes a 74 empresas, públicas e privadas, com faturamento superior a US\$250 milhões. Destes, 24 são presidentes de conselho, 4 são presidentes executivos e 99 são membros de conselho.

Os custos do controlador, por sua vez, dizem respeito ao modo como o valor da empresa é distribuído entre controladores e minoritários. Quanto maior a qualidade das informações prestadas, menor é o poder de barganha do controlador o que pode gerar uma redução também no valor de controle da companhia.

É, entretanto, um equívoco considerar que um aumento nos direitos dos minoritários necessariamente prejudica o grupo de controle. Os benefícios gerados são compartilhados por ambos, já que o aumento nas concessões aos acionistas em geral, provoca uma melhora no valor de mercado da companhia, trazendo ganhos para controladores e minoritários.

Ainda que controladores argumentem que detentores de ações preferenciais tinham pleno conhecimento do que lhes cabia quando da abertura de capital da empresa, não havendo porque serem agora compelidos a alterar seu estatuto em prol destes últimos, espera-se que, com o tempo, percebam ser benéfico para todos que mantenham seus interesses alinhados com o dos minoritários. Embora tenham uma redução no valor do controle, devem considerar que uma maior proteção aos minoritários pode ocasionar um aumento no valor de ações que mais do que compense esta perda inicial. A necessidade de captar recursos no futuro pode ser um poderoso incentivo para consolidar esse pensamento.

Ademais, casos como o da Ambev, fazem crer que qualquer tentativa de abrir o capital ou de novas emissões que mantenha ações preferenciais sem direito a *tag along* ou limite o amparo aos minoritários estará fadada ao fracasso. De fato, em todos os recentes IPO's ocorridos no país foram adotados padrões de governança acima do exigido legalmente. Por mais que a iniciativa de aderir a estas listagens seja voluntária, oferecer garantias tornou-se também um pré-requisito para conseguir atrair investidores nacionais e estrangeiros.

#### 4.2 O Efeito Ambev

Em março de 2004, a Ambev, maior cervejaria da América Latina com 66,3% do mercado brasileiro, anunciou uma operação de associação com a belga Interbrew que se daria através da troca de ativos entre as companhias e incorporação da cervejaria canadense Labatt, subsidiária da Interbrew, pela Ambev. A divulgação da notícia, a princípio, fez com que a cotação das ações na Bolsa de Valores disparasse.

Entretanto, com a difusão dos detalhes da operação, esta impressão inicial logo se esvaiu, de modo que apenas as ações ordinárias (ON) mantiveram-se em alta, enquanto as

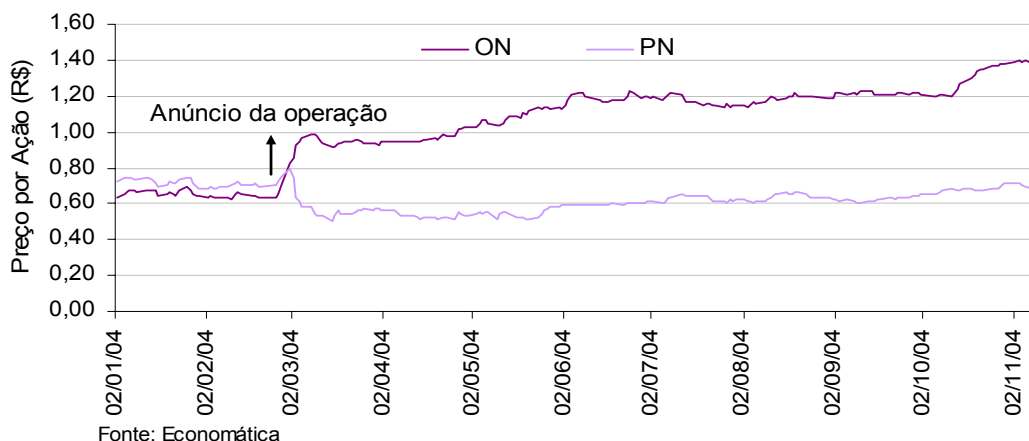
preferenciais (PN) sofreram uma forte desvalorização. O motivo deveu-se ao fato de acionistas preferenciais, que respondiam por cerca de 86% do volume negociado em bolsa, terem sido excluídos da negociação: o prêmio pago aos controladores não seria extensivo a eles.

Ao contrário dos detentores de ON que poderiam optar entre vender seus papéis por 80% do preço pago pela Interbrew aos controladores da Ambev ou manter intocados seus ativos, os preferencialistas não foram agraciados com o direito de *tag along*. Caso não concordassem com a operação, deveriam vender suas ações a mercado o quanto antes, sobretudo ao considerar-se a queda vertiginosa de cotação das mesmas. Saliente-se que, de acordo com o novo desenho societário, a incorporação da Labatt se daria mediante a emissão de 19,3 bilhões de ações da Ambev, o que diluiria fortemente a participação societária daqueles que se atrevessem a permanecer na companhia.

Somente após explicitados os pormenores da aquisição da cervejaria canadense, bem como as vantagens operacionais e financeiras esperadas foi possível fazer com que as ações preferenciais parassem de cair. De qualquer forma, mais de 8 meses após o anúncio da operação, ainda estão longe de recuperar a perda sofrida.

Dados da Economática, que podem ser melhor visualizados no Gráfico 4 a seguir, permitem verificar que, no final de março, o spread entre ON e PN já estava em 160,7% tendo atingido 194,9% em maio deste ano. Cabe lembrar que, historicamente, ações preferenciais sempre foram negociadas com valores superiores às ordinárias por possuírem maior liquidez, permitindo um número maior e mais rápido de negociações. Ainda que esta distorção venha sendo corrigida, sobretudo após a promulgação da Lei 10.303/01, a criação do Novo Mercado e as próprias conseqüências da transação em estudo, esta era, de fato, a situação que se verificava na Ambev até o mês de março.

**Gráfico 4 - AmBev ON x AmBev PN**



Os efeitos da operação não se limitaram a corrigir os preços das ações preferenciais da Ambev, tendo se refletido nas demais ações desta classe negociadas no mercado. O jornal Valor Econômico, em reportagem de 18.08.2004, indicou que, no mês em questão, o preço das ações ordinárias das empresas que compõem o Ibovespa estava, em média, 1,7% mais alto que o das preferenciais, o maior nível desde abril de 2003. A diferença paga pelo direito a voto era ainda maior caso se analisasse cada papel separadamente<sup>14</sup>.

Via de regra, essa forma de correção limita-se a um curto período, já que os investidores tendem a repensar seus objetivos e, não raro, apostam que essa tendência será revertida no futuro. Entretanto, ainda que analistas já tenham voltado a recomendar a compra de ações PN da Ambev<sup>15</sup>, o que se verifica pela reversão da queda no preço das mesmas no Gráfico 4 acima, não se deve menosprezar os reflexos da operação sobre o comportamento do mercado no longo prazo. Ressalte-se, ademais, que parte da melhora no preço da ação é fruto da atuação da própria empresa através de programas de recompra. De março a agosto deste ano, a Ambev já havia gasto mais de R\$700 milhões para esse fim.

Não bastasse a lesão em si aos acionistas preferenciais, a operação chocou investidores institucionais por ter sido protagonizada por uma empresa que sempre foi admirada pela excelência de sua gestão, convergência de interesses entre executivos e acionistas e pelo pioneirismo em práticas de governança, como transparência e relacionamento com investidores. A Previ, maior fundo de pensão do país e detentora de 14,7% das ações preferenciais da companhia, tentou recorrer à CVM alegando abuso de poder dos controladores. Foi voto vencido, não tendo conseguido provar a violação a qualquer regra societária brasileira.

Os acionistas controladores seguiram estritamente os dispositivos legais, valendo-se do disposto no art.254-A, *caput*, da Lei das S.A. ao conceder a prerrogativa de participar da oferta pública apenas aos detentores de ações com direito a voto e, ainda assim, limitando-se a pagar o preço mínimo de 80% do valor pago por ações integrantes do bloco de controle<sup>16</sup>.

---

<sup>14</sup> *Prestígio do Voto*, Adriana Aguilar e Daniela D'Ambrosio, Valor Econômico, 18.08.04.

<sup>15</sup> *Analistas voltam a recomendar AmBev*, Angelo Pavini, Valor Econômico, 13.10.04.

<sup>16</sup> Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle.



A questão gera controvérsias, pois há quem realize uma abordagem mais conservadora e defenda que, de fato, se a negociação foi realizada pelo controlador, caberia a ele exclusivamente desfrutar dos louros de sua vitória, não havendo porque dividir o prêmio de controle com os demais acionistas. Contudo, para os investidores e para aqueles com uma visão mais progressista, o *tag along* seria uma maneira de alinhar os interesses envolvidos, assegurando que todos serão tratados de forma semelhante quando da alienação da companhia e terão acesso, nas mesmas proporções, a qualquer ágio que venha a ser pago. Por fim, ainda que os preferencialistas estivessem cientes de que, a rigor, não possuíam esse direito, não vislumbravam a possibilidade de uma operação desse porte vir a ocorrer e tampouco esperavam que a mesma se assentasse no tratamento diferenciado dos acionistas.

Sendo assim, é inegável que a fusão em tela expôs a fragilidade da proteção legal conferida aos minoritários e alterou sensivelmente a forma como os participantes do mercado avaliavam seus investimentos em ações preferenciais. Ainda é cedo para afirmar se esta operação terá implicações de longo prazo no mercado de capitais brasileiro. Todavia, em outros países da América Latina que passaram por situações semelhantes, isto é, operações perfeitamente legais, mas com comportamento dos controladores questionável, houve uma transformação no grau de governança corporativa requerido pelo mercado.

No caso chileno, optou-se por uma reforma legislativa aprovada em dezembro de 2000 que buscou regular às informações que devem ser divulgadas ao mercado e são necessárias para assegurar uma maior proteção aos minoritários. Nesse sentido, ficou estabelecido, entre outras alterações, a necessidade de comunicar com no mínimo dez dias de antecedência eventuais mudanças no controle, a obrigatoriedade de acionistas detentores de 10% ou mais do capital social da empresa informarem qualquer intenção de vender suas participações e o *tag along* de 100% para todos os acionistas na hipótese de aquisição do controle.

Já o México, em abril de 2001, aprovou uma nova Lei de Mercados e Valores Mobiliários, introduzindo importantes inovações no cenário corporativo. Vale destacar a criação de um Conselho Fiscal composto por uma maioria de membros independentes com a função de rever todas as transações efetuadas pela companhia, informando os administradores se as mesmas estão ou não de acordo com o melhor interesse dos minoritários. Além disso, foi dada competência à Comissão Nacional de Bancos e Valores

Mobiliários para regular ofertas públicas de ações de modo a garantir a participação dos acionistas de forma igualitária nesse processo.

No entanto, assim como no Brasil, a reforma mexicana não foi suficiente para evitar que controladores agissem em proveito próprio, ignorando os interesses das minorias como no polêmico caso envolvendo a segunda maior emissora de televisiva daquele país: a *TV Azteca*. A família de Ricardo Salinas Pliego detinha cerca de 55% desta emissora e 25% da *Unefon*, terceira maior empresa de telefonia celular no México. Por sua vez, o sócio de Pliego, Moisés Saba, era proprietário de cerca de 46% desta última. Em junho de 2003, Pliego e Saba, através da empresa *Codisco Investments*, adquiriram por US\$107 milhões a dívida da *Unefon* com a empresa canadense *Nortel Networks*. Relatos da imprensa local<sup>17</sup> indicam que, aparentemente, a compra foi realizada a desconto, de modo que, menos de quatro meses depois, quando os sócios revenderam a dívida à *Unefon* pelo que seria o valor nominal obtiveram um lucro de US\$220 milhões.

Ainda que, a princípio, o reflexo desta operação sobre o preço das ações da *TV Azteca* tenha sido negativo, como no caso da Ambev, investidores têm recomprado esse ativo seguindo a recomendação de seus analistas, o que poderia sugerir que violações a boas práticas corporativas têm efeitos limitados sobre as escolhas do investidor. Se assim for, daqui a alguns anos, pode-se esperar que o mercado brasileiro já tenha esquecido a baixa proteção conferida aos acionistas e a única alteração eficiente seja aquela de natureza mandamental, em contraposição à auto-regulação que vem sendo implementada.

Considerando-se a falta de consenso político já mencionada, não há porque se esperar que, no caso brasileiro, novas reformas legislativas venham a ser implementadas. Porém, tampouco se deve tomar por verdades absolutas suposições que se baseiam em projeções incertas. A realidade hoje no país é que investidores, sobretudo estrangeiros, têm alterado a composição de suas carteiras aumentando a participação de ações ordinárias. Entretanto, a baixa liquidez das mesmas ainda se apresenta como um empecilho para alguns que preferem abrir mão de um incerto prêmio de controle a deixar de receber o prêmio de liquidez.

Com o intuito de tentar contornar esse impasse, diminuindo as desigualdades entre ON e PN, algumas empresas voluntariamente concederam *tag along* a todos os seus acionistas, inclusive detentores de ações preferenciais. Dados da BOVESPA indicam que, atualmente, este número abrange 44 companhias abertas das 370 listadas, sendo que em 8

---

<sup>17</sup> Vide site <http://www.finanzas.com/id.6441592/noticias/noticia.htm>, consultado em 22.11.04.

delas o tag along é de 100% para acionistas preferenciais. Nas demais, o percentual é de 80%, desconsiderando-se evidentemente as 7 empresas que integram o Novo Mercado por não possuírem esta classe de ações.

Não obstante, é de se ressaltar que boa parte destas companhias não intenta passar por uma consolidação no curto prazo ou já o fez em momento anterior. Isso porque o mero fato de dar aos minoritários a possibilidade de também venderem suas ações quando da alienação do controle exige do interessado na aquisição que possua muito mais recursos disponíveis, pois, mesmo que nem todos exerçam sua opção, ele deverá estar apto a honrá-la. A Merrill Lynch, em um de seus relatórios, demonstra os impactos que o *tag along* para preferenciais podem causar no caixa do comprador. Utiliza como exemplo o caso do Pão de Açúcar em que a concessão de tal direito acarretaria em um custo adicional de US\$500 milhões em uma eventual compra do controle da companhia<sup>18</sup>.

#### 4.3 O Fenômeno dos IPO's – Ofertas Públicas Iniciais

De certa forma, a mentalidade reinante no mercado pós-Ambev pôde ser sentida nas recentes aberturas de capital promovidas pela Bolsa. Em todos os casos, invariavelmente, optou-se pela listagem em algum dos níveis diferenciados de governança corporativa oferecidos. Natura, CPFL, Grendene, Diagnósticos da América e Porto Seguro optaram pelo Novo Mercado, enquanto Gol e ALL passaram a integrar o Nível 2.

O montante arrecadado com o lançamento de ações no mercado ultrapassou a cifra de R\$4 bilhões, sem considerar emissões realizadas por empresas já listadas, não dando ensejo a questionamentos quanto à viabilidade do mercado de capitais como fonte de financiamento. Após um longo período sem que qualquer emissão primária fosse realizada, a demanda reprimida dos investidores também teve o seu papel, o que se verifica no prêmio pago por essas ações, inconsistente com qualquer análise meramente aritmética, mas justificado pelos elevados padrões de governança adotados.

Apenas a título de referência, a Tabela 1 abaixo explicita o EV/EBITDA<sup>19</sup>, o valor da oferta e a data do IPO de algumas destas companhias no dia da oferta pública inicial<sup>20</sup>. Observa-se que, no caso específico da GOL, as ações foram lançadas valendo 21,36 vezes

---

<sup>18</sup> *Quem tem medo das preferenciais*, Daniela Camba, Valor Econômico 24.06.04.

<sup>19</sup> Múltiplo foi calculado a partir da soma do *market cap* da empresa no dia do IPO com a dívida líquida até 31.12.03, dividindo-se o total pelo EBITDA referente ao mesmo período.

<sup>20</sup> Não integram a análise as empresas que abriram seu capital após o mês de setembro de 2004, quais sejam Grendene, Diagnósticos da América e Porto Seguro, devido à escassez de dados.

a geração de caixa da empresa, enquanto no pregão tradicional esse múltiplo é de 4,8 vezes.

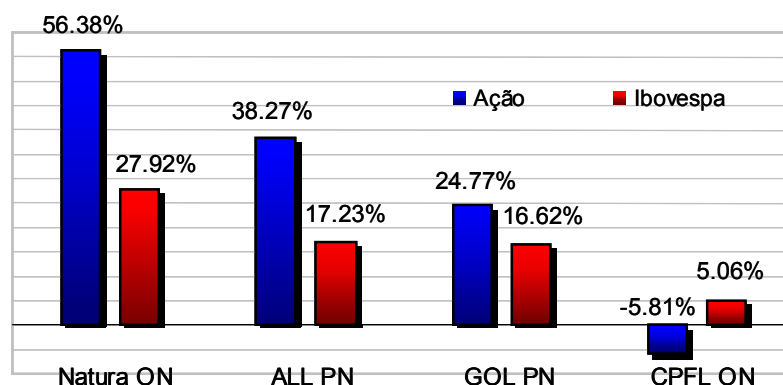
**Tabela 1 - Dados de algumas empresas**

Empresa	Data do IPO	Valor da Oferta (R\$ MM)	EV/EBITDA
ALL	25/06/04	534.75	11.57
CPFL	29/09/04	817.88	8.93
GOL	24/06/04	878.14	21.36
Natura	25/05/04	768.12	11.30

Fonte: Economática

Apesar da euforia inicial, a abertura de capital não implica ganhos garantidos e o desempenho das ações após o IPO pode não corresponder às expectativas. No caso da CPFL, por exemplo, enquanto o Ibovespa acumula alta de 5,06% desde a oferta, as ações da companhia sofreram perdas de 5,81%. O desempenho aquém do esperado pode ser explicado pela regulamentação indefinida do setor energético, expondo a empresa a externalidades evitadas por investidores. A própria GOL, até meados de outubro, apresentava um modesto desempenho, explicado em parte pelo momento do lançamento, considerado por muitos inadequado tendo em vista a crise internacional do setor aéreo. A exposição a fatores sujeitos a uma alta volatilidade, como o preço do petróleo, também contribuiu para os ganhos iniciais aquém do esperado. Porém, a empresa recentemente recuperou-se, sua performance já superando o Ibovespa. O desempenho de cada companhia pode ser visto no Gráfico 5 abaixo.

**Gráfico 5 - Variação Acumulada**  
Desempenho das ações após ofertas



Fonte: Economática

Dados indicam que os frequentes excessos de demanda no lançamento das ações podem criar situações artificiais, provocando a alta de cotações que, no longo prazo, não se sustentam. Os retornos acima da média nos primeiros dias de negociação, chamados de

*underpricing* pelos acadêmicos, são um problema amplamente conhecido no mercado norte-americano. De 1980 a 2001, ao final do primeiro dia de oferta, as ações foram cotadas em média 18,8% acima do preço de lançamento. Além disso, a quantidade de negócios ocorridos nas primeiras semanas, tampouco tende a se repetir ao longo da vida da ação. A ALL PN, por exemplo, que foi negociada 615 vezes em sua primeira semana, até o início de outubro tinha média de 61 operações.

Burton, Hellian e Power (2004) buscaram analisar se a necessidade de abrir o capital altera a percepção das empresas quanto a aspectos de governança corporativa e que tipo de mudança operacional é implementada como decorrência da decisão de se tornarem públicas. A pesquisa baseou-se em questionários e entrevistas realizadas com diversos profissionais pertencentes a nove empresas do Reino Unido de setores distintos que abriram seu capital recentemente, além de consulta a alguns analistas.

Os autores observaram que, embora para pequenas firmas familiares não pareça lógico preocupar-se em aprimorar a gestão através de padrões de governança, essa preocupação se coloca quando empresas intentam adentrar o mercado de capitais. De fato, para 67% dos entrevistados antes que o IPO fosse realizado alterações nas práticas corporativas precisaram ser efetuadas, em grande parte para adequar a oferta a exigências de listagem diferenciada. Entretanto, destacou-se igualmente a necessidade de corresponder às expectativas do varejo, como também atender aos requisitos de investidores institucionais. Em algumas empresas, tais modificações consistiram na implantação de Comitês de Auditoria e nomeação de conselheiros independentes, além é claro do aprimoramento da função de relacionamento com investidores (citada em 62% das respostas).

Uma vez realizada a oferta inicial, não houve consenso entre os entrevistados quanto à mudança mais significativa realizada, ainda que a governança corporativa tenha sido mencionada em várias respostas, seja pela necessidade de divulgar informações ou de lidar com um rápido crescimento. Contudo, um aspecto negativo levantado diz respeito ao choque de ser submetido a uma publicidade instantânea no momento do IPO, com ampla divulgação da imprensa, para em seguida sofrer com o ostracismo que o sucede, descrito por alguns como o “anti-climax”.

Nesse sentido, boas práticas corporativas externalizadas na participação de listagens especiais não são suficientes para garantir retornos positivos, embora colaborem para que empresas com boa administração obtenham, no longo prazo, o valor mais justo

possível para suas ações. Cabe salientar que o preço das ações é afetado sobretudo pelas perspectivas dos negócios da empresa, refletidas em seus dados financeiros, o nível de governança funcionando como um complemento à análise, sua importância sujeitando-se a critérios subjetivos.

Por fim, no que se refere ao destino dos recursos arrecadados com os lançamentos desse ano, a jornalista Mara Luquet, em recente artigo, observa que mais da metade desse montante foi apropriada por aqueles que venderam suas participações, não tendo portanto se convertido em investimentos. Os números são compreensíveis considerando-se que, caso a operação não fosse lucrativa, a companhia teria optado por outras formas de capitalização.

No entanto, do ponto de vista do interesse público, seria certamente mais louvável se a maioria da arrecadação fosse convertida em gastos no setor produtivo, consolidando o papel do mercado de capitais como um indutor do desenvolvimento. A dificuldade está em conseguir adentrar este ciclo virtuoso em que o dinheiro aplicado em ações aprimora o nível de investimentos na indústria, impulsionando o crescimento econômico e levando à valorização dos ativos.

## 5. CONCLUSÃO

O movimento em prol da governança corporativa é fruto de uma maior preocupação com relação a quem e em que medida compete decidir sobre as estratégias que devem direcionar a gestão de uma empresa. São estes os chamados conflitos de agência determinantes para o início de uma atuação mais efetiva por parte dos investidores institucionais norte-americanos que, após anos inertes, optaram por fazer uso do largo montante de ações a seu dispor, pondo em prática suas atribuições de acionistas, ainda que minoritários. Com esse fim, passaram a interferir na tomada de decisões, participando ativamente de deliberações e valendo-se para isso do tamanho considerável de suas carteiras.

No Brasil, embora as características do mercado de capitais e as origens da militância corporativa sejam distintos do modelo mencionado, também aqui esta classe de investidores desempenha e tem ainda um papel fundamental a desempenhar como incentivador de um maior comprometimento com a qualidade da governança corporativa praticada pelas empresas. Na condição de acionistas minoritários, porém detentores de um grande volume financeiro, podem e devem realizar a ponte que resta para unir e transformar a poupança de milhares de cidadãos em investimentos no setor produtivo. Entretanto, só promoverão aportes de capitais quando estiverem seguros das garantias oferecidas pelo negócio, sendo a falta de transparência um limitador para a intensificação desse processo.

Felizmente, esse já é o entendimento do Conselho Monetário Nacional ao admitir que fundos de pensão possuam um maior percentual de recursos aplicados em ações, desde que emitidas por companhias integrantes das listagens diferenciadas da Bovespa. Da mesma forma, o governo deve continuar a utilizar órgãos como BNDES e FINEP, responsáveis pela concessão de financiamentos de longo prazo, como incentivadores de uma profunda mudança na mentalidade empresarial. Ainda que o compromisso com a boa governança não seja uma condição explícita para a obtenção de créditos, tais práticas são fortemente encorajadas por esses organismos, sendo sem dúvida consideradas quando da decisão final.

Cabe lembrar que o modelo presente no país foi determinado, em grande parte, por empresas que ocupam posições líderes em seus respectivos segmentos, por serem as que possuem o mínimo de influência necessário para fazer valer suas vontades. Tal modelo

caracteriza-se por uma forte concentração da propriedade em poucos acionistas majoritários, muitas vezes resultando na sobreposição entre controle e gestão executiva, a ponto de gerar uma certa confusão entre os conceitos. Via de regra, este controle é familiar, compartilhado ou pertence a multinacionais.

O processo de reestruturação da economia nacional iniciado com as privatizações colocou esse *modus operandi* em cheque, dando origem ao que a McKinsey, em relatório sobre o tema (2001), denominou “modelo emergente” de governança. Nesse novo cenário, ainda que se mantenha a estrutura proprietária vigente, há um maior profissionalismo por parte dos conselheiros e uma maior eficiência na qualidade e dinâmica das decisões.

Por outro lado, justamente por não implicar grandes alterações na distribuição acionária, a não adoção de um padrão mais desenvolvido de governança se coloca como um empecilho para que a capacidade de criação de valor da empresa seja plenamente aproveitada. Dentro desse contexto, companhias que almejam uma posição de maior destaque para viabilizar uma eventual abertura de capital no futuro ou o estabelecimento de alianças com novos parceiros, tendem a concordar com um maior dispersão da estrutura de propriedade, comprometendo-se formalmente com boas práticas corporativas.

Do ponto de vista estritamente legal, a reforma da Lei das S.A. em 2001 contribuiu para a disseminação, ainda que compulsória, de alterações no complexo societário brasileiro. Todavia, tendo em conta as limitações do texto final já expostas, em muito devidas à resistência política de representantes dos controladores, não foi suficiente para assegurar o fortalecimento do mercado de capitais nacional.

Embora não se vislumbre uma convergência legal mais explícita no curto prazo dados os custos inerentes do processo legislativo, não é a lei a única fonte de proteção a acionistas minoritários. Nesse sentido, mecanismos de auto-regulação colocam-se como uma alternativa a reformas no ordenamento possuindo baixos custos de oportunidade, na medida em que se concretizam mediante a mera assinatura de contratos privados, plenamente independentes da mobilização da máquina pública.

Os escândalos financeiros nos EUA e a realização de operações de isonomia duvidosa no mercado brasileiro aumentaram a conscientização dos investidores quanto à necessidade de uma maior clareza nas informações prestadas e direitos conferidos, a crescente responsabilidade com relação aos *stakeholders* tendo se mostrado como essencial para a sustentabilidade do negócio. Os recentes prêmios pagos às empresas que procederam à oferta pública inicial de suas ações não pelos números apresentados, mas



sobretudo pelos elevados padrões de governança adotados, refletem essa mudança de comportamento.

É, contudo, ainda restrito o número de empresas que integram os níveis diferenciados da BOVESPA, o que se deve em parte aos custos envolvidos com a migração, considerados desnecessários por empresas que não almejam capitalizações futuras. Por outro lado, espera-se que empresas que não se comprometam com qualquer dos níveis existentes e possuam condutas incompatíveis com a boa governança sejam penalizadas pelo mercado, tendo seus preços diminuídos por exporem os investidores a um risco maior.

De fato, verifica-se uma relação positiva entre governança e criação de valor. Apesar da adoção de práticas corporativas não assegurar por si só a presença de retornos positivos, os indicadores financeiros exercendo considerável influência sobre a precificação dos ativos, elas contribuem para a valorização da empresa ao tornar público um grau de comprometimento acima da média com aspectos considerados relevantes por investidores minoritários, como os fundos de pensão. Há, na realidade, uma avaliação subjetiva que tem impactos concretos no interesse dos *players* pela empresa, aumentando sua liquidez e seu valor, tanto para minoritários quanto para controladores, podendo inclusive compensar para estes últimos a diluição no valor do controle.

Quanto maior for a divulgação junto às partes envolvidas dos benefícios que podem ser percebidos, maior será a quantidade de companhias que voluntariamente se submeterá a exigências mais rígidas, o que permitirá que analistas quantifiquem com maior precisão a influência dessas medidas e que isso se reflita no preço das ações.

O país passa atualmente por uma clara oportunidade de aperfeiçoamento de seu mercado de capitais. Os IPO's estudados contribuíram para reinserir a oferta de ações como uma alternativa de financiamento e projetar companhias brasileiras no cenário internacional. O fato de não ter sido alcançado um nível pleno de desenvolvimento fez com que o impacto de conflitos entre minoritários e controladores fosse diminuído, enquanto em uma situação consolidada, poderia ter levado ao desmantelamento do mercado. Assim, experiências negativas puderam ser aproveitadas e direcionadas para o aprimoramento das negociações vindouras.

Resta ainda consolidar as transformações alcançadas e aprofundá-las, momento este em que um sistema de governança se apresenta como um fator determinante para conquistar a credibilidade dos agentes. É sem dúvida sobre esta base que deve se sustentar

o mercado de capitais para reverter a fraca cultura de investimentos em ações presente no país, dando origem a um novo ciclo em que, finalmente, volte a ocupar um lugar central entre os determinantes do crescimento econômico.

## 6. BIBLIOGRAFIA

- AGUILAR, A. e D'AMBROSIO, D.. *Prestígio do voto*. Valor Econômico, 18.08.2004.
- ALMEIDA, H. e WOLFENZON, D.. *A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups*. New York University. Fevereiro, 2004.
- ARAGÃO, P. *Conselheiros e acordos de acionistas*. OESP, 07.10.2001.
- AZEVEDO, S. *A governança corporativa na mídia impressa brasileira*. The Latin America Corporate Governance Roundtable. Outubro, 2004.
- \_\_\_\_\_. *Desceu quadrado*. Revista Capital Aberto, número 8, abril, 2004.
- BEGES, R. *Brazil Low Governance Standards Still an Issue*. Report Merrill Lynch. Maio, 2004.
- BOCATER, M., CAMARGO, J. “*Conselheiros-Laranja*”. Disponível em [www.econ.puc-rio.br/gfranco](http://www.econ.puc-rio.br/gfranco).
- BRANDÃO, M. *Os Investidores Institucionais e seu potencial de indução de Governança Corporativa*. Apimec-MG. Fevereiro, 2004.
- BURTON, B., HELLIAR, C. e POWER, C.. *The role of Corporate Governance in the IPO process*. Corporate Governance – An International Review: vol. 12, número 3, julho, 2004.
- CAMBA, D. *Quem tem medo das preferenciais*. Valor Econômico, 24.06.2004.
- \_\_\_\_\_. *Transparência Obrigatória*. Valor Econômico, 24.11.2004.
- CARLSSON, R. *Ownership and value creation: Strategic Corporate Governance in the New Economy*. Ed. Wiley. Fevereiro, 2001.
- CARVALHO, A. *Efeitos da Migração para os Níveis de Governança da Bovespa*. Seminário PUC-Rio. Abril, 2003.
- \_\_\_\_\_. *Os primeiros resultados da migração para os novos mercados da Bovespa*. Revista RI, 61, março, 2003.
- COFFE, J.. *The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its implications*. Northwestern University Law Review, 93, 1999.
- DAWSON, S. *Balancing Self Interest and Altruism: corporate governance alone is not enough*. Corporate Governance – An International Review: vol. 12, número 2, abril, 2004.
- FRANCO, G. *A Nova Lei das S.A. e o “conselheiro laranja”*. OESP, 30.09.2001.
- FRISCH, F. *Valeu a pena?*. Valor Econômico, 13.10.2004.
- GILLAN, S. e STARKS, L.. *Corporate Governance proposals and shareholder activism: the role of institutional investors*. Journal of Financial Economics, 57, 2000.

- GORGA, E. *Does Culture Matter for Corporate Governance? A Case Study of Brazil*. Stanford Law School, WP 257, maio, 2003
- HARCKBART, G. *Uma análise sobre o fenômeno IPO*. Valor Econômico, 10.08.2004. Harvard Business Review. *Governança Corporativa*. Edição especial, julho, 2004.
- IIF Equity Advisory Group. *Corporate Governance in Brazil – An Investor Perspective*. Junho, 2004.
- LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F. e SHLEIFER, A.. *Corporate Ownership Around the World*. Journal of Finance: vol. 54, número 2, abril, 1999.
- LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A. e VISHNY, R. *Investor Protection and Corporate Governance*. Journal of Financial Economics, 58, 2000.
- \_\_\_\_\_. *Legal Determinants of External Finance*. Journal of Finance, 52, julho, 1997.
- LOBO, J. *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei 10.303 de 31.10.01*. Ed. Forense. 2002.
- LUQUET, M. *Mais dinheiro no bolso dos acionistas controladores*. Valor Econômico, 08.11.2004.
- MCKINSEY & COMPANY, KORN/FERRY INTERNATIONAL. *Panorama da Governança Corporativa no Brasil*. 2001.
- MONFORTE, J. *Mercado de capitais e governança corporativa*. Valor Econômico, 08.09.2004.
- NETO, H. *Aumento da confiança traz aumento do preço das ações*. Revista RI, 61, março, 2003.
- PALEPU, K., KHANNA, T. e KOGAN, J.. *Globalization and Similarities in Corporate Governance: A Cross Country Analysis*. Harvard University, Strategy Unit, WP 02-31, agosto, 2002.
- RAJAN, R. e ZINGALES, L. *The Great Reversals: the politics of financial development in the twentieth century*. Journal of Financial Economics, 69, 2003.
- ROSMAN, L. *Acionistas e Administração*. Jornal do Brasil, 30.10.01.
- SROUR, G. *Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa: Um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras*. PUC-Rio, Departamento de Economia, 2002.
- ZINGALES, L. *Corporate Governance*. University of Chicago, NBER & CEPR, 1997.